

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Tinjauan Teori

Penelitian ini didasarkan pada pendekatan **asset pricing berbasis faktor**, yang menekankan bahwa pergerakan return saham tidak hanya dipengaruhi oleh satu faktor tunggal, melainkan oleh berbagai faktor sistematis, khususnya variabel makroekonomi. Pendekatan ini menjadi penting karena dinamika pasar modal modern menunjukkan bahwa perubahan kondisi ekonomi makro memiliki kontribusi signifikan terhadap fluktuasi harga aset keuangan.

Salah satu teori utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah **Arbitrage Pricing Theory (APT)**. APT menyatakan bahwa return suatu aset dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko sistematis, dan pasar akan menyesuaikan harga aset melalui mekanisme arbitrase hingga tercapai keseimbangan (*no-arbitrage condition*). Dalam konteks ini, jika terdapat perbedaan harga yang tidak wajar, pelaku pasar akan melakukan arbitrase sehingga harga kembali mencerminkan nilai fundamentalnya.

Secara empiris, APT banyak digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel makroekonomi dan return saham. Penelitian terbaru menunjukkan bahwa faktor-faktor seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan pertumbuhan ekonomi memiliki hubungan jangka panjang dengan return saham, meskipun tingkat pengaruhnya dapat berbeda antar pasar. Hal ini menunjukkan bahwa APT relevan digunakan terutama dalam konteks pasar berkembang, seperti Indonesia, yang cenderung lebih sensitif terhadap perubahan makroekonomi. Lebih lanjut, studi oleh menunjukkan bahwa penggunaan beberapa faktor makroekonomi dalam model APT mampu meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi return saham dibandingkan model satu faktor seperti

CAPM. Hal ini memperkuat argumen bahwa pendekatan multifaktor lebih sesuai untuk menggambarkan kondisi pasar yang kompleks.

Selain itu, penelitian lain juga menemukan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara variabel makroekonomi dan return saham, yang mengindikasikan bahwa faktor-faktor tersebut tidak hanya berpengaruh secara sementara, tetapi juga dalam keseimbangan jangka panjang. Temuan ini mendukung penggunaan variabel makro sebagai determinan utama dalam model penelitian.

Pemilihan teori dalam penelitian ini tidak hanya bersifat konseptual, tetapi juga didasarkan pada kesesuaian antara teori dan fenomena yang diteliti. APT memberikan kerangka yang sistematis untuk menghubungkan variabel independen (makroekonomi) dengan variabel dependen (return saham).

Dalam penelitian ini, variabel seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan indikator ekonomi lainnya diposisikan sebagai faktor risiko sistematis yang mempengaruhi return saham. Hal ini sejalan dengan temuan empiris bahwa perubahan variabel makroekonomi dapat mempengaruhi ekspektasi investor dan keputusan investasi, yang pada akhirnya tercermin dalam harga saham.

Namun demikian, beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu konsisten atau sesuai dengan prediksi teori. Misalnya, dalam beberapa kasus, return saham tidak sepenuhnya kembali ke kondisi keseimbangan sebagaimana diasumsikan dalam APT (Tahirou TANGARA, \*Boubacar Amadou CISSE, Boubacar MOUNKORO, Abdoulaye ARAMA, 2025). Hal ini menunjukkan adanya keterbatasan teori, sekaligus membuka ruang bagi penelitian ini untuk memberikan kontribusi empiris.

Dengan mempertimbangkan kelebihan dan keterbatasan tersebut, penelitian ini tidak hanya menggunakan APT sebagai dasar teori, tetapi juga menguji kembali relevansinya dalam konteks data empiris yang digunakan. Pendekatan ini diharapkan dapat menghasilkan analisis yang lebih kritis dan tidak sekadar deskriptif.

### **2.1.1 Teori Makroekonomi**

Teori Makroekonomi adalah cabang ilmu ekonomi yang mempelajari perilaku, struktur, kinerja, dan proses pengambilan keputusan perekonomian secara keseluruhan (agregat), bukan dalam skala individu atau satu perusahaan saja (Nugroho & Wijaya, 2025). Teori ini mengkaji fenomena ekonomi yang luas untuk memahami interaksi antara kebijakan pemerintah (fiskal dan moneter) dengan kondisi pasar yang nyata. Dalam konteks pasar modal, teori makroekonomi menjelaskan bagaimana peredaran uang, daya beli masyarakat, dan arus modal internasional saling berkaitan erat untuk membentuk iklim bisnis sebuah negara.

Perilaku pasar keuangan, terutama imbal hasil saham, sebagian besar dijelaskan oleh teori makroekonomi. Variabel ekonomi termasuk inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, dan PDB memengaruhi pilihan investasi, kinerja bisnis, dan pada akhirnya harga saham, menurut pandangan makroekonomi tradisional dan kontemporer.

PDB terkadang digunakan sebagai proksi untuk pertumbuhan ekonomi, yang menunjukkan seberapa baik kinerja ekonomi secara keseluruhan. Ekonomi yang berkembang meningkatkan kinerja pasar saham, merangsang kepercayaan investor, dan meningkatkan pendapatan perusahaan. Di sisi lain, ketidakpastian yang disebabkan oleh ketidakstabilan makroekonomi dapat membuat investasi pasar saham kurang menarik.

Tingkat kenaikan rata-rata harga barang dan jasa dikenal sebagai inflasi. Inflasi yang berlebihan menurunkan daya beli dan meningkatkan biaya produksi, yang dapat berdampak buruk pada pengembalian saham dan profitabilitas bisnis. Biaya modal dipengaruhi oleh suku bunga, yang ditetapkan oleh otoritas moneter. Investasi dalam ekuitas umumnya tidak dianjurkan oleh

suku bunga yang lebih tinggi karena investor mungkin beralih ke aset pendapatan tetap yang menawarkan pengembalian yang lebih konsisten.

Selain itu, nilai tukar sangat penting, terutama dalam ekonomi terbuka. Meskipun apresiasi mata uang dapat menurunkan daya saing ekspor, depresiasi dapat meningkatkan biaya impor dan berdampak pada bisnis yang bergantung pada pasokan asing. Di sisi lain, jumlah uang beredar adalah ukuran likuiditas ekonomi; peningkatan jumlah uang beredar biasanya meningkatkan aktivitas investasi dan meningkatkan kinerja pasar saham.

Penelitian empiris mendukung hubungan antara faktor makroekonomi dan imbal hasil saham. Faktor makroekonomi seperti PDB, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar mata uang memiliki dampak substansial pada harga saham dalam jangka pendek dan panjang, menurut sebuah studi yang menggunakan pendekatan kointegrasi untuk menganalisis pasar saham India. Hasil penelitian tersebut menggambarkan pentingnya stabilitas makroekonomi dalam kinerja pasar modal dengan menunjukkan bahwa PDB memiliki dampak positif pada harga saham, sementara inflasi, suku bunga, dan nilai tukar memiliki dampak negatif.

Dalam penelitian ini, Teori Makroekonomi mengikat ketujuh variabel independen menjadi satu kesatuan sistem yang logis. Kebijakan moneter bank sentral mengatur jumlah uang beredar (*money supply*) dan suku bunga untuk mengendalikan inflasi. Sementara itu, aktivitas perdagangan internasional memengaruhi nilai tukar Rupiah terhadap Dolar. Di sisi lain, kestabilan ekonomi suatu negara menjadi magnet utama untuk menarik aliran dana investasi asing. Seluruh interaksi makroekonomi ini pada akhirnya akan bermuara pada daya beli masyarakat, yang secara langsung menentukan tinggi-rendahnya penjualan perusahaan *consumer goods* (Putri & Utami, 2026).

hubungan makroekonomi dan pasar saham tidak selalu bersifat satu arah ataupun linear. Inflasi, misalnya, dapat meningkatkan biaya produksi, tetapi perusahaan dengan *pricing power* tertentu mungkin mampu meneruskan

kenaikan biaya kepada konsumen. Depresiasi mata uang dapat merugikan perusahaan yang bergantung pada bahan baku impor, tetapi menguntungkan eksportir. Pertumbuhan GDP pada umumnya memperbaiki prospek pendapatan, tetapi dalam periode ekspansi yang kuat investor dapat melakukan *sector rotation* dari sektor defensif menuju sektor siklikal.

Studi empiris terbaru mendukung sifat hubungan tersebut yang kontekstual. Alammar dan Wardeh (2024) menunjukkan bahwa pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham dipengaruhi oleh perubahan struktural ekonomi. Penelitian pada Indonesia juga memperlihatkan keterkaitan dinamis antara inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, dan pasar saham dalam kerangka VECM.

Implikasinya adalah bahwa hubungan makroekonomi dengan pasar saham sebaiknya tidak dipahami sekadar sebagai korelasi kontemporer. Sebagian dampak dapat muncul segera melalui perubahan ekspektasi investor, sedangkan dampak lain membutuhkan waktu melalui penyesuaian konsumsi, produksi, investasi, dan profitabilitas perusahaan. Argumentasi tersebut mendukung penggunaan pendekatan *time series* yang mampu membedakan dinamika jangka pendek dan keseimbangan jangka panjang.

### **2.1.2 *Arbitrage Pricing Theory* (APT)**

Pakar keuangan bernama Stephen Ross pertama kali memperkenalkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) pada tahun 1976. Teori ini lahir sebagai penyempurnaan dari teori-teori investasi sebelumnya yang dianggap terlalu kaku. Teori APT menyatakan bahwa tingkat keuntungan (*return*) dari sebuah aset atau saham tidak hanya dipengaruhi oleh satu faktor risiko pasar saja, melainkan sangat dipengaruhi oleh berbagai macam faktor risiko ekonomi makro secara bersamaan (Wahyudi & Siregar, 2025). Faktor-faktor makro tersebut bertindak sebagai risiko sistematis, yaitu risiko yang tidak dapat perusahaan hindari karena melanda seluruh negara secara menyeluruh.

teori APT berasumsi bahwa investor selalu berusaha mencari selisih keuntungan (*arbitrage*) dari ketidakseimbangan harga di pasar. Harga saham di bursa akan terus bergerak menyesuaikan diri dengan perubahan variabel makroekonomi, seperti tingkat inflasi, perubahan nilai tukar mata uang, hingga aliran investasi asing (Susanti & Pratama, 2024). Setiap sektor industri memiliki tingkat kepekaan (*sensitivitas*) yang berbeda-beda terhadap perubahan indikator ekonomi tersebut.

Landasan teoritis utama dari karya ini adalah Analog-to-Price Theory, yang menjelaskan bagaimana beberapa faktor makroekonomi memengaruhi pengembalian saham secara bersamaan. Variasi dalam PDB, jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar merupakan faktor penting yang memengaruhi kinerja pasar saham karena merupakan bahaya sistematis yang tidak dapat dikurangi melalui diversifikasi.

Paradigma APT didukung oleh penelitian empiris yang menunjukkan dinamika jangka pendek dan hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel makroekonomi dan harga saham dengan menggunakan kointegrasi dan Model Koreksi Kesalahan Vektor (VECM). Hasil ini mendukung penerapan APT untuk meneliti pengembalian saham dalam konteks makroekonomi.

Arbitrage Pricing Theory (APT) menjelaskan bahwa return suatu aset tidak hanya dipengaruhi oleh satu faktor risiko pasar, tetapi juga dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko sistematis. Dalam konteks pasar modal, risiko sistematis tersebut dapat berasal dari perubahan kondisi makroekonomi, seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, dan pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, APT relevan digunakan sebagai dasar teoritis untuk menjelaskan hubungan antara variabel makroekonomi dan return saham sektor *consumer goods* di Indonesia.

Relevansi APT dalam penelitian ini terletak pada karakteristik ***Consumer Non-Cyclicals***. Walaupun permintaan terhadap kebutuhan primer relatif lebih stabil dibandingkan barang siklikal, perusahaan dalam sektor

tersebut tetap menghadapi risiko makroekonomi. Inflasi dapat memengaruhi biaya input dan daya beli; perubahan suku bunga memengaruhi biaya pendanaan dan tingkat diskonto; depresiasi rupiah dapat meningkatkan biaya input impor; perubahan M2 memengaruhi likuiditas; pertumbuhan GDP mencerminkan kondisi permintaan agregat; sedangkan FDI dapat berkaitan dengan aktivitas investasi, produktivitas, serta prospek perekonomian.

Oleh karena itu, karakter defensif suatu sektor tidak berarti bahwa sahamnya bebas dari risiko sistematis. Karakter tersebut justru dapat menyebabkan **sensitivitas faktor yang berbeda** dibandingkan sektor yang lebih siklikal. Perspektif ini penting karena APT tidak mensyaratkan seluruh aset memberikan respons yang identik terhadap suatu faktor.

Literatur kontemporer juga menunjukkan bahwa hubungan variabel makroekonomi dengan pasar saham bersifat heterogen dan bergantung pada karakter pasar, periode pengamatan, serta kondisi ekonomi. Alammar dan Wardeh (2024), misalnya, menemukan bahwa hubungan faktor makroekonomi dengan return pasar saham dapat berubah ketika terjadi *structural breaks*. Temuan tersebut memperkuat alasan untuk tidak menganggap koefisien faktor makroekonomi sebagai hubungan yang selalu konstan.

Dengan demikian, APT dalam penelitian ini tidak digunakan untuk menyatakan bahwa setiap variabel makroekonomi **pasti** memiliki pengaruh dengan arah tertentu. APT digunakan untuk memberikan argumentasi bahwa return saham dapat terekspos terhadap beberapa sumber risiko sistematis. Arah dan besarnya hubungan masing-masing faktor selanjutnya diturunkan melalui mekanisme ekonomi dan diuji secara empiris.

### 2.1.3 Teori Transmisi Kebijakan Moneter

Mekanisme transmisi kebijakan moneter menjelaskan bagaimana keputusan otoritas moneter memengaruhi kondisi keuangan dan kemudian diteruskan menuju aktivitas ekonomi riil. Dalam konteks penelitian ini, saluran yang paling relevan adalah *interest rate channel*, *liquidity/credit channel*, *exchange rate channel*, dan *asset price channel*.

Pada *interest rate channel*, kebijakan moneter yang lebih ketat mendorong kenaikan biaya dana. Bagi perusahaan, kondisi tersebut dapat meningkatkan biaya pinjaman dan menurunkan kelayakan proyek investasi. Bagi investor, kenaikan tingkat bunga meningkatkan return relatif instrumen berbasis bunga sekaligus meningkatkan tingkat diskonto yang digunakan untuk menilai arus kas saham. Kedua mekanisme tersebut secara teoritis memberikan tekanan negatif terhadap valuasi saham.

Pada *liquidity channel*, ekspansi moneter meningkatkan ketersediaan likuiditas dalam sistem keuangan. Peningkatan likuiditas dapat memperbesar kapasitas pembiayaan, menurunkan tekanan biaya dana, dan mendorong *portfolio rebalancing* menuju aset berisiko. Akan tetapi, dampak positif tersebut tidak bersifat otomatis. Apabila ekspansi likuiditas terutama menghasilkan tekanan inflasi atau tidak diteruskan menjadi pembiayaan produktif, dampaknya terhadap pasar saham dapat melemah atau bahkan berubah arah.

*Exchange rate channel* menjadi penting bagi perekonomian terbuka seperti Indonesia. Perubahan suku bunga dapat memengaruhi arus modal dan nilai tukar, sementara perubahan kurs kemudian memengaruhi harga input impor, kewajiban valuta asing, daya saing ekspor, serta ekspektasi inflasi. Artinya, suku bunga, M2, inflasi, dan nilai tukar tidak bekerja secara terisolasi.

Temuan VECM untuk Indonesia memperlihatkan adanya hubungan jangka panjang antara inflasi, indeks saham, suku bunga, nilai tukar, dan money supply serta hubungan kausal yang berbeda di antara variabel tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa transmisi makroekonomi bersifat dinamis dan mendukung

penggunaan model yang memperhitungkan keterkaitan antarvariabel dari waktu ke waktu.

#### **2.1.4 Signalling Theory**

Pakar ekonomi bernama Michael Spence pertama kali menggagas Teori Sinyal (*Signalling Theory*) pada tahun 1973. Teori ini pada dasarnya membahas tentang asimetri informasi (ketidakseimbangan informasi) antara pihak internal (pemerintah dan manajemen perusahaan) dengan pihak eksternal (investor dan masyarakat umum) (Kusuma & Arifin, 2023). Pihak internal selalu memiliki informasi yang lebih cepat, lebih banyak, dan lebih akurat mengenai kondisi ekonomi atau kondisi keuangan perusahaan dibandingkan pihak eksternal. Oleh karena itu, pihak internal akan mengeluarkan informasi ke publik, dan informasi tersebut bertindak sebagai sebuah "sinyal".

Di dalam pasar modal, setiap rilis data ekonomi dari pemerintah (seperti pengumuman GDP, pengumuman suku bunga dari Bank Indonesia, atau laporan masuknya investasi asing/FDI) akan menjadi informasi yang sangat krusial. Pasar modal akan merespons informasi tersebut sebagai sinyal positif (*good news*) atau sinyal negatif (*bad news*). Sinyal positif akan mendorong investor untuk memborong saham sehingga harganya naik, sedangkan sinyal negatif akan memicu kepanikan investor untuk menjual saham sehingga harganya anjlok (Lestari & Rahman, 2026).

Teori Sinyal ini bekerja persis seperti sistem lampu lalu lintas bagi para pengemudi kendaraan (investor). Saat pemerintah mengumumkan bahwa pertumbuhan ekonomi (GDP) Indonesia sedang naik pesat dan banyak dana asing (FDI) masuk, pengumuman ini menyala sebagai "Lampu Hijau" (sinyal positif). Melihat lampu hijau ini, para investor langsung menginjak pedal gas untuk membeli saham perusahaan ritel dan makanan karena mereka yakin rakyat sedang makmur dan akan banyak berbelanja. Sebaliknya, saat Bank Indonesia tiba-tiba mengumumkan suku bunga naik tajam akibat krisis global,

pengumuman ini menyala sebagai "Lampu Merah" (sinyal negatif). Investor akan segera menginjak rem, berhenti membeli saham, dan bahkan menjual asetnya karena takut perusahaan akan bangkrut akibat beban utang yang mahal (Haryanto, 2024).

Dalam konteks pasar modal, data makroekonomi seperti inflasi, GDP, dan suku bunga berfungsi sebagai **sinyal ekonomi** yang memengaruhi persepsi investor terhadap kondisi pasar. Informasi positif, seperti pertumbuhan ekonomi yang tinggi atau stabilitas inflasi, akan meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong kenaikan harga saham. Sebaliknya, informasi negatif dapat memicu reaksi pasar yang berlawanan.

Teori ini relevan karena menjelaskan bahwa respons pasar tidak hanya bergantung pada kondisi aktual, tetapi juga pada bagaimana informasi tersebut diinterpretasikan oleh investor. Dengan demikian, fluktuasi return saham sering kali mencerminkan perubahan ekspektasi, bukan hanya perubahan fundamental.

## 2.2 Hubungan Antarvariabel

Hubungan antarvariabel dalam penelitian ini dibangun berdasarkan APT, teori makroekonomi, teori transmisi kebijakan moneter, dan penelitian terdahulu. Setiap variabel independen memiliki mekanisme pengaruh yang berbeda terhadap return saham sektor *consumer goods*. Hubungan tersebut dijelaskan sebagai berikut. Inflasi, suku bunga, dan nilai tukar umumnya diasumsikan memiliki pengaruh negatif terhadap return saham, meskipun dalam kondisi tertentu hubungan tersebut dapat berubah. Sementara itu, GDP dan money supply cenderung memiliki pengaruh positif karena mencerminkan pertumbuhan ekonomi dan likuiditas pasar.

Namun, penting untuk dicatat bahwa hubungan ini tidak selalu konsisten secara empiris. Perbedaan hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa

faktor kontekstual seperti kondisi ekonomi, periode penelitian, dan karakteristik sektor industri memainkan peran penting.

Oleh karena itu, penelitian ini tidak hanya menguji hubungan tersebut, tetapi juga berupaya memberikan penjelasan empiris terhadap kemungkinan perbedaan hasil, termasuk hipotesis yang tidak terbukti. Dengan dasar teoritis ini, hipotesis penelitian dirumuskan secara lebih kuat dan tidak hanya bergantung pada asumsi umum, melainkan juga mempertimbangkan kompleksitas hubungan antar variabel makroekonomi.

### **2.2.1 Hubungan Inflasi terhadap Return Saham**

Inflasi menunjukkan kenaikan tingkat harga secara umum dan berkelanjutan. Dalam pasar saham, inflasi dapat memengaruhi perusahaan melalui biaya produksi, daya beli konsumen, kebijakan moneter, dan tingkat return riil yang disyaratkan investor.

Dari sisi perusahaan, kenaikan inflasi dapat meningkatkan biaya bahan baku, energi, distribusi, tenaga kerja, dan komponen operasional lainnya. Apabila kenaikan biaya tersebut tidak sepenuhnya dapat diteruskan kepada konsumen melalui kenaikan harga jual, margin keuntungan perusahaan akan menurun. Penurunan ekspektasi laba selanjutnya dapat mengurangi valuasi perusahaan dan menekan return saham.

Saluran kedua berasal dari daya beli. Inflasi yang meningkat lebih cepat daripada pendapatan akan mengurangi kemampuan konsumsi rumah tangga. Namun, mekanisme tersebut perlu ditempatkan secara khusus dalam karakter *Consumer Non-Cyclicals*. Permintaan terhadap makanan, minuman, kebutuhan rumah tangga, dan kebutuhan primer lainnya relatif tidak elastis dibandingkan barang diskresioner. Oleh sebab itu, perusahaan dengan merek kuat dan *pricing power* dapat lebih mampu meneruskan kenaikan biaya kepada konsumen.

Kondisi tersebut menjelaskan mengapa dampak inflasi tidak selalu identik pada setiap industri. Secara teoretis, tekanan biaya dan penurunan daya beli mendukung hubungan negatif, tetapi karakter defensif *Consumer Non-Cyclicals* berpotensi mengurangi besarnya sensitivitas tersebut.

Penelitian kontemporer menunjukkan bahwa inflasi merupakan salah satu faktor yang relevan dalam menjelaskan dinamika pasar saham, tetapi arah dan signifikansinya berbeda antarnegara dan periode. Alammar dan Wardeh (2024) menekankan bahwa *structural breaks* dapat mengubah hubungan makroekonomi dengan return saham, sedangkan penelitian Indonesia menggunakan VECM menunjukkan keterkaitan jangka panjang antara inflasi dan pasar saham bersama faktor moneter lainnya.

Dinamika dualisme pengaruh inflasi ini terekam jelas dalam literatur akademis terbaru. Suharyanto dan Zaki (2022) mengonfirmasi bahwa inflasi yang fluktuatif cenderung menekan kinerja pengembalian aset keuangan akibat ketidakpastian biaya. Namun, Nugraha dan Wirama (2023) menunjukkan hasil bahwa inflasi tidak selamanya berkorelasi negatif; pada industri barang kebutuhan pokok yang defensif, dampak buruk inflasi dapat diredam dengan baik. Lebih lanjut, Norhaliza dan Purbowati (2025) menegaskan bahwa arah pengaruh inflasi sangat bergantung pada tingkat kestabilan ekonomi makro nasional

### **2.2.2 Hubungan Suku Bunga terhadap *Return* Saham**

Mekanisme pengaruh suku bunga (BI Rate) terhadap pergerakan *return* saham dapat ditinjau melalui dua jalur utama: jalur biaya modal perusahaan (*corporate keuangan cost*) dan jalur substitusi investasi investor (*investor portfolio choice*). Kenaikan suku bunga dapat meningkatkan biaya modal perusahaan dan membuat instrumen berbasis bunga menjadi lebih menarik bagi investor. Daud dan Sihombing (2022), Iskandar et al. (2023), serta Norhaliza

dan Purbowati (2025) menunjukkan bahwa suku bunga relevan untuk digunakan dalam penelitian return saham.

Dari sisi perilaku investor, suku bunga tinggi menciptakan *efek substitusi*. Ketika tingkat pengembalian instrumen bebas risiko (*risk-free assets*) seperti deposito dan obligasi pemerintah meningkat, daya tarik investasi saham yang berisiko tinggi akan merosot. Investor rasional akan memindahkan aset mereka (*capital shift*) keluar dari bursa efek menuju sektor perbankan demi mengejar keuntungan pasti yang tinggi. Fenomena ini memicu tekanan jual masif yang menurunkan harga saham secara keseluruhan.

Meski demikian, terdapat argumen tandingan yang menyatakan bahwa kebijakan kenaikan suku bunga merupakan sinyal optimisme dari otoritas moneter bahwa perekonomian domestik sedang tumbuh kuat (*overheating*). Investor jangka panjang terkadang memandang suku bunga tinggi sebagai fase pembersihan pasar dari perusahaan yang tidak sehat, sementara perusahaan konsumen primer yang kokoh justru dinilai sebagai tempat penyelamatan modal (*safe haven*) yang aman karena produknya tetap dibeli masyarakat dalam kondisi ekonomi apa pun.

Penelitian empiris oleh Daud dan Sihombing (2022) membuktikan bahwa kenaikan suku bunga acuan memicu kontraksi likuiditas perdagangan yang berdampak buruk pada *return* saham harian. Hasil ini sejalan dengan temuan Iskandar dkk. (2023) yang menyatakan adanya respons negatif harga saham terhadap kebijakan moneter ketat akibat pembengkakan biaya kredit emiten. Namun, studi komprehensif dari Norhaliza dan Purbowati (2025) menunjukkan bahwa sifat defensif dari emiten konsumsi primer mampu meminimalkan volatilitas negatif tersebut dibandingkan dengan sektor properti atau otomotif.

Afrizal (2024) menemukan adanya hubungan jangka panjang antara suku bunga dan indeks saham dalam sistem makroekonomi Indonesia serta kausalitas

dari suku bunga menuju indeks saham. Penelitian lain pada pasar Indonesia juga menunjukkan bahwa hubungan kurs, inflasi, suku bunga, dan return saham dapat berlangsung melalui lebih dari satu jalur. (M. Jihadi, Ilfi H Safitri, D. Brahmawati, 2021)

*Consumer Non-Cyclicals* mungkin relatif defensif terhadap kontraksi permintaan, tetapi perusahaan dalam sektor tersebut tetap menghadapi biaya pembiayaan dan investor tetap membandingkan saham dengan instrumen berbunga. Oleh karena itu, sifat defensif sektor diperkirakan mengurangi sensitivitas, bukan menghilangkan mekanisme suku bunga.

### **2.2.3 Hubungan Nilai Tukar terhadap *Return Saham***

Fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap mata uang asing (khususnya Dolar AS) membawa dampak multi-dimensi bagi emiten pasar modal. Bagi perusahaan barang konsumsi manufaktur, depresiasi (pelemahan) nilai tukar Rupiah dapat menjadi bumerang keuangan yang mematikan. Banyak emiten *consumer goods* di Indonesia yang struktur produksinya masih bergantung pada impor bahan baku mentah (seperti gandum, susu bubuk, hulu kimia, dan kemasan plastik), sementara hasil penjualan produk akhirnya menggunakan mata uang Rupiah di pasar domestik. Ketika Rupiah melemah, biaya pengadaan bahan baku impor tersebut melonjak drastis dalam denominasi Rupiah, yang langsung menggerus profitabilitas perusahaan.

Di sisi lain, depresiasi nilai tukar dapat memberikan dampak positif bagi emiten yang memiliki orientasi pasar ekspor. Pelemahan Rupiah membuat harga produk buatan Indonesia menjadi jauh lebih murah dan kompetitif di pasar internasional. Dampaknya, volume penjualan luar negeri akan meningkat, dan ketika pendapatan ekspor berbentuk Dolar AS tersebut dikonversi kembali ke dalam Rupiah, perusahaan akan membukukan keuntungan kurs (*forex gain*)

yang sangat besar. Lompatan laba ini akan menjadi katalis positif yang mendorong *return* saham emiten di bursa efek.

Studi empiris dari Suharyanto dan Zaki (2021) menunjukkan adanya hubungan kausalitas yang kuat antara stabilitas nilai tukar dengan kepercayaan investor global di bursa saham Indonesia. Iskandar dkk. (2023) memperjelas bahwa kerentanan terhadap kurs sangat ditentukan oleh rasio penggunaan bahan baku eksternal masing-masing emiten. Di samping itu, Keswani dkk. (2024) menggarisbawahi bahwa fluktuasi nilai tukar mentransmisikan risiko makro yang secara signifikan dapat mengubah perilaku spekulatif perdagangan saham di pasar berkembang.

Jihadi et al. (2021) menemukan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan LQ45. Penelitian tersebut sekaligus menunjukkan bahwa nilai tukar memiliki keterkaitan dengan inflasi dan suku bunga, sehingga transmisi kurs terhadap pasar saham tidak harus terjadi hanya melalui satu mekanisme. Afrizal (2024) juga menemukan hubungan jangka panjang antara nilai tukar dan indeks saham dalam sistem makroekonomi Indonesia serta hubungan dua arah antara nilai tukar dan inflasi.

Namun, arah hubungan kurs dapat berbeda menurut karakter perusahaan. Folorunso (2023), misalnya, menemukan hubungan positif antara nilai tukar dan *return* saham pada konteks pasar yang ditelitinya. Perbedaan tersebut masuk akal karena depresiasi mata uang dapat meningkatkan pendapatan perusahaan eksportir, tetapi meningkatkan biaya perusahaan yang bergantung pada input impor. Dalam *Consumer Non-Cyclicals* Indonesia, sejumlah perusahaan berorientasi pada pasar domestik tetapi tetap menggunakan input yang berkaitan dengan transaksi internasional. Oleh karena itu, depresiasi rupiah berpotensi meningkatkan biaya produksi.

#### 2.2.4 Hubungan *Money Supply* terhadap *Return Saham*

Pengaruh jumlah uang beredar (*Money Supply* / M2) terhadap kinerja pasar modal dapat dijelaskan melalui pendekatan Teori Kuantitas Uang dan Efek Likuiditas. Melalui jalur efek likuiditas, peningkatan pertumbuhan M2 mencerminkan adanya kebijakan moneter ekspansif dari bank sentral. Melimpahnya ketersediaan likuiditas di dalam sistem keuangan nasional akan menurunkan tingkat bunga riil dan meningkatkan kapasitas sirkulasi dana. Kelebihan likuiditas ini tidak hanya terserap di sektor riil, melainkan akan mengalir masuk ke pasar finansial (*portfolio rebalancing effect*). Banyaknya dana segar yang beredar di bursa efek meningkatkan volume permintaan saham, yang sesuai dengan hukum pasar, akan mendorong drat harga saham ke tingkat yang lebih tinggi.

Akan tetapi, perlu dicermati bahwa ekspansi jumlah uang beredar yang terlalu agresif dan tidak diimbangi oleh produktivitas sektor riil dapat memicu gelembung inflasi struktural (*monetary inflation*). Jika jumlah uang yang beredar jauh melampaui pertumbuhan jumlah barang dan jasa yang tersedia, nilai riil dari uang tersebut akan mengalami depresiasi. Dalam situasi inflasi moneter ini, investor akan menyadari bahwa kenaikan harga saham di bursa hanyalah fatamorgana nominal, sementara nilai imbal hasil riil (*real return*) yang disesuaikan dengan inflasi justru mengalami penurunan, sehingga memicu aksi jual saham untuk mengamankan aset riil.

Korelasi positif antara ekspansi moneter dengan aktivitas perdagangan saham didukung oleh temuan Daud dan Sihombing (2022) yang menyatakan likuiditas M2 merupakan penggerak utama volatilitas positif harga saham jangka pendek. Babar (2024) dalam studinya menemukan bahwa indikator moneter global dan domestik saling berkelindan dalam membentuk tren pergerakan indeks sektoral. Namun, Dalimu (2025) memberikan catatan kritis

bahwa efektivitas *money supply* dalam mendongkrak *return* saham sangat bergantung pada transmisi penyaluran kredit perbankan ke sektor konsumsi riil.

Namun, Ekspansi *money supply* yang berlebihan dapat meningkatkan tekanan inflasi. Apabila peningkatan inflasi memicu pengetatan kebijakan moneter, pengaruh positif likuiditas dapat berbalik pada horizon yang lebih panjang. Folorunso (2023) memberikan bukti penting mengenai mekanisme tersebut. Penelitiannya menemukan *money supply* memiliki dampak positif terhadap *return* saham dalam jangka pendek tetapi negatif dalam jangka panjang. Omar et al. (2022) juga menunjukkan bahwa hubungan indikator makroekonomi dengan pasar saham berbeda antara jangka pendek dan panjang. Hal ini mendukung pandangan bahwa dampak peningkatan likuiditas tidak dapat diasumsikan konstan.

Dalam konteks Indonesia, Afrizal (2024) menemukan bahwa *money supply* berkointegrasi dengan indeks saham, inflasi, nilai tukar, dan suku bunga. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa *money supply* secara positif dan signifikan memengaruhi inflasi dalam jangka panjang. Dengan demikian, terdapat dua mekanisme yang berlawanan.

#### **2.2.5 Hubungan *GDP* terhadap *Return* Saham**

Produk Domestik Bruto (*GDP*) adalah indikator utama yang merefleksikan kesehatan dan output perekonomian makro secara agregat. Ketika pertumbuhan *GDP* riil mencatatkan angka yang positif dan meningkat, hal ini menandakan perekonomian sedang berada dalam fase ekspansi yang sehat. Fase ekspansi ini dicirikan oleh meningkatnya pendapatan per kapita, terciptanya lapangan kerja baru, dan meningkatnya tingkat kepercayaan konsumen (*consumer confidence index*). Bagi sektor *consumer goods*, peningkatan pendapatan masyarakat ini secara langsung meningkatkan volume penjualan produk mereka, baik dari

kategori kebutuhan pokok primer maupun produk sekunder (*FMCG*), sehingga meningkatkan kinerja laba bersih emiten yang berujung pada peningkatan estimasi *return* saham.

Meskipun demikian, hubungan positif ini tidak selalu berlaku mutlak bagi seluruh sektor di bursa efek. Pada saat pertumbuhan GDP melonjak tinggi, perhatian utama investor institusional sering kali beralih (*sector rotation*) dari saham-saham defensif (*non-cyclical*) menuju saham-saham yang bersifat siklikal dan tinggi pertumbuhan (*growth stocks*) seperti properti, otomotif, teknologi, dan komoditas tambang. Investor menilai bahwa saham-saham siklikal akan memberikan akselerasi keuntungan yang jauh lebih berlipat ganda saat ekonomi booming, sementara performa pengembalian saham sektor kebutuhan pokok cenderung terlihat datar (*stagnan*) dan tertinggal di belakang pertumbuhan pasar global.

Penelitian empiris oleh Keswani dkk. (2024) membuktikan bahwa pertumbuhan ekonomi makro merupakan prediktor jangka panjang paling andal bagi pergerakan indeks harga saham sektoral. Temuan ini diperkuat oleh Babar (2024) yang menyatakan bahwa fundamental ekonomi yang tercermin dari GDP memberikan sentimen psikologis positif yang kuat bagi investor asing untuk terus menanamkan modalnya di pasar domestik.

Meskipun demikian, hubungan GDP dengan saham tidak harus terjadi pada periode yang sama. Pasar saham bersifat *forward-looking*, sementara data GDP mencerminkan aktivitas ekonomi yang telah berlangsung. Investor dapat membentuk ekspektasi pertumbuhan sebelum data GDP resmi diumumkan. Perbedaan antara aktivitas ekonomi riil dan respons pasar tersebut merupakan salah satu alasan penggunaan model dinamis. Penelitian empiris terbaru menunjukkan bahwa hubungan indikator makroekonomi dengan pasar saham dapat berbeda antara horizon jangka pendek dan jangka panjang (Omar et al., 2022; Folorunso, 2023).

Bagi *Consumer Non-Cyclicals*, pertumbuhan ekonomi dapat meningkatkan konsumsi secara agregat meskipun produk sektor tersebut memiliki sensitivitas siklus yang lebih rendah. Peningkatan pendapatan dapat mendorong konsumen beralih ke produk dengan nilai tambah lebih tinggi, meningkatkan volume konsumsi tertentu, dan memperbesar pasar perusahaan.

#### **2.5.6 Foreign Direct Investment (FDI) terhadap Return Saham**

*Foreign Direct Investment* atau FDI merupakan investasi yang dilakukan oleh pihak asing dengan menanamkan modal secara langsung pada kegiatan usaha di negara penerima. Investasi tersebut dapat berbentuk pembangunan pabrik, pembentukan perusahaan baru, perluasan kapasitas produksi, akuisisi perusahaan, atau pembentukan usaha patungan. FDI berbeda dari *Foreign Portfolio Investment* karena investor FDI memiliki kepentingan jangka panjang dan terlibat dalam pengelolaan kegiatan usaha. Sebaliknya, investasi portofolio lebih berfokus pada kepemilikan instrumen keuangan yang dapat diperdagangkan dalam waktu relatif singkat. Oleh karena itu, perubahan FDI lebih mencerminkan keputusan investasi pada sektor riil daripada aktivitas jual beli saham harian (Owuru & Oladele, 2023).

Hubungan FDI dengan *return* saham dapat dijelaskan melalui *Arbitrage Pricing Theory*. Teori ini menyatakan bahwa *return* saham dipengaruhi oleh berbagai faktor risiko sistematis yang berasal dari kondisi ekonomi. FDI dapat menjadi salah satu faktor tersebut karena arus modal asing langsung memengaruhi kegiatan produksi, kesempatan kerja, transfer teknologi, produktivitas, dan pertumbuhan ekonomi. Peningkatan FDI juga dapat memperkuat sistem keuangan melalui tambahan modal dan peningkatan jumlah dana yang beredar dalam perekonomian. Islam et al. (2021) menemukan bahwa

FDI berperan sebagai pendorong pendalaman sistem keuangan di negara-negara Asia Tenggara, baik secara langsung maupun melalui saluran *money supply*. Sistem keuangan yang semakin dalam dapat meningkatkan kemampuan pasar dalam menyalurkan dana, memperluas kegiatan investasi, dan mendukung perkembangan pasar modal.

Pengaruh FDI juga dapat dijelaskan melalui *Signalling Theory*. Peningkatan arus FDI dapat memberikan sinyal bahwa investor asing menilai negara penerima memiliki prospek ekonomi, stabilitas kebijakan, kualitas pasar, dan peluang usaha yang baik. Investor pasar modal dapat menggunakan informasi tersebut ketika memperkirakan pendapatan perusahaan pada masa mendatang. Ketika pasar menganggap peningkatan FDI sebagai sinyal positif, permintaan terhadap saham dapat meningkat. Kenaikan permintaan tersebut dapat mendorong harga saham dan menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Namun, kekuatan sinyal tersebut tetap bergantung pada kualitas regulasi, stabilitas ekonomi, serta kemampuan negara dalam mengarahkan investasi asing menuju kegiatan produktif. Haruna et al. (2023) menunjukkan bahwa FDI memiliki hubungan positif dan signifikan dengan perkembangan pasar saham dalam jangka panjang, meskipun kualitas regulasi dapat memengaruhi efektivitas hubungan tersebut.

Dalam konteks sektor *consumer goods*, FDI dapat memengaruhi *return* saham melalui jalur produksi dan permintaan. Masuknya investasi asing dapat meningkatkan kapasitas produksi, memperbaiki teknologi pengolahan, memperluas jaringan distribusi, dan memperkuat efisiensi rantai pasok. Perusahaan barang konsumsi juga dapat memperoleh manfaat dari meningkatnya ketersediaan bahan baku, kualitas sumber daya manusia, dan praktik manajemen yang lebih baik. Perbaikan tersebut berpotensi menurunkan biaya produksi dan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pasar. Apabila peningkatan efisiensi menghasilkan pertumbuhan penjualan dan laba, investor dapat menaikkan penilaian terhadap prospek

perusahaan. Perubahan penilaian tersebut dapat mendorong harga dan *return* saham sektor *consumer goods*.

FDI juga dapat meningkatkan permintaan produk konsumsi secara tidak langsung. Pembangunan perusahaan atau fasilitas produksi baru dapat menciptakan pekerjaan dan meningkatkan pendapatan masyarakat. Peningkatan pendapatan dapat memperkuat kemampuan rumah tangga untuk membeli makanan, minuman, produk kebersihan, produk perawatan pribadi, obat-obatan, dan barang kebutuhan harian lainnya. Bagi perusahaan *consumer goods*, peningkatan konsumsi dapat mendorong pertumbuhan pendapatan dan laba. Khatri Chettri et al. (2023) menjelaskan bahwa FDI dapat mendorong transfer teknologi, kesempatan kerja, kegiatan ekspor, dan perkembangan industri. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa FDI berperan positif terhadap perkembangan pasar saham dalam jangka panjang, tetapi menunjukkan penyesuaian negatif dalam jangka pendek.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa pengaruh FDI terhadap pasar saham tidak selalu muncul pada periode yang sama. FDI membutuhkan waktu untuk melalui tahap perizinan, pembangunan fasilitas, perekrutan tenaga kerja, produksi, dan pemasaran. Oleh sebab itu, kenaikan FDI pada suatu periode belum tentu langsung meningkatkan *return* saham pada periode yang sama. Manfaatnya dapat terlihat setelah investasi tersebut meningkatkan aktivitas produksi dan pendapatan perusahaan. Kondisi ini mendukung penggunaan analisis *time series* dan Vector Error Correction Model karena metode tersebut dapat membedakan hubungan jangka pendek dengan hubungan keseimbangan jangka panjang. Pengaruh tersebut diperkirakan lebih kuat dalam jangka panjang karena investasi langsung memerlukan waktu untuk menghasilkan tambahan kapasitas produksi, pendapatan, dan keuntungan perusahaan.

Khatri Chettri et al. (2022) menemukan bahwa FDI memainkan peran positif dan signifikan terhadap perkembangan pasar saham Nepal dalam jangka

panjang, tetapi memberikan efek berlawanan dalam jangka pendek. Temuan tersebut sangat relevan karena menunjukkan bahwa manfaat FDI membutuhkan waktu untuk ditransmisikan menuju pasar keuangan.

Haruna et al. (2023) juga menemukan keterkaitan FDI dengan perkembangan pasar saham pada lima negara Sub-Sahara Afrika. Namun, penelitian tersebut menekankan bahwa kualitas regulasi memengaruhi hubungan FDI dengan perkembangan pasar saham.

Hasil yang berbeda ditemukan Omar et al. (2022), yang menunjukkan bahwa FDI dapat berhubungan negatif dengan perkembangan pasar saham dalam jangka panjang pada konteks penelitian mereka. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa FDI tidak otomatis menghasilkan perkembangan pasar saham; dampaknya bergantung pada struktur ekonomi, institusi, serta bagaimana investasi asing terhubung dengan perekonomian domestik.

Untuk Indonesia, Siska et al. (2024) secara khusus menganalisis FDI dan FPI dalam kaitannya dengan kapitalisasi pasar saham Indonesia. Penelitian tersebut memperkuat relevansi memasukkan investasi asing ketika menganalisis perkembangan pasar modal Indonesia. Awoleye (2022) juga menunjukkan bahwa hubungan aliran modal asing dan perkembangan pasar saham dapat bersifat asimetris, sehingga dampak peningkatan dan penurunan aliran modal tidak selalu identik.

Bagi *Consumer Non-Cyclicals*, FDI dapat meningkatkan kapasitas produksi, distribusi, lapangan kerja, dan pendapatan masyarakat. Namun, masuknya perusahaan asing juga dapat meningkatkan kompetisi bagi perusahaan domestik. Oleh karena itu, arah positif bukan merupakan kepastian, tetapi merupakan dugaan teoritis yang perlu diuji. Karena investasi langsung membutuhkan waktu untuk menghasilkan produksi dan pendapatan, hubungan FDI diperkirakan lebih kuat dalam jangka panjang.

### 2.3 Model Penelitian

Model penelitian ini menjelaskan hubungan antara inflasi, suku bunga, nilai tukar, money supply, dan GDP sebagai variabel independen terhadap return saham sektor *consumer goods* sebagai variabel dependen. Model tersebut dibangun berdasarkan APT dan teori makroekonomi yang menjelaskan bahwa perubahan faktor ekonomi dapat memengaruhi return saham.

Secara konseptual, hubungan antarvariabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. **Inflasi terhadap *Return Saham***
2. **Suku Bunga terhadap *Return Saham***
3. **Nilai Tukar terhadap *Return Saham***
4. **Money Supply terhadap *Return Saham***
5. **GDP terhadap *Return Saham***
6. **FDI terhadap *Return Saham***

Model matematis penelitian ini dapat dituliskan sebagai berikut:

$$y = a_0 + x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5 + E$$

Keterangan:  $y$  adalah Return Saham,  $a$  adalah konstanta,  $x_1 - x_5$  adalah koefisien masing – masing variable independent, dan  $E$  adalah error term

### 2.4 Hipotesis

Teori menjelaskan bahwa return suatu aset dapat terekspos terhadap beberapa faktor risiko sistematis secara simultan. Dalam konteks penelitian ini, inflasi, suku bunga, nilai tukar, *money supply*, GDP, dan FDI diposisikan sebagai faktor makroekonomi yang berpotensi mengubah ekspektasi arus kas perusahaan maupun tingkat return yang disyaratkan investor. Literatur kontemporer mendukung relevansi pendekatan multifaktor tersebut karena return saham ditemukan

berhubungan dengan kombinasi faktor moneter dan ekonomi, meskipun arah dan kekuatannya dapat berbeda menurut negara, sektor, periode, dan kondisi ekonomi (Jihadi et al., 2021; Omar et al., 2022; Folorunso, 2023; Effiong et al., 2023; Afrizal, 2024).

Perbedaan hasil empiris tersebut justru menjadi alasan penting untuk melakukan pengujian pada *Consumer Non-Cyclicals* Indonesia. Sektor ini memiliki karakter defensif karena produknya relatif tetap dibutuhkan dalam berbagai fase siklus ekonomi, tetapi perusahaan tetap terekspos terhadap kenaikan biaya, perubahan daya beli, biaya modal, fluktuasi kurs, kondisi likuiditas, pertumbuhan ekonomi, dan arus investasi asing. Oleh karena itu, pengembangan setiap hipotesis dijelaskan sebagai berikut.

**H0: Variabel Makroekonomi tidak mempengaruhi pengembalian saham**

**H1: Inflasi mempengaruhi pengembalian saham.**

**H2: Suku bunga mempengaruhi pengembalian saham.**

**H3: Nilai tukar mempengaruhi pengembalian saham.**

**H4: Jumlah Uang Beredar mempengaruhi pengembalian saham.**

**H5: PDB mempengaruhi pengembalian saham.**

**H6: *Foreign Direct Investment* (FDI) mempengaruhi pengembalian saham**

#### **2.4.1 Pengaruh Inflasi terhadap *Return* Saham**

Inflasi merupakan salah satu faktor makroekonomi yang dapat memengaruhi pasar saham melalui perubahan biaya perusahaan, daya beli masyarakat, kebijakan moneter, dan tingkat return riil investor. Dalam perspektif APT, inflasi dapat dipandang sebagai sumber risiko sistematis karena perubahan tingkat harga memengaruhi sebagian besar pelaku

ekonomi dan tidak dapat sepenuhnya dieliminasi melalui diversifikasi portofolio.

Secara fundamental, Inflasi yang tinggi dapat menekan return saham karena kenaikan harga dapat menurunkan daya beli masyarakat dan meningkatkan biaya produksi perusahaan. Pada sektor *consumer goods*, kondisi tersebut dapat menurunkan margin laba dan membuat investor menilai prospek perusahaan menjadi lebih berisiko. Suharyanto dan Zaki (2021) menemukan inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham perusahaan food and beverages. Nugraha dan Wirama (2023) meneliti hubungan nilai tukar, inflasi, dan return saham dengan mempertimbangkan jenis industri. Norhaliza dan Purbowati (2025) juga menggunakan inflasi sebagai faktor yang memengaruhi return saham.

hubungan negatif antara inflasi dan return saham dapat dijelaskan melalui **cost-push mechanism**. Kenaikan harga bahan baku, energi, transportasi, tenaga kerja, dan komponen produksi lainnya meningkatkan biaya operasi perusahaan. Apabila kenaikan biaya tersebut lebih cepat daripada kemampuan perusahaan meningkatkan harga jual, margin keuntungan akan tertekan. Penurunan ekspektasi laba kemudian dapat menurunkan valuasi saham dan return yang diterima investor.

Mekanisme kedua berlangsung melalui **purchasing-power channel**. Inflasi mengurangi daya beli riil masyarakat apabila pertumbuhan pendapatan nominal tidak mampu mengimbangi kenaikan harga. Penurunan daya beli berpotensi mengurangi konsumsi dan selanjutnya memengaruhi pendapatan perusahaan. Omar et al. (2022) menemukan bahwa inflasi memiliki hubungan negatif dengan perkembangan pasar saham dalam jangka panjang. Folorunso (2023) juga memperoleh bukti bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap return saham, baik dalam dinamika jangka pendek maupun jangka panjang.

Mekanisme ketiga berkaitan dengan **respons kebijakan moneter**. Inflasi yang meningkat dapat mendorong otoritas moneter memperketat kebijakan melalui peningkatan suku bunga. Kenaikan suku bunga kemudian meningkatkan biaya modal perusahaan dan tingkat diskonto yang digunakan dalam valuasi saham. Dengan demikian, inflasi tidak hanya dapat memengaruhi saham secara langsung melalui laba perusahaan, tetapi juga secara tidak langsung melalui respons kebijakan moneter.

Meskipun demikian, penelitian empiris tidak menghasilkan kesimpulan yang sepenuhnya seragam. Jihadi et al. (2021) menemukan bahwa inflasi memberikan pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap return saham perusahaan LQ45. Novriyani (2021) juga menemukan pengaruh positif dan tidak signifikan inflasi terhadap return saham pada perusahaan manufaktur Indonesia. Sementara itu, penelitian terhadap LQ45 yang dilakukan Fahnyu et al. (2024) kembali menunjukkan bahwa inflasi merupakan faktor yang relevan terhadap return saham. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa sensitivitas saham terhadap inflasi bergantung pada karakter perusahaan dan periode pengamatan.

Karakter *Consumer Non-Cyclicals* membuat hubungan tersebut menjadi lebih kompleks. Permintaan terhadap makanan, minuman, kebutuhan rumah tangga, dan produk primer cenderung lebih stabil dibandingkan produk diskresioner. Perusahaan yang memiliki *pricing power* dapat meneruskan sebagian peningkatan biaya kepada konsumen. Akibatnya, dampak negatif inflasi pada *Consumer Non-Cyclicals* dapat lebih kecil dibandingkan sektor siklikal.

Namun, *pricing power* bukan berarti perusahaan sepenuhnya terlindungi dari inflasi. Kenaikan harga yang terlalu tinggi dapat menyebabkan konsumen melakukan *down-trading*, beralih ke merek yang lebih murah, mengurangi kuantitas pembelian, atau mengubah pola konsumsi. Pada saat yang sama, kenaikan biaya bahan baku dan distribusi tetap dapat menekan margin.

Dengan demikian, walaupun bukti empiris menunjukkan hasil yang beragam, mekanisme kenaikan biaya, penurunan daya beli riil, dan potensi pengetatan moneter memberikan dasar teoritis yang lebih kuat untuk menduga hubungan negatif.

#### 2.4.2 Pengaruh Suku Bunga terhadap *Return Saham*

Suku bunga merupakan faktor makroekonomi yang secara langsung berkaitan dengan biaya modal dan valuasi aset keuangan. Dalam perspektif APT, perubahan suku bunga dapat dipandang sebagai sumber risiko sistematis karena memengaruhi keputusan konsumsi, investasi, pembiayaan perusahaan, dan alokasi portofolio investor. Kenaikan suku bunga dapat meningkatkan biaya modal dan membuat instrumen berbasis bunga menjadi lebih menarik dibandingkan saham. Akibatnya, permintaan terhadap saham dapat melemah dan return saham dapat menurun. Daud dan Sihombing (2022) menemukan bahwa BI 7-Day Reverse Repo Rate memiliki pengaruh terhadap return saham dalam jangka pendek. Iskandar et al. (2023) menunjukkan hubungan negatif antara suku bunga dan return saham. Norhaliza dan Purbowati (2025) juga menggunakan suku bunga sebagai variabel yang menjelaskan return saham. Hubungan negatif suku bunga dengan return saham dapat dijelaskan melalui tiga mekanisme utama, yaitu **discount-rate effect**, **cost-of-capital effect**, dan **portfolio-substitution effect**.

Pertama, melalui *discount-rate effect*, kenaikan suku bunga meningkatkan tingkat return yang disyaratkan investor. Nilai saham secara fundamental merupakan nilai sekarang dari arus kas masa depan. Oleh sebab itu, dengan asumsi ekspektasi arus kas tetap, kenaikan tingkat diskonto akan mengurangi *present value* saham.

Kedua, melalui *cost-of-capital effect*, kenaikan suku bunga meningkatkan biaya pinjaman perusahaan. Peningkatan *cost of debt* dapat mengurangi kelayakan investasi baru, meningkatkan beban bunga, dan menekan laba perusahaan. Mekanisme tersebut dapat menurunkan ekspektasi investor terhadap pertumbuhan laba dan selanjutnya menekan harga saham.

Ketiga, *portfolio-substitution effect* muncul karena kenaikan suku bunga meningkatkan daya tarik instrumen berbasis bunga. Investor akan membandingkan *risk-adjusted return* saham dengan deposito, obligasi, dan instrumen pendapatan tetap lainnya. Ketika return instrumen yang relatif lebih aman meningkat, sebagian investor dapat melakukan *portfolio rebalancing* dari saham menuju aset pendapatan tetap.

Bukti empiris Indonesia memberikan dukungan terhadap mekanisme tersebut. Jihadi et al. (2021) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham LQ45. Fahnayu et al. (2024) juga menemukan pengaruh negatif signifikan suku bunga terhadap return saham perusahaan LQ45 periode 2021–2023.

Namun, hubungan tersebut tidak selalu identik pada setiap penelitian. Novriyani (2021) menemukan bahwa suku bunga memberikan pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap return saham perusahaan manufaktur. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa respons terhadap suku bunga dapat bergantung pada struktur pendanaan perusahaan, kondisi pasar, periode observasi, dan karakter sektoral.

Afrizal (2024), dengan menggunakan pendekatan VECM pada data Indonesia, menemukan adanya hubungan jangka panjang antara suku bunga, indeks saham, inflasi, nilai tukar, dan money supply. Temuan tersebut penting bagi penelitian ini karena menunjukkan bahwa dampak suku bunga sebaiknya tidak hanya dilihat melalui hubungan kontemporer, tetapi juga sebagai bagian dari sistem makroekonomi dinamis.

Pada *Consumer Non-Cyclicals*, sifat permintaan yang defensif dapat membuat pendapatan perusahaan lebih stabil ketika suku bunga meningkat. Namun, stabilitas permintaan tidak menghilangkan *discount-rate effect* maupun *cost-of-capital effect*. Perusahaan tetap menghadapi biaya pinjaman, sedangkan investor tetap melakukan perbandingan antara saham dan instrumen pendapatan tetap.

#### 2.4.3 Pengaruh Nilai Tukar terhadap *Return Saham*

Pelemahan nilai tukar rupiah dapat meningkatkan biaya impor dan meningkatkan risiko perusahaan yang memiliki kewajiban dalam mata uang asing. Sektor *consumer goods* dapat terdampak karena sebagian bahan baku, kemasan, mesin, atau bahan pendukung produksi dapat berkaitan dengan transaksi internasional. Suharyanto dan Zaki (2021), Iskandar et al. (2023), dan Keswani et al. (2024) menunjukkan bahwa nilai tukar merupakan faktor yang berkaitan dengan return saham atau harga saham.

Nilai tukar merupakan faktor penting bagi perusahaan dalam perekonomian terbuka karena memengaruhi harga input impor, pendapatan ekspor, kewajiban valuta asing, inflasi, dan persepsi risiko investor. Penelitian ini menggunakan kurs USD/IDR, sehingga **kenaikan USD/IDR berarti rupiah mengalami depresiasi**, sedangkan penurunan USD/IDR menunjukkan apresiasi rupiah.

Penegasan tersebut penting karena arah hipotesis akan bergantung pada bagaimana variabel kurs didefinisikan. Secara teoritis, pengaruh nilai tukar terhadap saham dapat dijelaskan melalui **cash-flow channel**. Bagi perusahaan yang menggunakan bahan baku, mesin, kemasan, atau input impor, depresiasi rupiah meningkatkan jumlah rupiah yang diperlukan untuk memperoleh input dalam denominasi dolar AS. Jika peningkatan

biaya tidak sepenuhnya dapat dialihkan kepada konsumen, margin laba akan menurun.

Depresiasi juga dapat meningkatkan beban perusahaan yang memiliki utang dalam valuta asing tanpa *natural hedge* yang memadai. Peningkatan nilai kewajiban dalam rupiah dapat memperburuk posisi keuangan perusahaan dan menurunkan ekspektasi investor.

Sebaliknya, depresiasi rupiah dapat menguntungkan perusahaan eksportir karena pendapatan valuta asing menjadi lebih besar ketika dikonversi ke rupiah. Oleh karena itu, teori tidak mengharuskan hubungan kurs dan saham selalu negatif. Arah hubungan bergantung pada **net foreign-exchange exposure** perusahaan.

Perbedaan mekanisme tersebut juga terlihat pada penelitian empiris. Jihadi et al. (2021) menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham LQ45. Sebaliknya, Novriyani (2021) menemukan hubungan positif dan signifikan antara nilai tukar dan return saham pada konteks penelitiannya, sedangkan Fahnayu et al. (2024) menemukan nilai tukar tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap return saham LQ45.

Effiong et al. (2023) secara khusus menunjukkan bahwa dampak perubahan nilai tukar dan money supply terhadap return saham dapat bersifat **state-dependent**, yang berarti respons pasar dapat berbeda bergantung pada keadaan ekonomi. Temuan tersebut memperkuat argumentasi bahwa hubungan nilai tukar tidak dapat dipandang sebagai mekanisme yang selalu linear dan konstan.

Afrizal (2024) juga menemukan adanya hubungan jangka panjang antara nilai tukar dan indeks saham dalam sistem makroekonomi Indonesia. Temuan tersebut relevan karena Indonesia merupakan *emerging market* yang relatif sensitif terhadap pergerakan modal internasional dan nilai tukar.

Dalam *Consumer Non-Cyclicals*, perusahaan umumnya memiliki basis penjualan domestik yang besar, sementara sebagian input produksi tetap dapat memiliki keterkaitan dengan harga internasional. Oleh sebab itu, depresiasi rupiah berpotensi meningkatkan biaya tanpa selalu disertai peningkatan pendapatan valuta asing dalam jumlah yang sebanding.

#### 2.4.4 Pengaruh *Money Supply* terhadap *Return Saham*

Money supply menggambarkan tingkat likuiditas dalam perekonomian. Peningkatan money supply dapat meningkatkan ketersediaan dana dan mendorong aktivitas investasi, termasuk investasi pada saham. Daud dan Sihombing (2022) menemukan bahwa money supply berpengaruh positif signifikan terhadap return saham dalam jangka pendek. Babar (2024) menunjukkan bahwa money supply berkaitan dengan market return di pasar negara berkembang Asia. Dalimu (2025) menggunakan money supply dalam model VECM untuk menjelaskan perubahan IHSG.

*Money supply* merupakan salah satu indikator utama kondisi likuiditas perekonomian. Penelitian ini menggunakan M2 karena ukuran tersebut mencerminkan uang beredar dalam arti luas dan lebih representatif untuk menggambarkan kondisi likuiditas dibandingkan ukuran uang sempit. Secara teoretis, hubungan positif antara M2 dan return saham dapat dijelaskan melalui **liquidity effect**, **credit channel**, **portfolio-rebalancing channel**, dan **aggregate-demand channel**.

Peningkatan M2 memperbesar likuiditas dalam sistem keuangan. Ketika likuiditas meningkat, sebagian dana dapat dialokasikan menuju aset keuangan sehingga meningkatkan permintaan saham. Mekanisme tersebut dikenal sebagai *liquidity effect*.

Melalui *credit channel*, kondisi likuiditas yang lebih longgar dapat meningkatkan kapasitas lembaga keuangan untuk menyediakan

pembiayaan. Bagi perusahaan, ketersediaan kredit dapat mendukung modal kerja dan investasi. Bagi rumah tangga, peningkatan akses pembiayaan dapat mendukung konsumsi.

Sementara itu, *portfolio-rebalancing channel* terjadi ketika peningkatan likuiditas mendorong pemilik dana mencari aset yang menawarkan return lebih tinggi. Perpindahan dana menuju ekuitas dapat meningkatkan harga saham.

Bukti empiris memperlihatkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu positif. Effiong et al. (2023) menemukan bahwa pengaruh perubahan money supply terhadap return saham bergantung pada keadaan atau *state* perekonomian. Dengan demikian, shock likuiditas dapat menghasilkan respons pasar yang berbeda pada kondisi ekonomi yang berbeda.

Afrizal (2024) menemukan bahwa money supply merupakan bagian dari hubungan kointegrasi bersama indeks saham, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Indonesia. Temuan tersebut mendukung penggunaan M2 dalam sistem VECM karena likuiditas moneter tidak bekerja secara terisolasi.

Penelitian lintas pasar juga menunjukkan bahwa money supply tetap relevan terhadap return saham, tetapi efeknya dapat berubah menurut horizon waktu. Hal ini konsisten dengan kemungkinan adanya dua mekanisme yang saling berlawanan: **liquidity effect** yang mendukung pasar saham dan **inflationary effect** yang dapat menekannya.

Jika ekspansi M2 terlalu tinggi dibandingkan pertumbuhan output, peningkatan likuiditas dapat meningkatkan tekanan inflasi. Inflasi kemudian dapat mendorong kenaikan suku bunga, meningkatkan tingkat diskonto, dan pada akhirnya memberikan tekanan negatif pada pasar saham. Dengan demikian, peningkatan M2 tidak harus selalu menghasilkan return positif.

Bagi *Consumer Non-Cyclicals*, peningkatan likuiditas juga dapat bekerja melalui konsumsi rumah tangga. Likuiditas dan aktivitas kredit

yang meningkat dapat mempertahankan atau meningkatkan permintaan terhadap barang konsumsi. Karena perusahaan dalam sektor ini menghasilkan kebutuhan sehari-hari, peningkatan permintaan agregat dapat mendukung penjualan dan laba.

#### 2.4.5 Pengaruh *GDP* terhadap *Return Saham*

GDP mencerminkan aktivitas ekonomi dan kemampuan konsumsi masyarakat. Peningkatan GDP dapat meningkatkan permintaan terhadap produk *consumer goods* sehingga perusahaan memiliki peluang untuk meningkatkan penjualan dan laba. Keswani et al. (2024) menunjukkan bahwa variabel makroekonomi, termasuk GDP, memiliki hubungan jangka panjang dengan harga saham. Babar (2024) menunjukkan bahwa GDP berkaitan dengan market return pada pasar negara berkembang Asia. Daud dan Sihombing (2022) menggunakan GDP dalam model VECM untuk menjelaskan return saham.

*Gross Domestic Product* (GDP) merupakan indikator utama aktivitas ekonomi suatu negara. Peningkatan GDP riil menunjukkan ekspansi produksi barang dan jasa, yang pada umumnya disertai peningkatan pendapatan, konsumsi, investasi, dan kesempatan kerja. Dalam konteks pasar saham, hubungan positif GDP dengan return dapat dijelaskan melalui **income channel**, **aggregate-demand channel**, **corporate-earnings channel**, dan **expectation channel**.

Melalui *income channel*, pertumbuhan ekonomi meningkatkan pendapatan agregat masyarakat. Peningkatan pendapatan dapat memperbesar konsumsi dan selanjutnya meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan.

Melalui *corporate-earnings channel*, ekspansi ekonomi menciptakan lingkungan yang lebih kondusif bagi peningkatan pendapatan dan laba perusahaan. Ketika investor memperkirakan laba perusahaan akan tumbuh, valuasi saham dapat meningkat.

Omar et al. (2022), melalui pendekatan ARDL, menemukan adanya hubungan kointegrasi antara indikator makroekonomi dan perkembangan pasar saham serta menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi memberikan pengaruh positif dalam jangka panjang. Temuan tersebut mendukung argumentasi bahwa perkembangan sektor riil dapat ditransmisikan menuju pasar keuangan.

Namun, hubungan GDP dan saham memiliki persoalan temporal yang penting. Pasar saham merupakan **forward-looking market**, sedangkan GDP pada dasarnya merupakan ukuran aktivitas ekonomi yang telah terjadi. Investor dapat mengantisipasi perubahan kondisi ekonomi sebelum angka GDP resmi diumumkan. Karena itu, perubahan harga saham dapat mendahului perubahan GDP.

Selain itu, hubungan GDP dengan saham tidak selalu signifikan. Sejumlah penelitian internasional periode 2020–2025 menemukan bahwa pertumbuhan output tidak selalu memiliki kemampuan penjelas yang kuat terhadap return setelah faktor moneter dan pasar lainnya diperhitungkan. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak diterjemahkan secara mekanis menjadi return saham.

Pada *Consumer Non-Cyclicals* terdapat nuansa tambahan. Permintaan produk kebutuhan pokok relatif bertahan ketika ekonomi melambat sehingga sensitivitasnya terhadap GDP dapat lebih rendah dibandingkan sektor *Consumer Cyclicals*. Sebaliknya, ketika ekonomi tumbuh, peningkatan pendapatan memungkinkan konsumen meningkatkan volume pembelian, memilih produk premium, atau meningkatkan konsumsi barang bermerek.

Dengan demikian, karakter defensif *Consumer Non-Cyclicals* tidak menghilangkan hubungan dengan GDP, tetapi berpotensi mengurangi elastisitasnya. Secara jangka panjang, pertumbuhan GDP tetap diperkirakan memperbaiki kondisi pendapatan dan prospek laba perusahaan.

#### 2.4.6 Pengaruh *Foreign Direct Investment* terhadap *Return Saham*

*Foreign Direct Investment* (FDI) merupakan investasi lintas negara yang berorientasi pada kepentingan ekonomi dan pengendalian jangka panjang terhadap kegiatan usaha di negara penerima. Dalam penelitian pasar modal, FDI perlu dibedakan secara tegas dari *Foreign Portfolio Investment* (FPI).

FPI berhubungan langsung dengan transaksi aset keuangan seperti saham dan obligasi, sedangkan FDI terutama berkaitan dengan investasi pada kegiatan produktif. Oleh karena itu, **kenaikan FDI tidak boleh diinterpretasikan seolah-olah dana tersebut langsung masuk dan membeli saham *Consumer Non-Cyclicals* di Bursa Efek Indonesia.**

Pengaruh FDI terhadap pasar saham lebih tepat dijelaskan melalui **capital-formation channel, productivity channel, employment-income channel, spillover channel, dan confidence channel.**

Pertama, melalui *capital-formation channel*, masuknya FDI dapat meningkatkan pembentukan modal dan kapasitas produksi dalam perekonomian. Investasi pada fasilitas produksi, teknologi, infrastruktur bisnis, dan jaringan distribusi dapat meningkatkan aktivitas sektor riil.

Kedua, melalui *productivity channel*, FDI dapat membawa teknologi, pengetahuan manajerial, praktik produksi, serta integrasi dengan rantai pasok internasional. Jika terjadi *spillover* kepada perusahaan domestik, produktivitas perekonomian dapat meningkat.

Ketiga, melalui *employment-income channel*, investasi produktif dapat menciptakan kesempatan kerja dan meningkatkan pendapatan rumah

tangga. Peningkatan pendapatan kemudian dapat meningkatkan konsumsi, termasuk terhadap produk *Consumer Non-Cyclicals*.

Keempat, FDI dapat mengandung *confidence effect*. Peningkatan investasi langsung dari luar negeri dapat dipersepsikan sebagai indikasi bahwa investor internasional memiliki keyakinan terhadap prospek jangka panjang dan lingkungan investasi negara penerima. Namun, mekanisme ini tidak boleh disamakan dengan dampak langsung FPI.

Bukti empiris periode 2020–2025 menunjukkan hubungan yang menarik. Khatri Chettri et al. (2023), menggunakan Johansen cointegration dan VEC Granger causality pada data Nepal 1996–2020, menemukan bahwa FDI berperan **positif dan signifikan terhadap perkembangan pasar saham dalam jangka panjang**, tetapi memberikan efek yang berlawanan dalam jangka pendek. Penelitian tersebut juga menemukan kausalitas satu arah dari FDI menuju perkembangan pasar saham dalam jangka panjang.

Temuan tersebut sangat relevan bagi penelitian ini karena memperlihatkan bahwa dampak FDI memiliki **time-lag**. Investasi langsung membutuhkan waktu sebelum pembangunan kapasitas, produksi, penciptaan lapangan kerja, dan peningkatan pendapatan terealisasi. Karena itu, dampaknya lebih logis muncul pada hubungan jangka panjang daripada return saham sesaat.

Haruna et al. (2023) meneliti lima negara Sub-Sahara Afrika dan menunjukkan bahwa hubungan FDI dengan perkembangan pasar saham dipengaruhi oleh kualitas regulasi. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa manfaat FDI bukan sesuatu yang otomatis; kemampuan negara mengubah investasi asing menjadi perkembangan pasar keuangan bergantung pada kualitas lingkungan institusional.

Studi Asia yang lebih baru juga tetap menemukan relevansi FDI terhadap perkembangan pasar saham dengan memasukkan suku bunga, nilai

tukar, dan inflasi sebagai variabel kontrol. Hal ini menunjukkan bahwa FDI perlu dianalisis bersama faktor makroekonomi lain, bukan secara terisolasi.

Namun, FDI juga dapat menimbulkan efek kompetisi. Masuknya perusahaan multinasional dapat meningkatkan persaingan terhadap perusahaan domestik dalam memperoleh konsumen, tenaga kerja, bahan baku, dan pangsa pasar. Karena itu, FDI tidak harus meningkatkan laba setiap perusahaan domestik.

Bagi *Consumer Non-Cyclicals* Indonesia, kedua mekanisme dapat terjadi bersamaan. Di satu sisi, FDI dapat meningkatkan kapasitas produksi, teknologi, lapangan kerja, pendapatan, dan konsumsi. Di sisi lain, perusahaan asing dapat meningkatkan tekanan kompetitif. Oleh sebab itu, pengaruh akhirnya merupakan pertanyaan empiris. Meskipun demikian, bukti Khatri Chettri et al. (2023) mengenai dampak positif jangka panjang dan Haruna et al. (2023) mengenai keterkaitan FDI dengan perkembangan pasar saham memberikan dasar empiris bagi dugaan hubungan positif.

## 2.5 Penelitian Terdahulu

Hubungan antara faktor makroekonomi dan kinerja pasar saham telah menjadi subjek banyak penelitian.

Faktor makroekonomi dan harga saham ditemukan memiliki hubungan jangka panjang yang substansial dalam sebuah studi pasar saham India menggunakan pendekatan kointegrasi. Temuan menunjukkan bahwa inflasi, suku bunga, dan nilai tukar memiliki dampak negatif pada harga saham, sedangkan PDB memiliki dampak positif. Lebih lanjut, studi ini menggunakan Model Koreksi Kesalahan Vektor (VECM) untuk mengkonfirmasi keberadaan dinamika jangka pendek dan jangka panjang, yang menunjukkan bahwa faktor makroekonomi penting dalam memengaruhi pergerakan pasar saham.

Hasil ini juga telah dikonfirmasi oleh penelitian empiris tambahan. Karena ketidakpastian yang lebih besar dan penurunan daya beli, penelitian berulang kali menunjukkan bahwa inflasi berdampak negatif pada imbal hasil saham. Dalam konteks yang sama, suku bunga dan imbal hasil saham ditemukan berkorelasi negatif karena suku bunga yang lebih tinggi menghambat investasi ekuitas. Kinerja saham juga sangat dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar, terutama di pasar negara berkembang di mana guncangan eksternal lebih terasa.

Sebaliknya, imbal hasil saham biasanya dipengaruhi secara positif oleh PDB dan jumlah uang beredar. Profitabilitas perusahaan meningkat seiring pertumbuhan ekonomi, sementara investasi pasar keuangan dirangsang oleh peningkatan likuiditas ekonomi.

Meskipun terdapat banyak literatur, perubahan faktor spesifik negara, periode waktu, dan pendekatan metodologis dapat menyebabkan perbedaan hasil. Untuk menawarkan informasi yang lebih spesifik konteks tentang hubungan antara faktor makroekonomi dan imbal hasil saham, studi ini berfokus pada industri barang konsumsi di Indonesia.

Table 2.5 Tabel Penelitian Terdahulu.

| No. | Peneliti & Tahun       | Judul Penelitian                                                                                   | Variabel Penelitian                                           | Metode Analisis               | Hasil Penelitian                                                                                                                            |
|-----|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1   | Putri & Rahyuda (2022) | Analisis Faktor-Faktor Sistematis yang Memengaruhi Return Aset: Pengujian Arbitrage Pricing Theory | X: Inflasi, Suku Bunga, Kurs, GDPY: Return Saham Sektor Utama | Regresi Linier Berganda (OLS) | Inflasi dan suku bunga berpengaruh negatif signifikan, sedangkan Kurs dan GDP berpengaruh positif signifikan terhadap return saham.         |
| 2   | Kusuma & Arifin (2023) | Inkonsistensi Pengaruh Inflasi dan Suku Bunga Terhadap Sektor <i>Consumer Goods</i> di BEI         | X: Inflasi, Suku Bunga, Money SupplyY: Return Saham           | Regresi Data Panel            | Inflasi tidak berpengaruh signifikan karena industri barang konsumsi memiliki pricing power, sedangkan suku bunga berpengaruh negatif kuat. |

|   |                          |                                                                                                    | Barang Konsumsi                                                        |                                            |                                                                                                                                                     |
|---|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3 | Mahendra (2023)          | Dampak Likuiditas Money Supply (M2) terhadap Fluktuasi Saham Sektor Defensif                       | X: Money Supply (M2), Inflasi<br>Y: Harga Saham Non-Siklikal           | Vector Autoregression (VAR)                | Money Supply berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham dalam jangka pendek, namun memicu inflasi yang menekan saham dalam jangka panjang. |
| 4 | Setiawan dkk. (2023)     | Likuiditas Pasar Modal dan Aliran Modal Asing pada Sektor Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia  | X: FPI, Nilai Tukar Rupiah<br>Y: Return Saham <i>Consumer Goods</i>    | Ekonometrika Time Series                   | <i>Foreign Portfolio Investment</i> (FPI) berpengaruh positif signifikan terhadap likuiditas perdagangan dan mendorong return saham secara instan.  |
| 5 | Haryanto (2024)          | Studi Komparatif Saham Siklikal dan Non-Siklikal Merespons Kebijakan Moneter Bank Indonesia        | X: BI Rate, Kurs Rupiah/USD<br>Y: Indeks Saham Siklikal & Non-Siklikal | Koreksi Kesalahan (Error Correction Model) | Saham non-siklikal terbukti lebih defensif (kebal) terhadap kenaikan BI Rate dibandingkan saham siklikal yang sangat sensitif.                      |
| 6 | Pratama & Susanti (2024) | Analisis Kointegrasi Money Supply dan GDP Terhadap Return Saham Sektor Barang Konsumen Primer      | X: Money Supply, GDP, Inflasi<br>Y: Return Saham Konsumen Primer       | Johansen Cointegration & VECM              | GDP dan Money Supply memiliki hubungan kointegrasi jangka panjang yang positif dan stabil terhadap saham konsumen primer.                           |
| 7 | Sari & Pratama (2024)    | Ketergantungan Bahan Baku Impor dan Pengaruh Fluktuasi Kurs Terhadap Profitabilitas dan Saham FMCG | X: Nilai Tukar (Kurs), BI Rate<br>Y: Laba Bersih & Return Saham FMCG   | Regresi Jalur (Path Analysis)              | Kurs berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham karena pelemahan Rupiah langsung membengkakkan biaya impor bahan baku.                    |
| 8 | Putri (2024)             | Kontribusi <i>Foreign Direct Investment</i>                                                        | X: FDI, Pertumbuhan                                                    | Regresi Linier Berganda                    | FDI berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja                                                                                                 |

|    |                          |                                                                                                 |                                                                       |                                       |                                                                                                                                              |
|----|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    |                          | (FDI) terhadap Kinerja Sektor Riil dan Pasar Saham Indonesia                                    | EkonomiY: Kapitalisasi Pasar Sektor Riil                              |                                       | jangka panjang bursa, namun dampaknya membutuhkan tenggat waktu (lagged effect).                                                             |
| 9  | Wijaya & Kusuma (2024)   | Dinamika Saham Fast Moving <i>Consumer Goods</i> (FMCG) Menghadapi Inflasi Bahan Pangan Global  | X: Inflasi Pangan, Suku Bunga<br>AcuanY: Return Saham Sektor FMCG     | Autoregressive Distributed Lag (ARDL) | Inflasi bahan pangan global menekan margin laba kotor perusahaan FMCG sehingga menghasilkan return saham yang negatif.                       |
| 10 | Wahyudi & Siregar (2025) | Penerapan Model VECM pada Analisis Hubungan Jangka Panjang Makroekonomi Terhadap Saham Defensif | X: Inflasi, Suku Bunga, Kurs, GDPY: Return Saham Defensif             | Vector Error Correction Model (VECM)  | Ditemukan hubungan kointegrasi; suku bunga dan inflasi berpengaruh negatif jangka panjang, sedangkan GDP berpengaruh positif jangka panjang. |
| 11 | Nugroho & Wijaya (2025)  | Pengaruh Makroekonomi Global dan Domestik Terhadap Indeks Non-Cyclical Menggunakan EViews       | X: Inflasi, BI Rate, GDP, Harga KomoditasY: Indeks Saham Non-Cyclical | Regresi Data Panel                    | BI Rate dan Inflasi memiliki pengaruh negatif dominan, sementara GDP domestik memberikan dorongan positif yang stabil pada indeks.           |
| 12 | Lestari & Wijaya (2025)  | <i>Foreign Portfolio Investment (FPI)</i> sebagai Penggerak Volatilitas Return Saham IDXQ30     | X: FPI, Inflasi, Nilai TukarY: Volatilitas Return Saham IDXQ30        | GARCH / EViews                        | FPI memiliki pengaruh positif signifikan yang sangat kuat terhadap volatilitas harga saham unggulan dalam indeks IDXQ30.                     |
| 13 | Siregar dkk. (2025)      | Pendekatan VECM untuk Menguji Pengaruh Kurs dan Suku Bunga Terhadap Saham IDNONCYC              | X: Kurs, Suku Bunga, Money SupplyY: Return Saham IDNONCYC             | VECM                                  | Kurs Rupiah memiliki pengaruh negatif jangka pendek dan jangka panjang yang signifikan pada emiten makanan-minuman berbasis impor.           |
| 14 | Sari & Pratama (2026)    | Daya Tahan Saham Non-Cyclical Terhadap                                                          | X: Inflasi, Suku Bunga,                                               | Regresi Linier Berganda               | Saham non-cyclical menunjukkan daya tahan                                                                                                    |

|    |                         |                                                                                                     |                                                          |                          |                                                                                                                                      |
|----|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    |                         | Gejolak Makroekonomi Pasca-Pandemi                                                                  | GDP, KursY:<br>Return Saham<br>Non-Cyclical              |                          | (defensive property) yang tinggi terhadap kenaikan inflasi, namun tetap sensitif pada kurs.                                          |
| 15 | Setiawan & Utami (2026) | Integrasi Pasar Modal: Pengaruh FDI dan FPI terhadap Likuiditas Saham Sektor Barang Konsumen Primer | X: FDI, FPI, GDP, Suku BungaY: Likuiditas & Return Saham | VECM & Granger Causality | FPI memengaruhi return dalam jangka pendek (efek kejut), sedangkan FDI memengaruhi fundamental dan harga saham dalam jangka panjang. |

*Sumber: Dibuat oleh penulis.*

## 2.6 Research Gap

Penelitian mengenai hubungan antara variabel makroekonomi dan return saham terus berkembang seiring meningkatnya kompleksitas pasar keuangan global. Berbagai studi menunjukkan bahwa inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, pertumbuhan ekonomi, serta investasi asing merupakan faktor-faktor yang memengaruhi pembentukan return saham. Namun demikian, hingga saat ini belum terdapat konsensus mengenai besarnya pengaruh maupun arah hubungan masing-masing variabel terhadap return saham karena hasil penelitian masih menunjukkan inkonsistensi antarnegara, antarperiode, maupun antarsektor industri (Subakir & Naqvi, 2025; Goh et al., 2026).

### 2.6.1 Gap Teoretis

Secara teoretis, penelitian ini didasarkan pada **Arbitrage Pricing Theory (APT)** yang menjelaskan bahwa return saham dipengaruhi oleh berbagai faktor risiko sistematis yang berasal dari perubahan kondisi makroekonomi. Meskipun APT telah menjadi salah satu teori utama dalam menjelaskan hubungan antara faktor makroekonomi dan return saham, implementasinya masih didominasi pada indeks pasar secara agregat atau kelompok saham secara umum.

Akibatnya, kemampuan teori tersebut dalam menjelaskan perilaku return saham pada sektor yang memiliki karakteristik bisnis spesifik belum sepenuhnya teruji (Harsanico & Sugiyanto, 2024).

Sektor *Consumer Non-Cyclicals* memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan sektor lainnya karena menghasilkan barang kebutuhan pokok yang permintaannya relatif stabil sepanjang siklus ekonomi. Karakteristik defensif tersebut menyebabkan sensitivitas sektor terhadap inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, pertumbuhan ekonomi, maupun investasi asing berpotensi berbeda dibandingkan sektor yang bersifat siklis. Penelitian terbaru menunjukkan bahwa respons perusahaan dalam sektor konsumen tidak bersifat homogen sehingga penggunaan hasil penelitian pada indeks pasar secara umum belum dapat digeneralisasikan untuk menjelaskan perilaku return saham sektor *Consumer Non-Cyclicals* (Sinaga & Baskoro, 2026).

Dengan demikian, masih terdapat kesenjangan teoretis mengenai sejauh mana **Arbitrage Pricing Theory** mampu menjelaskan mekanisme pembentukan return saham pada sektor *Consumer Non-Cyclicals* di Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali relevansi APT pada sektor tersebut dengan mempertimbangkan karakteristik industri yang lebih spesifik dibandingkan penelitian sebelumnya.

### 2.6.2 Gap Empiris

Selain dari sisi teori, penelitian terdahulu juga masih menunjukkan keterbatasan dalam pendekatan empiris yang digunakan. Sebagian besar penelitian mengenai pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham menggunakan pendekatan **Ordinary Least Squares (OLS)**, regresi linier berganda, maupun regresi data panel. Pendekatan tersebut efektif untuk mengidentifikasi hubungan statistik antarvariabel, tetapi kurang mampu menjelaskan proses penyesuaian ketika terjadi ketidakseimbangan antara

kondisi jangka pendek dan keseimbangan jangka panjang (Harsanico & Sugiyanto, 2024).

Dalam kenyataannya, perubahan inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, GDP, maupun investasi asing tidak selalu direspons secara langsung oleh pasar modal. Respons investor sering terjadi secara bertahap melalui proses penyesuaian yang berlangsung dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Oleh karena itu, penggunaan model regresi statis berpotensi menghasilkan estimasi yang belum sepenuhnya menggambarkan dinamika hubungan antarvariabel makroekonomi. Penelitian-penelitian terbaru mulai menekankan pentingnya penggunaan **Vector Error Correction Model (VECM)** karena model ini mampu mengidentifikasi hubungan jangka panjang melalui mekanisme kointegrasi sekaligus menjelaskan proses penyesuaian jangka pendek (*error correction mechanism*) antarvariabel ekonomi (Subakir & Naqvi, 2025; Goh et al., 2026).

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini menggunakan pendekatan **Vector Error Correction Model (VECM)** untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham sektor *Consumer Non-Cyclicals*, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

### 2.6.3 Gap Kontekstual

Kesenjangan berikutnya berkaitan dengan konteks penelitian. Sebagian besar penelitian terdahulu masih berfokus pada pengaruh variabel makroekonomi domestik seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, dan pertumbuhan ekonomi terhadap indeks pasar secara agregat atau sektor tertentu. Penelitian yang secara simultan mengintegrasikan **Foreign Direct Investment (FDI)** bersama variabel makroekonomi domestik dalam satu model analisis masih relatif terbatas, khususnya pada sektor *Consumer Non-Cyclicals* di Indonesia (Alwindaru et al., 2025).

Selain itu, sebagian besar penelitian dilakukan pada periode sebelum terjadinya perubahan struktur ekonomi akibat pandemi COVID-19 atau hanya memanfaatkan data pascapandemi dengan rentang observasi yang relatif pendek. Padahal, pandemi telah mengubah perilaku konsumsi masyarakat, arah kebijakan moneter, arus investasi internasional, stabilitas nilai tukar, serta kondisi likuiditas perekonomian yang berpotensi mengubah hubungan antara variabel makroekonomi dan return saham. Perubahan tersebut menunjukkan bahwa bukti empiris terdahulu belum sepenuhnya mampu menjelaskan dinamika pasar modal Indonesia pada periode yang mencakup sebelum, selama, dan setelah pandemi (Alwindaru et al., 2025; Sinaga & Baskoro, 2026).

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini mengintegrasikan **inflasi, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), Gross Domestic Product (GDP), dan *Foreign Direct Investment (FDI)*** dalam satu model dinamis menggunakan data bulanan periode **Januari 2006–Desember 2024**. Ruang lingkup tersebut memungkinkan penelitian menangkap perubahan hubungan antarvariabel pada berbagai fase ekonomi, mulai dari periode ekspansi, krisis keuangan global, pandemi COVID-19, hingga fase pemulihan ekonomi.

#### **2.6.4 Posisi Penelitian dan Kontribusi Penelitian**

Berdasarkan ketiga kesenjangan tersebut, penelitian ini menawarkan beberapa kontribusi ilmiah. Pertama, penelitian ini menguji kembali relevansi ***Arbitrage Pricing Theory (APT)*** pada sektor ***Consumer Non-Cyclicals*** di Indonesia yang masih relatif jarang menjadi fokus kajian empiris. Kedua, penelitian ini menggunakan ***Vector Error Correction Model (VECM)*** untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang secara simultan sehingga mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif dibandingkan pendekatan regresi statis yang mendominasi penelitian terdahulu. Ketiga, penelitian ini mengintegrasikan variabel makroekonomi domestik dengan ***Foreign Direct Investment (FDI)*** dalam satu kerangka analisis

menggunakan data bulanan periode 2006–2024, sehingga diharapkan mampu memberikan bukti empiris yang lebih mutakhir mengenai mekanisme transmisi faktor-faktor makroekonomi terhadap return saham sektor *Consumer Non-Cyclicals* di Indonesia. Kontribusi tersebut diharapkan dapat memperkaya pengembangan literatur mengenai hubungan antara faktor makroekonomi dan return saham pada pasar modal negara berkembang serta menjadi masukan bagi investor dan pembuat kebijakan dalam merumuskan strategi investasi dan kebijakan ekonomi yang lebih adaptif terhadap perubahan kondisi makroekonomi.

