

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Dasar Teori

2.1.1 Efficient Market Hypotesis

Efficient Market Hypotesis merupakan salah satu teori keuangan yang sangat populer yang dikemukakan oleh Eugene Fama pada tahun 1970. *Efficient Market Hypothesis* merupakan suatu kondisi di mana harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara menyeluruh. Teori ini menegaskan bahwa harga menjadi indikator yang akurat sehingga keputusan investasi dapat dibuat secara optimal oleh perusahaan dan investor pun dapat membuat keputusan berdasarkan nilai wajar. Fama (1970:383) menyatakan bahwa pasar yang efisien adalah pasar di mana harga-harga mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, oleh karena itu, asumsi dasar dari efisiensi pasar adalah bahwa tidak ada investor yang dapat secara konsisten memperoleh keuntungan di atas rata-rata pasar karena seluruh informasi sudah tercermin dalam harga.

Fama (1970:383-385) membagi efisiensi pasar menjadi tiga bentuk, yaitu *weak*, *semi-strong*, dan *strong form*. Bentuk pertama adalah *weak-form efficiency*, yaitu kondisi ketika harga sekuritas hanya mencerminkan informasi historis seperti data harga masa lalu dan volume perdagangan, sehingga analisis teknikal tidak dapat

digunakan untuk memperoleh keuntungan abnormal. Kedua, *semi-strong form efficiency*, yaitu ketika harga saham mencerminkan seluruh informasi publik seperti laporan keuangan, pengumuman dividen, dan berita ekonomi, yang berarti analisis fundamental juga tidak dapat digunakan untuk mendapatkan kelebihan informasi setelah pengumuman dibuat. Ketiga, *strong-form efficiency*, yaitu bentuk efisiensi paling sempurna, di mana harga sekuritas tidak hanya mencerminkan informasi publik, tetapi juga informasi privat atau *insider information*, sehingga bahkan investor yang memiliki akses eksklusif terhadap informasi pun tidak dapat memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten.

Pasar yang sepenuhnya efisien tercipta apabila seluruh informasi tersedia secara bebas bagi semua investor dan setiap pelaku pasar memiliki pemahaman yang seragam mengenai pengaruh informasi terhadap harga sekuritas di masa kini maupun masa depan. Harga saat ini diyakini sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia (Fama 1970:387). Pada kenyataannya pasar yang benar-benar bebas tidak pernah ditemukan dalam kenyataannya, namun pasar tetap dapat dianggap efisien apabila sejumlah besar investor memiliki akses terhadap informasi dan melakukan transaksi berdasarkan informasi tersebut secara rasional.

Fama (1970:388-389) menegaskan bahwa ada beberapa faktor yang dapat memengaruhi tingkat efisiensi suatu pasar modal. Pertama

adalah biaya transaksi, di mana semakin besar biaya untuk melakukan perdagangan, semakin sulit harga menyesuaikan diri terhadap informasi baru. Kedua adalah akses terhadap informasi, karena efisiensi pasar bergantung pada apakah informasi tersedia secara merata dan dapat diakses oleh banyak investor. Ketiga adalah perbedaan penafsiran investor terhadap informasi, yang secara alami memang terjadi dalam pasar, namun tidak serta-merta menyebabkan inefisiensi kecuali terdapat pihak tertentu yang secara konsisten mampu menafsirkan informasi lebih baik daripada harga pasar. Ketiga faktor tersebut tidak selalu menyebabkan pasar menjadi tidak efisien, tetapi dapat menjadi sumber potensial inefisiensi.

2.2 Tinjauan Pustaka

2.2.1 Tingkat Pengembalian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Sebelum memahami mengenai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) maka perlu mengetahui terlebih dahulu apa itu indeks saham. Menurut Bursa Efek Indonesia (2021) merupakan indikator statistik yang menunjukkan perubahan harga dari sejumlah saham yang dipilih berdasarkan kriteria serta metodologi tertentu dan ditinjau secara berkala. Sedangkan Indeks Harga Saham Gabungan itu sendiri adalah indeks saham yang mengukur kinerja harga seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Kompas.com, 2024).

Tingkat pengembalian (*return*) adalah keseluruhan keuntungan atau kerugian yang diperoleh dari suatu investasi dalam periode tertentu, yang dinyatakan sebagai persentase dari nilai investasi pada awal periode tersebut (Zutter & Smart, 2022:407). Sukamulja (2021:268) menyatakan tingkat pengembalian dibedakan menjadi dua, yaitu *dividend gain* dan *capital gain* (atau *capital loss*). *Dividend gain* merupakan keuntungan yang didapatkan ketika perusahaan membagikan keuntungan atau bagi hasil, sedangkan *capital gain* (atau *capital loss*) merupakan tingkat keuntungan (atau kerugian) yang didapatkan dari kenaikan (atau penurunan) harga saham. Di dalam skripsi ini, penulis menggunakan *capital gain* karena akan menganalisis mengenai pergerakan harga saham.

Tingkat pengembalian IHSG ini akan menjadi variabel dependen dalam penelitian ini. Tingkat pengembalian IHSG akan menjadi peranan utama dalam penelitian ini karena menjadi representasi dari seluruh pergerakan harga pasar saham yang ada di Indonesia, karena jika sebagian besar atau seluruh harga saham mengalami apresiasi maka nilai IHSG juga akan mengalami kenaikan, begitu juga dengan sebaliknya. Berikut adalah perhitungan IHSG sehingga bisa menjadi representasi dari seluruh harga saham.

2.2.2 Berita Perang “Krisis”

Menurut Boin *et al.* (2018) krisis adalah situasi ketika suatu kelompok, organisasi, atau komunitas mengalami ancaman serius terhadap struktur dasar atau nilai-nilai fundamental yang terjadi dalam kondisi tekanan waktu tinggi dan ketidakpastian besar. Penelitian ini membahas mengenai berita perang yang berkaitan dengan peperangan, maka berita perang “krisis” dapat diartikan sebagai informasi mengenai situasi genting akibat konflik bersenjata yang mengancam stabilitas dan nilai-nilai fundamental suatu negara yang menyebabkan ketidakpastian tinggi.

2.2.3 Berita Perang “Konflik”

Menurut Mencher (2020) terdapat dua pengertian mengenai berita, yaitu berita sebagai informasi mengenai peristiwa yang tidak biasa, menyimpang dari kejadian yang umum terjadi, atau mengganggu alur normal suatu peristiwa dan berita sebagai media pemberi informasi yang bermanfaat bagi masyarakat dalam mengambil keputusan yang tepat untuk kehidupan mereka. Penelitian oleh Utami *et al.* (2024) menyatakan bahwa sentimen berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian yang diangkat dari isu boikot produk pro-Israel memiliki hubungan dengan pergerakan harga dan volume saham di tiga perusahaan manufaktur Indonesia, dari ketiga saham yang diteliti tersebut tiga-tiganya mengalami penurunan.

Menurut Sudira (2017) konflik berasal dari bahasa latin *configere*, yang mengandung arti terjadinya serangan, penyakitan, bahkan upaya saling menghabisi antara dua individu atau kelompok. Dalam penelitian ini membahas mengenai berita perang yang berkaitan dengan konflik, maka berita perang “konflik” dapat diartikan menjadi informasi mengenai peristiwa pertentangan ekstrem antara negara yang melibatkan serangan hingga upaya saling menghabisi dan peristiwa ini dianggap tidak biasa, menyimpang dari keadaan normal, dan memiliki dampak penting bagi masyarakat dalam memahami situasi dan mengambil keputusan.

2.2.4 Berita Perang “Sanksi”

Menurut Eaton & Engers (1992) sanksi merupakan langkah yang diambil oleh suatu pihak (pemberi sanksi) guna memberikan tekanan kepada pihak lain (sasaran). Sanksi atau ancaman sanksi sering digunakan oleh pemerintah sebagai langka non-militer untuk mengubah kebijakan hak asasi manusia, perdagangan, atau kebijakan luar negeri pemerintah lain. Dalam penelitian ini, berita perang "sanksi" merujuk pada informasi mengenai penerapan sanksi ekonomi oleh negara-negara tertentu terhadap negara lain sebagai respons terhadap tindakan agresi atau pelanggaran hukum internasional. Menurut Utami *et al.* (2024) sanksi ini menciptakan ketidakpastian

global yang memengaruhi pasar keuangan, termasuk pasar saham di negara-negara berkembang seperti Indonesia.

2.2.5 CBOE Volatility Index

Volatilitas adalah ukuran seberapa sering dan seberapa besar perubahan harga suatu instrumen keuangan, baik naik maupun turun, dalam jangka waktu tertentu. Semakin besar fluktuasi harga yang terjadi, semakin tinggi tingkat volatilitasnya. Indeks volatilitas yang lazim digunakan di dunia keuangan global adalah CBOE *Volatility Index* (VIX). VIX didasarkan pada opsi dari S&P500, yang dianggap sebagai indikator utama pergerakan pasar saham Amerika Serikat secara keseluruhan dan juga VIX sendiri merupakan indeks acuan yang mengukur ekspektasi pasar terhadap volatilitas di masa depan (Cboe.com, 2025).

Penelitian yang dilakukan oleh Pathak dan Deb (2020) mengkaji hubungan antara indeks volatilitas tersirat (VIX) dengan *return* pasar saham di sepuluh negara maju dan lima negara berkembang yang menunjukkan adanya hubungan negatif dan asimetris antara *return* pasar saham dan perubahan VIX.

2.2.6 Harga Minyak (Brent)

Menurut Basit (2020) harga minyak Brent merupakan jenis minyak mentah yang berasal dari Laut Utara dan digunakan sebagai

acuan harga (*benchmark*) utama untuk perdagangan minyak mentah global, terutama untuk wilayah Eropa, Afrika, dan Timur Tengah. Harga minyak Brent digunakan secara luas sebagai tolok ukur dalam menentukan harga minyak dunia, bersama dengan jenis lainnya seperti WTI (*West Texas Intermediate*). Harga minyak Brent sering mencerminkan kondisi geopolitik dan pasokan minyak global karena perannya yang signifikan dalam pasar energi internasional.

2.2.7 S&P 500

S&P 500 merupakan indeks yang mencerminkan kinerja perusahaan berkapitalisasi besar di pasar saham Amerika Serikat. Indeks ini terdiri dari 500 perusahaan dengan kapitalisasi terbesar dan sering digunakan sebagai indikator utama untuk menggambarkan kondisi pasar saham Amerika Serikat secara keseluruhan (spglobal.com, 2025). Sama halnya menurut Shiller (2000:6-8) S&P 500 merupakan indeks harga saham yang banyak digunakan sebagai tolok ukur utama dalam menilai kinerja pasar saham Amerika Serikat. Indeks ini terdiri dari 500 perusahaan besar yang mewakili berbagai sektor industri. Menurutnya, S&P 500 adalah ukuran yang baik dari kinerja pasar saham, mencerminkan kondisi pasar yang. Perhitungan S&P 500 didasarkan pada *free float-adjusted market capitalization (FMC)* yang mana hanya didasarkan pada jumlah saham beredar di pasar sekunder. Menurut Investopedia (2025) S&P 500 adalah indeks

pasar saham yang terdiri dari 500 perusahaan besar yang terdaftar di bursa saham Amerika Serikat. Indeks ini dirancang untuk mencerminkan kondisi ekonomi AS secara keseluruhan dan menjadi acuan bagi banyak investor dalam menilai kinerja pasar saham. Kapitalisasi pasar dari setiap perusahaan dalam indeks dihitung dengan bobot yang proporsional, artinya perusahaan dengan kapitalisasi pasar terbesar akan memberikan pengaruh terbesar terhadap indeks.

2.3 Penelitian Sebelumnya

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Sampel	Hasil
1.	Najaf <i>et al.</i> (2023)	War build-up and stock <i>returns</i> : evidence from Russian and Ukrainian stock markets	Data harian dari 1 Januari 2021 sampai 24 Februari 2022 Variabel X: - Berita “sanksi”, “konflik”, dan “krisis” - Nilai <i>lag</i> VIX - Nilai <i>lag</i> S&P500 - Nilai <i>lag</i> Brent Variabel Y: - <i>Return</i> PFTS atau MICEX	Kinerja indeks pasar saham di Rusia dan Ukraina selama masa persiapan perang dan pada hari invasi Rusia ke Ukraina reaksi negatif pada pasar saham Ukraina maupun Rusia. Tingkat keperahan dialami oleh pasar saham Rusia karena mengalami penurunan sebesar -33% pada hari penyerangan dan mengalami penurunan sebesar -45% dari 16 Februari 2022 – 24 Februari 2022.
2.	Hoffmann & Neuenkirch (2017)	The pro-Russian conflict and its impact on stock <i>returns</i> in Russia and the Ukraine	Data harian dari 21 November 2023 – 29 September 2024 Variabel X: - Berita - Nilai <i>lag</i> dari MICEX atau PFTS - SNP 500 - VIX	<i>Return</i> saham Rusia menurun hingga 21 basis poin sebagai respons terhadap peningkatan eskalasi isu pemberontakan, sedangkan <i>return</i> saham Ukraina mengalami penurunan yang lebih besar, yaitu hingga 30 basis poin pada seluruh indikator konflik. Secara keseluruhan, variasi eskalasi konflik menjelaskan hingga 14,6%

			- Minyak Variabel Y: - <i>Return</i> MICEX atau PFTS	variasi <i>return</i> di pasar saham Rusia dan 33,4% di pasar saham Ukraina. Selain itu, penelitian ini juga menemukan bahwa berita dari sumber internasional memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap keputusan investasi di pasar saham Rusia dibandingkan berita dari media domestik.
3.	Boubaker <i>et al.</i> (2023)	Market reaction to the Russian Ukrainian war: a global analysis of the banking industry	2.341 global bank di 91 negara dari Januari 2020 – April 2022. Variabel X: - Berita - <i>Return per market</i> - <i>Return</i> minyak WTI - Nilai tukar - <i>Fixed effect</i> Variabel Y: - CAR (<i>Cumulative Abormal Return</i>) saham bank secara global	Saham bank secara global turun rata-rata 1,5% pada hari pertama perang, dengan Eropa mengalami penurunan terbesar sekitar 4%. Hasil ini menunjukkan sensitivitas ekstrem sektor perbankan Eropa terhadap dampak perang. Penurunan saham bank lebih dalam dibandingkan pergerakan rata-rata pasar saham, mencerminkan ekspektasi pasar mengenai risiko saham bank dan stabilitas sistem keuangan.
4.	Martins & Cró (2023)	Mayday! Mayday! The airlines stock returns are failing. Analysis of the impact of Russia–Ukraine war	74 perusahaan maskapai secara global, 48 perusahaan merupakan <i>full-service carrier</i> dan 26 perusahaan <i>low-cost carrier</i> periode 24 Februari 2022. Variabel X: - <i>Firm Size</i> - <i>Liquidity</i> - <i>Leverage</i> - <i>ROA</i> - <i>Institutional Ownership</i> (variabel kontrol) Variabel Y: - CAR (<i>Cumulative Abormal Return</i>)	Konflik militer Rusia–Ukraina pada 24 Februari 2022 berdampak negatif signifikan terhadap harga saham maskapai penerbangan global. Maskapai dengan ukuran besar, likuiditas tinggi, profitabilitas baik, dan <i>leverage</i> rendah cenderung lebih tahan terhadap penurunan nilai saham, sedangkan kepemilikan institusional tinggi justru memperburuk tekanan pasar. Maskapai yang berbasis di Eropa mengalami penurunan <i>return</i> lebih besar karena efek <i>proximity penalty</i> akibat kedekatannya dengan zona konflik. Sementara itu, perbedaan model bisnis antara <i>low-cost</i> dan <i>full-service</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap ketahanan saham.
5.	Tee <i>et al.</i> (2023)	Financial sanctions and global stock market reaction: Evidence from the	30.314 perusahaan di seluruh dunia yang memberikan sanksi pada Rusia.	Pasar saham global merespons positif sanksi terhadap Rusia, terutama di negara-negara pemberi sanksi yang menunjukkan

		Russia-Ukraine conflict	Variabel X: Variabel independen: - Berita sanksi Variabel kontrol: - Ukuran perusahaan - <i>Leverage</i> - ROA - ROE - Likuiditas - MBTR (<i>Market to Book Ratio</i>) - Usia perusahaan Variabel moderasi: - <i>Politically connected firms</i> (PCON) - <i>Geopolitical risk</i> (GPR) Variabel Y: - CAR (<i>Cumulative Abormal Return</i>)	<i>Cumulative Abnormal Return (CAR)</i> lebih tinggi dibanding negara non-sanksi. Efek positif ini lebih kuat pada perusahaan yang memiliki koneksi politik atau beroperasi di wilayah dengan risiko geopolitik yang rendah, menunjukkan bahwa sanksi dapat memengaruhi pasar keuangan global secara signifikan.
6.	Zhang <i>et al.</i> (2024)	The impact of Russia–Ukraine war on crude oil prices: an EMC framework	Data minyak WTI dan Brent 24 Juni 2021, sampai 27 Oktober 2022 dengan 350 data poin.	Perang Rusia-Ukraina dan rangkaian peristiwanya telah berdampak signifikan pada pasar energi dunia, terutama harga minyak mentah. Hasil analisis menunjukkan bahwa perang menyebabkan kenaikan harga minyak WTI sebesar \$37,14 (52,33%) dan Brent sebesar \$41,49 (56,33%), menjelaskan 70,72% perubahan harga WTI dan 73,62% perubahan harga Brent. Perang juga memperbesar perbedaan harga antara minyak Brent dan WTI serta meningkatkan fluktuasi frekuensi tinggi dalam harga minyak.

Sumber: Penulis (2025)

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Berita Krisis Terhadap Imbal Hasil Saham

Penelitian oleh Boubaker *et al.* (2023) mengkaji perang Rusia-Ukraina terhadap saham bank global. Data dari 2.341 bank komersial di 91 negara, kami menemukan bahwa saham bank secara global turun rata-rata 1,5% pada hari pertama perang. Eropa adalah wilayah yang paling terdampak, mengalami penurunan sekitar 4%. Hasil ini menunjukkan sensitivitas ekstrem sektor perbankan Eropa terhadap dampak yang diharapkan dari perang. Studi ini juga mengungkapkan bahwa perang secara signifikan mempengaruhi saham bank, dengan penurunan yang jauh lebih mendalam daripada pergerakan rata-rata pasar saham. Mengingat bahwa perbankan adalah sektor yang menjamin stabilitas sistem keuangan, reaksi saham bank menunjukkan ekspektasi pasar mengenai risiko saham bank, yang pada gilirannya menunjukkan stabilitas keseluruhan pasar keuangan. Perang Rusia-Ukraina juga dapat berfungsi sebagai ujian stres bagi sistem perbankan global, dengan Eropa, Asia, dan Amerika Utara menjadi yang paling rentan terhadap guncangan dari peristiwa internasional yang merugikan. Penelitian oleh Li *et al.* (2024) perang atau krisis ekonomi sering kali mengubah ekspektasi investor terhadap kinerja pasar saham. Berita mengenai perang, ketegangan politik, atau krisis ekonomi dapat menyebabkan ketidakpastian pasar yang besar.

H1: Berita krisis Rusia-Ukraina berpengaruh terhadap tingkat pengembalian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

2.4.2 Berita Konflik Terhadap Imbal Hasil Saham

Penelitian oleh Hoffmann & Neuenkirch (2017) menyimpulkan bahwa eskalasi konflik pro-Rusia di Ukraina pada tahun 2013–2014 memberikan dampak negatif signifikan terhadap pasar saham kedua negara dengan Ukraina mengalami kerugian lebih besar dibandingkan Rusia. Setiap kenaikan 1% tingkat eskalasi konflik menyebabkan penurunan *return* saham Rusia sebesar 21 bps (0,21%) dan *return* saham Ukraina sebesar 30 bps (0,30%). Selain itu, pasar saham Rusia lebih responsif terhadap berita internasional daripada berita domestik, menunjukkan bahwa sumber internasional lebih relevan bagi investor di pasar saham Rusia dibandingkan berita dari sumber Rusia. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Martins & Cró. (2023) dampak pasar saham dari awal konflik militer antara Rusia dan Ukraina terhadap 74 perusahaan publik di industri penerbangan. Konflik militer antara Rusia dan Ukraina pada 24 Februari 2022 berdampak negatif dan signifikan terhadap harga saham maskapai penerbangan yang terdaftar secara publik. Perusahaan yang memiliki ukuran besar, tingkat likuiditas yang tinggi, profitabilitas yang baik, dan tingkat *leverage* yang rendah cenderung lebih mampu menahan penurunan nilai saham dalam situasi krisis. Sebaliknya, perusahaan dengan

kepemilikan institusional yang tinggi justru mengalami tekanan negatif yang lebih besar, menunjukkan bahwa investor institusional cenderung menarik investasinya dari sektor penerbangan saat ketidakpastian meningkat. Selain itu, maskapai yang berbasis di Eropa terbukti mengalami penurunan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan maskapai dari kawasan lain, yang mendukung adanya efek *proximity penalty* karena kedekatan geografis dengan zona konflik. Namun demikian, model bisnis maskapai baik *low-cost* maupun *full-service* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap ketahanan harga saham,

H2: Berita konflik Rusia-Ukraina berpengaruh terhadap tingkat pengembalian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

2.4.3 Berita Sanksi Terhadap Imbal Hasil Saham

Penelitian oleh Schmidbauer *et al.*, (2016) mengkaji peran pasar saham Rusia sebagai penyebar berita (atau kejutan) dalam jaringan enam pasar saham (AS, Inggris, EU, Jepang, China, Rusia) selama krisis Ukraina dan sanksi internasional. Hasilnya menunjukkan bahwa *return spillovers* ke Rusia umumnya lebih tinggi daripada dari Rusia setelah sanksi pertama. Pentingnya pasar Rusia sebagai penyebar kejutan volatilitas melonjak selama ancaman intervensi militer awal Maret 2014 dan kenaikan suku bunga repo pertengahan Desember 2014. Kesimpulannya adalah bahwa Krisis Ukraina dan peristiwa

serta sanksi terkait secara signifikan memengaruhi peran pasar saham Rusia dalam menyebarkan kejutan *return* dan volatilitas dalam jaringan global pasar saham utama. Penelitian oleh Tee *et al.* (2023) ketika berita mengenai sanksi muncul, investor akan mengevaluasi kembali ekspektasi mereka terhadap risiko dan *return*, yang kemudian tercermin dalam fluktuasi harga saham. Investor seringkali merespons berita seperti sanksi ekonomi dengan emosi berlebihan, seperti ketakutan akan krisis global atau resesi, yang menyebabkan aksi jual secara besar-besaran (*overreaction*). Emosi ini diperkuat oleh media yang menyebarkan berita secara intensif, sehingga menciptakan efek kepanikan pasar (*market panic*).

H3: Berita sanksi Rusia-Ukraina berpengaruh terhadap tingkat pengembalian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

2.4.4 Hubungan CBOE *Volatility Index* Terhadap Imbal Hasil Saham

Penelitian yang dilakukan oleh Pathak & Deb (2020) mengkaji hubungan antara CBOE *Volatility Index* (VIX) dengan *return* pasar saham di 15 negara, yang terdiri dari negara maju dan berkembang. Penelitian ini menggunakan data harian dari tahun 2013 hingga 2019 menunjukkan adanya hubungan negatif dan asimetris yang signifikan antara *return* pasar saham dan perubahan VIX. Studi ini juga menemukan bahwa hubungan negatif antara VIX dan *return* pasar saham lebih kuat saat pasar mengalami penurunan (*bear market*)

dibanding saat mengalami kenaikan (*bull market*). Secara khusus, di negara maju ditemukan adanya kausalitas dua arah antara VIX dan *return* pasar saham, sementara di negara berkembang hubungan ini lebih banyak dijelaskan oleh hipotesis *leverage*. Hipotesis tersebut menyatakan bahwa penurunan nilai pasar ekuitas meningkatkan rasio utang terhadap ekuitas, sehingga meningkatkan risiko perusahaan dan menimbulkan reaksi berlebihan di pasar. Temuan lain menunjukkan bahwa hubungan kausalitas dua arah antara VIX dan *return* pasar saham hanya ditemukan di negara maju, sementara di negara berkembang, hubungan tersebut cenderung satu arah. Hal ini memberikan dasar teoritis bahwa volatilitas pasar global, seperti VIX, dapat digunakan sebagai indikator risiko sistemik yang relevan dalam konteks pengambilan keputusan investasi lintas negara.

2.4.5 Hubungan Harga Minyak Brent Terhadap Imbal Hasil Saham

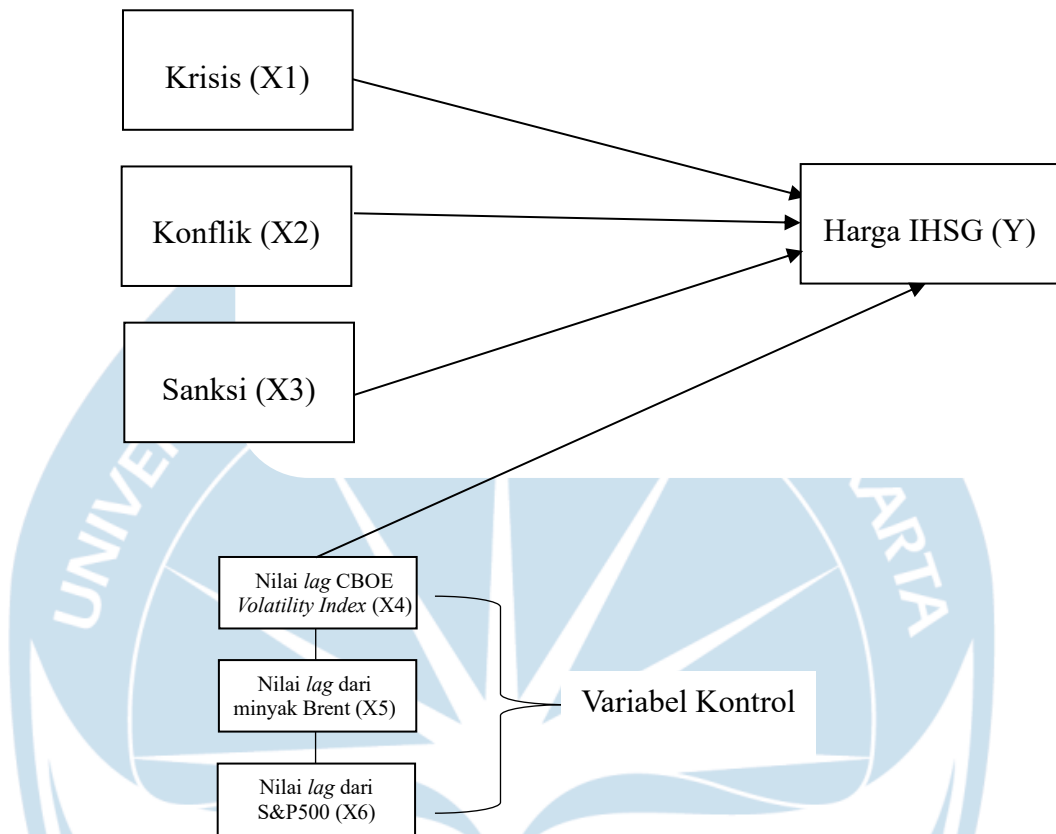
Penelitian oleh Zhang *et al*, (2024) perang Rusia-Ukraina dan rangkaian peristiwanya telah berdampak signifikan pada pasar energi dunia, terutama harga minyak mentah. Studi ini menggunakan kerangka analisis EMC untuk menganalisis dampak perang terhadap harga minyak dari Juni 2021 hingga Oktober 2022. Hasil analisis menunjukkan bahwa perang menyebabkan kenaikan harga minyak WTI sebesar \$37,14 (52,33%) dan Brent sebesar \$41,49 (56,33%), menjelaskan 70,72% perubahan harga WTI dan 73,62% perubahan

harga Brent. Perang juga memperbesar perbedaan harga antara minyak Brent dan WTI serta meningkatkan fluktuasi frekuensi tinggi dalam harga minyak. Harga minyak Brent lebih sensitif karena banyak dipakai di negara Eropa. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Salem *et al.* (2025) menyatakan bahwa fluktuasi harga minyak merupakan salah satu faktor eksternal yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja pasar saham di berbagai negara. Pengaruh ini tergantung pada status suatu negara sebagai pengekspor atau pengimpor minyak serta kondisi geopolitik yang sedang berlangsung. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa di negara-negara pengekspor minyak seperti Arab Saudi, Rusia, Kanada, Meksiko, Brasil, dan Nigeria, fluktuasi harga minyak berdampak negatif secara signifikan terhadap pasar saham sebelum terjadinya konflik Rusia-Ukraina. Namun, selama konflik berlangsung, pengaruh tersebut menjadi tidak signifikan, yang kemungkinan disebabkan oleh adanya ekspektasi pasar terhadap keuntungan dari kenaikan harga minyak global. Sebaliknya, negara-negara pengimpor minyak seperti Cina, Jepang, India, Prancis, Jerman, Spanyol, dan Italia mengalami dampak negatif yang signifikan terhadap pasar sahamnya justru selama konflik Rusia-Ukraina. Kondisi ini dapat dijelaskan melalui tekanan yang meningkat terhadap biaya energi, meningkatnya ketidakpastian ekonomi, serta gangguan pasokan akibat sanksi ekonomi terhadap Rusia.

2.4.6 Hubungan S&P 500 Terhadap Imbal Hasil Saham

Berdasarkan hasil penelitian oleh Wang *et al.* (2014) ditemukan bahwa indeks volatilitas pasar Amerika Serikat (VIX) memiliki hubungan yang positif terhadap volatilitas pasar saham Tiongkok. Secara konsisten, ketika nilai VIX meningkat, volatilitas pasar saham Tiongkok juga mengalami peningkatan dan sebaliknya. Selain itu, VIX juga menunjukkan korelasi negatif terhadap tingkat pengembalian saham di pasar Tiongkok, terutama pada sektor industri berbasis teknologi tinggi. Temuan ini menunjukkan bahwa VIX dapat dijadikan sebagai indikator penting dalam memantau dan memprediksi volatilitas serta arah pergerakan pasar saham Tiongkok.

2.5 Kerangka Pemikiran



Sumber: Penulis (2025)

Gambar 2. 1 Kerangka Penelitian