



**ANALISIS PENGARUH MAKROEKONOMI  
TERHADAP IMBAL HASIL SAHAM PERUSAHAAN  
*FOOD AND BEVERAGE* SEBELUM DAN SELAMA  
PANDEMI COVID-19 DENGAN PENDEKATAN  
*ARBITRAGE PRICING THEORY***



**TESIS**

**ALIFIA DAARIY**

UNIVERSITAS

**55120120101**  
MERCU BUANA

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS MERCU BUANA  
2023**



**ANALISIS PENGARUH MAKROEKONOMI  
TERHADAP IMBAL HASIL SAHAM PERUSAHAAN  
*FOOD AND BEVERAGE* SEBELUM DAN SELAMA  
PANDEMI COVID-19 DENGAN PENDEKATAN  
*ARBITRAGE PRICING THEORY***

**TESIS**

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan  
Program Studi Magister Manajemen

UNIVERSITAS  
**ALIFIA DAARIY**  
MERCU BUANA

**55120120101**

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS MERCU BUANA  
2023**

## ABSTRACT

We examine the efficiency and efficacy of the Arbitrage Pricing Theory (APT) model in explaining stock returns in the food and beverage industry before and during the pandemic. To that end, we analyze the effect of macroeconomic variables on stock returns. In this paper, we use unexpected changes in economic growth, inflation, interest rate, exchange rate, and crude oil price as generating factors and find that these factors have come to explain stock returns movement. Using the generalized least square (GLS) technique, we study stocks from 19 firms listed in Indonesia Stock Exchange over sixteen months from 2018 to 2021. While most significant relations are negative, some are significantly positive. The significant associations suggest that the theory is supported in that estimated expected returns depend on selected generating factors. The result also shows that investors are rational because they consider these factors as systematic risks influencing their profit. Furthermore, we find that there is a difference in stock returns before and during the pandemic, with the average being greater during the pandemic. We assume that this is due to investors' choice to accept more economic uncertainty in exchange for potentially higher returns.

Keywords: macroeconomic, arbitrage pricing theory, systematic risk, unexpected changes in macroeconomics, stock return, pandemic



## ABSTRAK

Studi ini menguji efisiensi dan kemampuan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dalam menjelaskan pengembalian saham subsektor *food and beverage*. Untuk itu, penulis menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap imbal hasil saham. Penulis menggunakan perubahan tak terduga dalam pertumbuhan ekonomi, inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan harga minyak mentah sebagai faktor variabel independen dan menemukan bahwa faktor-faktor ini dapat menjelaskan pergerakan imbal hasil saham. Dengan menggunakan teknik *generalized least square* (GLS), peneliti mempelajari saham dari 19 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama enam belas bulan dari tahun 2018 hingga 2021. Semua variabel tercatat berpengaruh signifikan sehingga membuktikan bahwa model APT dengan sejumlah faktor penyusunnya dapat menjelaskan imbal hasil ekspektasi saham *food and beverage*. Hasil studi juga menunjukkan bahwa investor rasional mempertimbangkan faktor-faktor tersebut sebagai risiko sistematis yang mempengaruhi pendapatan mereka. Selain itu, penulis menemukan adanya perbedaan imbal hasil saham sebelum dan selama pandemi, dengan rata-rata *return* selama pandemi lebih besar. Penulis berasumsi bahwa hal ini disebabkan oleh pilihan investor untuk menanamkan modalnya pada aset berisiko dengan harapan memperoleh keuntungan yang lebih besar.

Kata kunci: makroekonomi, *arbitrage pricing theory*, perubahan tidak terduga, *return* saham, pandemi



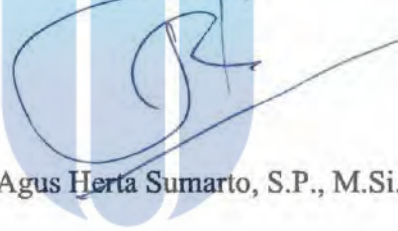
UNIVERSITAS  
MERCU BUANA

## LEMBAR PENGESAHAN

Judul : Analisis Pengaruh Makroekonomi terhadap Imbal Hasil Saham Perusahaan *Food and Beverage* Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19 dengan Pendekatan *Arbitrage Pricing Theory*  
Bentuk Tesis : Penelitian  
Nama : Alifia Daariy  
NIM : 55120120101  
Program : Magister Manajemen  
Tanggal : 15 Februari 2023

Mengesahkan

Pembimbing



(Dr. Agus Herta Sumarto, S.P., M.Si.)

UNIVERSITAS

MERCU BUANA

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Ketua Program Studi Magister Manajemen



(Dr. Erna Sofriana Imaningsih, M.Si.)



(Dr. Lenny Christina Nawangsari, M.M.)

## LEMBAR PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa semua pernyataan dalam tesis ini:

Judul : Analisis Pengaruh Makroekonomi terhadap Imbal Hasil Saham Perusahaan *Food and Beverage* Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19 dengan Pendekatan *Arbitrage Pricing Theory*  
Bentuk Tesis : Penelitian  
Nama : Alifia Daariy  
NIM : 55120120101  
Program : Magister Manajemen  
Tanggal : 15 Februari 2023

Merupakan hasil penelitian dan merupakan karya saya sendiri dengan bimbingan Dosen Pembimbing yang ditetapkan dengan Surat Keputusan Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mercu Buana.

Tesis ini belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan pada program sejenis di perguruan tinggi lain. Semua informasi, data, dan hasil pengolahan data yang disajikan, telah dinyatakan secara jelas sumbernya dan dapat diperiksa kebenarannya.

UNIVERSITAS  
MERCU BUANA

Jakarta, Maret 2023



(Alifia Daariy)



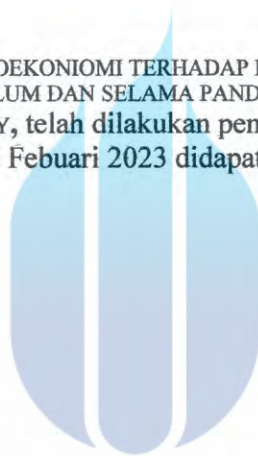
## PERNYATAAN SIMILARITY CHECK

Saya yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan, bahwa karya ilmiah yang di tulis oleh :

Nama : Alifia Daariy  
NIM : 55120120101  
Program : MAGISTER MANAJEMEN

Dengan judul :

ANALISIS PENGARUH MAKROEKONOMI TERHADAP IMBAL HASIL SAHAM PERUSAHAAN FOOD AND BEVERAGE SEBELUM DAN SELAMA PANDEMI-19 DENGAN PENDEKATAN ARBITRAGE PRICING THEORY, telah dilakukan pengecekan similarity dengan sistem Turnitin pada tanggal 15 Febuari 2023 didapatkan nilai persentase sebesar 28 %



Jakarta , 15-02-2023

Administrator Turnitin

UNIVERSITAS  
MERCU BUANA

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Arie Pangudi', with a horizontal line extending to the right.

**Arie Pangudi, A.Md**

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillah puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT atas limpahan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan Tesis ini dengan judul “Analisis Pengaruh Makroekonomi terhadap Imbal Hasil Saham Perusahaan *Food and Beverage* Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19 dengan Pendekatan *Arbitrage Pricing Theory*”. Tesis ini merupakan syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mercu Buana.

Penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada Dr. Agus Herta Sumarto, S.P., M.Si. selaku Dosen Pembimbing Tesis yang telah memberikan waktu, bimbingan, semangat, pengetahuan, dan nasehat-nasehat yang sangat bermanfaat demi terselesaikannya Tesis ini. Penyusunan Tesis ini juga tidak lepas dari bimbingan, bantuan dan dukungan yang sangat berarti dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis ingin berterima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan Tesis ini terutama kepada:

1. Prof. Dr. Andi Andriansyah, M. Eng. selaku Rektor Universitas Mercu Buana.
2. Dr. Nurul Hidayah, M. Si., Ak. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mercu Buana.
3. Dr. Lenny Christina Nawangsari, M.M. selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Mercu Buana.
4. Dr. Asep Risman, SE., M.M. selaku penelaah seminar proposal, Dr. Indra Siswanti, S.E., M.M. selaku penelaah seminar hasil, serta Dr. Sudjono Idris, M. Acc. selaku ketua sidang akhir yang telah memberikan masukan yang sangat berarti untuk perbaikan tesis ini.
5. Teristimewa, kedua orang tua dan adik tercinta yang telah memberikan semangat, doa dan dukungan moral dan material kepada penulis.
6. Rekan-rekan mahasiswa/i Program Magister Manajemen Angkatan 38 Reguler 3 Kampus Menteng atas dukungan dan kerja samanya selama perkuliahan.

Penulis menyadari sebagai manusia biasa, bahwa penelitian ini tidak lepas dari kesalahan dan kekurangan akibat keterbatasan pengetahuan serta pengalaman. Oleh karena itu, penulis mengharapkan segala bentuk saran serta masukan bahkan kritik yang membangun dari berbagai pihak. Selain itu, dengan segala ketulusan dan kerendahan diri, penulis mohon maaf apabila terdapat kesalahan dan kelemahan dalam Tesis ini. Akhir kata, semoga Tesis ini bermanfaat dan dapat menambah pengetahuan khususnya bagi penulis dan pembaca pada umumnya.

Jakarta, Maret 2023

Penulis,

Alifia Daariy



## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	<b>i</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>ii</b>
<b>ABSTRAK</b> .....	<b>iii</b>
<b>LEMBAR PENGESAHAN</b> .....	<b>iv</b>
<b>LEMBAR PERNYATAAN</b> .....	<b>v</b>
<b>PERNYATAAN SIMILARITY</b> .....	<b>vi</b>
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	<b>vii</b>
<b>DAFTAR ISI</b> .....	<b>viii</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>x</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>xi</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	<b>xii</b>
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Identifikasi Masalah .....	12
1.3 Rumusan Masalah .....	13
1.4 Tujuan Penelitian.....	14
1.5 Kontribusi Penelitian.....	14
<b>BAB 2 KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS</b> .....	<b>16</b>
2.1 Kajian Teori.....	16
2.1.1 <i>Mean-Variance Model</i> .....	16
2.1.2 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i> .....	18
2.1.3 <i>Arbitrage Pricing Theory (APT)</i> .....	21
2.1.4 Imbal Hasil Saham .....	24
2.1.5 Risiko.....	26
2.1.5.1 Risiko Pertumbuhan Ekonomi .....	30
2.1.5.2 Risiko Inflasi .....	30
2.1.5.3 Risiko Suku Bunga.....	31
2.1.5.4 Risiko Nilai Tukar.....	32
2.1.5.5 Risiko Harga Minyak Dunia .....	32
2.2 Penelitian Terdahulu.....	33
2.3 Pengembangan Hipotesis .....	41
2.3.1 Pengaruh Risiko Pertumbuhan Ekonomi terhadap Imbal Hasil Saham	43
2.3.2 Pengaruh Risiko Inflasi terhadap Imbal Hasil Saham.....	43
2.3.3 Pengaruh Risiko Suku Bunga terhadap Imbal Hasil Saham .....	44
2.3.4 Pengaruh Risiko Nilai Tukar terhadap Imbal Hasil Saham.....	45
2.3.5 Pengaruh Risiko Harga Minyak Dunia terhadap Imbal Hasil Saham ..	45
2.4 Kerangka Konsep .....	47
<b>BAB 3 METODE PENELITIAN</b> .....	<b>48</b>
3.1 Desain Penelitian .....	48
3.2 Definisi dan Operasionalisasi Variabel .....	48
3.3 Populasi dan Sampel .....	51
3.3.1 Populasi .....	51
3.3.2 Sampel .....	51

3.4 Metode Pengumpulan Data .....	52
3.5 Metode Analisis Data .....	54
3.5.1 Analisis Deskriptif.....	57
3.5.2 Analisis Regresi Data Panel .....	57
3.5.3 Pengujian Kelayakan Model.....	62
3.5.4 Pengujian Hipotesis (Uji t) .....	63
3.5.5 Analisis Koefisien Determinasi ( <i>Adjusted R<sup>2</sup></i> ) .....	63
3.6 Uji Beda Rata-Rata Dependen ( <i>T-Paired Sample Test</i> ) .....	63
<b>BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>65</b>
4.1 Gambaran Umum Perusahaan <i>Food and Beverage</i> .....	65
4.2 Hasil Penentuan Model Estimasi Nilai Ekspektasi Faktor Makroekonomi .....	66
4.3 Statistik Deskriptif.....	67
4.3.1 Gambaran Variabel Dependen dan Independen Penelitian .....	67
4.4 Hasil Analisis Regresi Data Panel.....	70
4.4.1 Pemilihan Model Terbaik .....	70
4.4.2 Estimasi Regresi Data Panel.....	72
4.4.3 Uji Kelayakan Model .....	75
4.4.4 Uji Hipotesis Pengaruh Risiko Makroekonomi dengan Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi .....	76
4.5 Uji Beda Rata-Rata Dependen ( <i>T-Paired Sample Test</i> ) .....	78
4.6 Pembahasan .....	78
4.6.1 Pengaruh Risiko Pertumbuhan Ekonomi terhadap Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi .....	78
4.6.2 Pengaruh Risiko Inflasi terhadap Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi .....	82
4.6.3 Pengaruh Risiko Suku Bunga terhadap Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi .....	84
4.6.4 Pengaruh Risiko Nilai Tukar terhadap Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi .....	86
4.6.5 Pengaruh Risiko Harga Minyak Dunia terhadap Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi .....	89
4.6.6 Perbedaan Rata-Rata Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi .....	91
<b>BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>94</b>
5.1 Kesimpulan.....	94
5.2 Saran .....	95
5.2.1 Investor .....	95
5.2.2 Pemerintah .....	97
5.2.3 Peneliti .....	97
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>100</b>
<b>LAMPIRAN.....</b>	<b>111</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Kesenjangan Penelitian Terdahulu .....	11
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu dalam Jurnal Internasional.....	33
Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu dalam Jurnal Nasional .....	37
Tabel 3.1 Definisi dan Operasionalisasi Variabel.....	50
Tabel 3.2 Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian.....	51
Tabel 3.3 Daftar Sampel Penelitian .....	52
Tabel 4.1 Hasil Analisis Deret Waktu Univariat .....	67
Tabel 4.2 Distribusi Variabel Penelitian Sebelum Pandemi .....	69
Tabel 4.3 Distribusi Variabel Penelitian Selama Pandemi .....	70
Tabel 4.4 Hasil Uji Hausman.....	72
Tabel 4.5 Konstanta dan Koefisien Regresi Variabel Sebelum Pandemi.....	73
Tabel 4.6 Konstanta dan Koefisien Regresi Variabel Selama Pandemi .....	75
Tabel 4.7 Hasil Uji Kelayakan Model Regresi .....	76
Tabel 4.8 Analisis Regresi Variabel Independen terhadap Variabel Dependen ...	78
Tabel 4.9 Perbedaan Imbal Hasil Saham Sebelum dan Selama Pandemi.....	78



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Pertumbuhan Industri <i>Food and Beverage</i> Kuartal I 2020-2021.....	4
Gambar 1.2 Imbal Hasil Saham Subsektor <i>Food and Beverage</i> Tahun 2018-2021 5	
Gambar 1.3 Pergerakan Risiko Makroekonomi Tahun 2018-2021 .....	10
Gambar 2.1 Portofolio Optimal dan Kurva <i>Efficient Frontier</i> .....	19
Gambar 2.2 Kerangka Konsep Penelitian.....	47



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Hasil analisis statistik deskriptif.....	111
Lampiran 2. Hasil uji Hausman .....	112
Lampiran 3. Hasil analisis regresi data panel model <i>random effect</i> .....	113
Lampiran 4. Hasil uji beda rata-rata ( <i>T-paired sample test</i> ).....	115

