

Pengaruh Komoditas dan Dolar terhadap Saham Energi-Material S&P 500 selama Konflik Iran-Israel

Chrisnantyo Kevin Prahastya^{1*}, Mujiyono²

^{1,2}Program Studi Akuntansi, Universitas Kristen Teknologi Solo, Surakarta.

¹Email: koppo430@gmail.com

²Email: mujiyono19263@gmail.com

Received: 03 May 2026

Revised: 21 May 2026

Accepted: 29 May 2026

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji pengaruh *return* minyak, emas, dan Indeks Dolar Amerika Serikat (DXY) terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material yang tergabung dalam indeks S&P 500, serta menilai peran ketegangan geopolitik Iran-Israel tahun 2025 sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Ketidakstabilan geopolitik berpotensi menimbulkan ketidakpastian di pasar keuangan global yang memengaruhi harga komoditas dan nilai tukar, sehingga berdampak pada kinerja saham. Data penelitian diperoleh dari Barchart untuk *futures* minyak dan emas, *Federal Reserve Economic Data* (FRED) untuk DXY, serta Yahoo Finance untuk harga saham *adjusted close*. Sampel terdiri dari 47 perusahaan sektor energi dan material dalam indeks S&P 500 dengan total 3.901 observasi. Analisis dilakukan menggunakan regresi data panel dengan pendekatan *cluster-robust standard errors* untuk mengatasi potensi heteroskedastisitas dan autokorelasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada periode tanpa konflik, *return* minyak dan DXY berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *return* emas tidak signifikan. Konflik Iran-Israel tidak berpengaruh langsung terhadap *return* saham, namun secara signifikan memperlemah pengaruh *return* minyak serta mengubah arah pengaruh DXY dari positif menjadi negatif selama periode konflik, sementara *return* emas tetap tidak signifikan.

Kata Kunci: *Return* Saham, Minyak, Indeks Dolar AS (DXY).

Effect of Commodities and Dollar on Energy-Material Stocks during Iran-Israel Conflict

Abstract

This study aimed to examine the effect of oil, gold, and the U.S. Dollar Index (DXY) returns on stock returns of energy and materials sector companies listed in the S&P 500, and to assess the moderating role of geopolitical tensions between Iran and Israel in 2025 in this relationship. Geopolitical instability was considered to create uncertainty in global financial markets, affecting commodity prices and exchange rates, which in turn influenced stock performance. The data were obtained from Barchart for oil and gold futures, Federal Reserve Economic Data (FRED) for DXY, and Yahoo Finance for adjusted closing stock prices. The sample consisted of 47 energy and materials companies in the S&P 500 with a total of 3,901 observations. Panel data regression with cluster-robust standard errors was employed to address potential heteroskedasticity and autocorrelation. The results showed that in the non-conflict period, oil returns and DXY had a positive and significant effect on stock returns, while gold returns were not significant. The Iran-Israel conflict did not have a direct effect on stock returns; however, it significantly weakened the effect of oil returns and reversed the effect of DXY from positive to negative during the conflict period, while gold returns remained insignificant.

Keywords: *Stock Returns, Oil, U.S. Dollar Index (DXY).*

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi global saat ini tidak dapat dipisahkan dari dinamika geopolitik antarnegara yang berlangsung semakin cepat dan kompleks. Konflik atau ketegangan yang terjadi di suatu kawasan tidak hanya berdampak pada aspek politik, tetapi juga secara langsung memengaruhi stabilitas pasar keuangan internasional. Ketidakpastian yang muncul akibat kondisi tersebut seringkali memicu fluktuasi harga komoditas, perubahan nilai tukar, serta pergerakan pasar saham di berbagai negara.

Dalam konteks tersebut, minyak dan emas sebagai komoditas utama menunjukkan sensitivitas yang tinggi terhadap perubahan kondisi global. Minyak memiliki peran penting sebagai sumber energi utama dalam aktivitas industri dan perdagangan internasional, sedangkan emas dikenal sebagai aset lindung nilai (*safe haven*) yang cenderung diminati investor ketika kondisi pasar mengalami ketidakpastian. Selain itu, pergerakan Indeks Dolar Amerika Serikat (*US Dollar Index* atau DXY) juga menjadi indikator penting yang mencerminkan kondisi ekonomi global serta memengaruhi arus investasi dan kinerja perusahaan di pasar modal.

Berbagai penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa variabel makroekonomi memiliki keterkaitan dengan pergerakan pasar saham. Ferreira et al. (2024) menemukan bahwa konflik geopolitik dapat meningkatkan volatilitas pasar keuangan global serta memicu fluktuasi harga komoditas dan nilai tukar, sementara Mufaridho et al. (2025) menunjukkan bahwa perubahan indeks dolar (DXY) memberikan *shock* yang memengaruhi dinamika pasar saham. Selain itu, Pranita & Riko Sutriyadi (2025) mengungkapkan bahwa harga emas, minyak, dan nilai tukar berpengaruh terhadap pergerakan saham, yang menegaskan pentingnya faktor makroekonomi global. Mawarda & Maya (2025) juga menunjukkan bahwa konflik geopolitik seperti Iran-Israel berdampak pada pasar saham melalui perubahan harga komoditas dan nilai tukar, sedangkan Sopiya et al. (2025) menemukan bahwa emas berperan sebagai aset lindung nilai dalam kondisi ketidakpastian yang memengaruhi perilaku investor di pasar saham. Sejalan dengan itu, Afilia et al. (2024) menunjukkan bahwa *return* harga komoditas, seperti aluminium, nikel, dan tembaga, berpengaruh positif terhadap *return* saham sektor bahan baku.

Sebagian besar penelitian yang ada masih menitikberatkan pada pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks pasar secara keseluruhan, tanpa memperhatikan adanya perbedaan respons di masing-masing sektor. Di sisi lain, kajian sebelumnya juga umumnya belum memasukkan konflik geopolitik sebagai variabel moderasi yang berpotensi memperkuat atau justru memperlemah hubungan antara faktor makroekonomi dan return saham.

Penelitian ini menjadi relevan karena sektor energi dan material memiliki keterkaitan yang kuat dengan pergerakan harga komoditas global, sehingga responsnya terhadap ketidakpastian geopolitik berpotensi berbeda dibandingkan dengan sektor lainnya. Sektor energi memiliki hubungan langsung dengan perubahan harga minyak dunia akibat gangguan pasokan maupun ketidakstabilan kawasan produsen energi global. Sementara itu, sektor material juga rentan terhadap perubahan harga logam, bahan tambang, dan bahan baku industri yang dipengaruhi oleh kondisi geopolitik serta gangguan rantai pasok internasional. Oleh karena itu, kedua sektor tersebut dianalisis secara bersamaan karena sama-sama termasuk sektor berbasis komoditas (*commodity-based sectors*) yang sensitif terhadap perubahan kondisi ekonomi global dan dinamika geopolitik. Penggabungan kedua sektor diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih luas mengenai respons saham sektor komoditas terhadap konflik geopolitik internasional, khususnya konflik Iran-Israel tahun 2025.

Ketegangan antara Iran dan Israel pada tahun 2025 menjadi fenomena penting untuk dikaji karena kawasan Timur Tengah merupakan wilayah strategis dalam distribusi energi dunia, terutama melalui jalur Selat Hormuz yang menjadi salah satu jalur utama perdagangan minyak internasional. Dalam penelitian ini, periode konflik dibatasi pada tanggal 13 Juni 2025 hingga 24 Juni 2025 yang kemudian ditetapkan sebagai periode variabel *dummy* konflik. Pemilihan tanggal 13 Juni 2025 didasarkan pada dimulainya serangan militer Israel terhadap Iran yang memicu eskalasi konflik secara terbuka dan menimbulkan

respons signifikan di pasar keuangan global. Sementara itu, tanggal 24 Juni 2025 dipilih karena pada periode tersebut gencatan senjata antara Iran dan Israel mulai diberlakukan sehingga intensitas konflik mulai menurun dan kondisi pasar berangsur lebih stabil.

Variabel *dummy* digunakan untuk membedakan kondisi sebelum dan selama konflik berlangsung, di mana nilai 0 diberikan pada periode sebelum konflik dan nilai 1 diberikan pada periode selama konflik berlangsung. Adapun periode pengamatan penelitian dimulai dari 13 Maret 2025 hingga 13 Juli 2025. Pemilihan rentang waktu tersebut bertujuan agar penelitian dapat menangkap kondisi pasar sebelum, selama, dan setelah eskalasi konflik terjadi sehingga perubahan *return* saham dapat diamati secara lebih komprehensif. Selain itu, rentang waktu tersebut dipilih untuk mengurangi bias jangka pendek dan menjaga konsistensi data harian dalam analisis regresi data panel.

Fenomena ini juga terlihat dari berbagai laporan yang menunjukkan peningkatan harga minyak serta perubahan perilaku investor selama periode konflik berlangsung. Dalam situasi yang tidak pasti, investor cenderung memindahkan dananya ke instrumen yang dianggap lebih aman, seperti emas dan dolar AS, sehingga turut memengaruhi pergerakan pasar saham. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa terdapat keterkaitan yang kompleks antara faktor makroekonomi dan dinamika pasar saham yang perlu dikaji lebih lanjut.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh *return* minyak, *return* emas, dan *return* Indeks Dolar Amerika Serikat (DXY) terhadap *return* saham pada sektor energi dan material dalam indeks S&P 500, serta menguji peran konflik geopolitik Iran-Israel tahun 2025 sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan bukti empiris mengenai respons *return* saham sektoral terhadap dinamika faktor makroekonomi dan ketidakpastian geopolitik global.

TEORI

Arbitrage Pricing Theory (APT)

Arbitrage Pricing Theory (APT) menjelaskan bahwa tingkat *return* suatu aset dipengaruhi oleh berbagai sumber risiko sistematis, tidak hanya bergantung pada satu faktor pasar saja. Dalam kerangka ini, pasar diasumsikan efisien sehingga tidak terdapat peluang *arbitrase*, yang berarti aset dengan tingkat risiko yang setara cenderung memberikan tingkat pengembalian yang seimbang. Dalam kerangka ini, faktor makroekonomi dan perubahan tak terduga menjadi penentu utama pergerakan *return* saham karena mencerminkan risiko yang tidak dapat didiversifikasi (Daariy et al., 2023; Pesaran & Smith, 2021).

Safe Haven Theory

Safe haven merupakan aset yang cenderung mampu mempertahankan atau meningkatkan nilainya ketika pasar berada dalam kondisi tidak pasti. Aset ini dimanfaatkan investor untuk melindungi portofolio dari penurunan nilai aset berisiko seperti saham. Dalam kondisi normal, hubungan antara aset *safe haven* dan pasar saham relatif lemah, namun saat krisis hubungan tersebut cenderung negatif sehingga berfungsi sebagai pelindung nilai (Feder-Sempach et al., 2024). Emas termasuk salah satu aset yang dikenal sebagai *safe haven* karena kemampuannya menjaga stabilitas nilai di tengah gejolak pasar, meskipun efektivitasnya dapat bervariasi (Raksakadarma & Rahadi, 2025; Xue, 2026).

Return Saham

Dalam aktivitas pasar modal, *return* saham digunakan untuk menggambarkan tingkat keuntungan yang diterima investor selama periode investasi tertentu. Keuntungan tersebut dapat berasal dari selisih kenaikan harga saham (*capital gain*) maupun pembagian dividen oleh perusahaan. Nilai *return* saham cenderung berfluktuasi karena dipengaruhi oleh perubahan kondisi ekonomi dan pergerakan pasar, sehingga investasi saham identik dengan tingkat risiko dan potensi imbal hasil yang relatif tinggi. Berdasarkan sifatnya, *return* saham dapat diklasifikasikan menjadi *realized return* yang dihitung dari data aktual periode sebelumnya serta *expected return* yang menunjukkan estimasi keuntungan yang diharapkan

investor pada masa mendatang. Dengan demikian, *return* saham memiliki peran penting sebagai ukuran dalam mengevaluasi kinerja investasi dan mendukung proses pengambilan keputusan investasi (Candy & Jacelyin, 2024; Pujiyasari et al., 2025).

Pengaruh *Return* Minyak terhadap *Return* Saham

Return minyak mencerminkan perubahan harga minyak yang berperan dalam memengaruhi *return* saham karena berkaitan dengan aktivitas ekonomi. Perubahan harga minyak yang dibahas dalam penelitian sebelumnya dapat diinterpretasikan sebagai pergerakan *return* yang memengaruhi biaya produksi, arus kas, dan ekspektasi keuntungan perusahaan. Peningkatan *return* minyak cenderung menekan kinerja perusahaan non-energi, namun dapat meningkatkan kinerja perusahaan di sektor energi dan komoditas. Oleh karena itu, *return* minyak tetap relevan dalam menjelaskan pergerakan *return* saham (Behera et al., 2024; Das, 2021).

Pengaruh *Return* Emas terhadap *Return* Saham

Return emas mencerminkan perubahan harga emas yang berkaitan dengan *return* saham, terutama saat ketidakpastian meningkat. Perubahan tersebut mendorong peralihan investasi ke aset aman sehingga dapat menekan *return* saham. Namun, pengaruhnya tidak selalu konsisten, karena beberapa studi menemukan hasil yang berbeda tergantung kondisi pasar (Rosdiyana & Setyaningsih, 2022; Wijaya et al., 2025). Oleh karena itu, *return* emas tetap relevan dalam menjelaskan dinamika *return* saham.

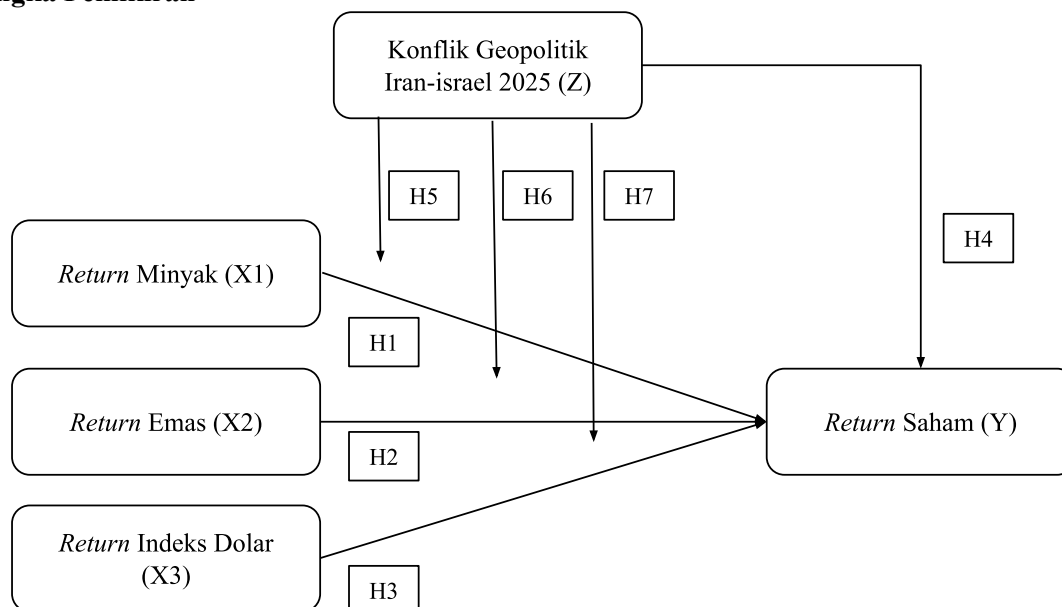
Pengaruh *Return* Indeks Dolar (DXY) terhadap *Return* Saham

Return DXY mencerminkan perubahan nilai dolar yang memengaruhi *return* saham melalui aliran modal dan perilaku investor, terutama saat ketidakpastian meningkat (Fatikasari et al., 2024). Perubahan ini juga berkaitan dengan kondisi makroekonomi global yang memengaruhi volatilitas pasar. Namun, pengaruhnya tidak selalu konsisten karena dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi dan peristiwa global (Benko et al., 2024). Oleh karena itu, *return* DXY memiliki hubungan yang dinamis dengan *return* saham.

Pengaruh Geopolitik terhadap *Return* Saham

Risiko geopolitik mencerminkan ketegangan antarnegara yang dapat memengaruhi stabilitas pasar keuangan. Peningkatan risiko ini cenderung menurunkan kepercayaan investor dan mendorong peralihan dari saham, sehingga berdampak pada penurunan *return* dan peningkatan volatilitas (Lamine & Zribi, 2024). Namun, pengaruhnya tidak selalu konsisten karena bergantung pada kondisi pasar dan situasi global (Enescu & Răileanu Szeles, 2026). Oleh karena itu, geopolitik menjadi faktor penting dalam menjelaskan dinamika *return* saham.

Kerangka Pemikiran



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Hipotesis

Pengaruh *Return* Minyak terhadap *Return* Saham

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa pergerakan harga minyak berkaitan dengan pasar saham, terutama pada sektor yang sensitif terhadap perubahan energi. Kenaikan harga minyak mencerminkan peningkatan potensi pendapatan sektor energi serta memengaruhi ekspektasi investor. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: *Return* minyak dunia berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

Pengaruh *Return* Emas terhadap *Return* Saham

Pergerakan emas berkaitan dengan pasar saham sebagai aset alternatif, terutama saat ketidakpastian meningkat. Kenaikan emas cenderung mendorong peralihan investasi dari saham ke aset yang lebih aman. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Return* emas dunia berpengaruh negatif terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

Pengaruh *Return* Indeks Dolar (DXY) terhadap *Return* Saham

Pergerakan indeks dolar mencerminkan kekuatan ekonomi global dan memengaruhi aliran modal. Penguatan dolar dalam beberapa kondisi dapat menekan kinerja saham karena meningkatkan biaya perdagangan dan menurunkan daya saing ekspor. Namun, pada sektor tertentu, penguatan dolar juga dapat mencerminkan meningkatnya arus modal dan optimisme pasar sehingga pengaruhnya terhadap *return* saham dapat berbeda tergantung kondisi pasar dan karakteristik sektor. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: *Return* indeks dolar (DXY) berpengaruh negatif terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

Pengaruh Geopolitik terhadap *Return Saham*

Risiko geopolitik meningkatkan ketidakpastian pasar dan menurunkan kepercayaan investor. Kondisi ini mendorong pengalihan dari aset berisiko seperti saham. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄: Ketegangan geopolitik berpengaruh negatif terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

Peran Moderasi Geopolitik pada *Return Minyak*

Dalam kondisi normal, kenaikan minyak dapat meningkatkan kinerja sektor energi. Namun, konflik geopolitik dapat mengganggu hubungan tersebut melalui peningkatan risiko dan ketidakpastian. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅: Geopolitik memoderasi (melemahkan) pengaruh positif *return* minyak terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

Peran Moderasi Geopolitik pada *Return Emas*

Emas berfungsi sebagai aset aman yang menarik saat ketidakpastian meningkat. Kondisi geopolitik dapat memperkuat peralihan investasi dari saham ke emas. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆: Geopolitik memoderasi (memperkuat) pengaruh negatif *return* emas terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

Peran Moderasi Geopolitik pada *Return Indeks Dolar (DXY)*

Perubahan indeks dolar dapat memengaruhi *return* saham melalui perubahan aliran modal dan perilaku investor. Dalam kondisi geopolitik yang tidak stabil, pergerakan dolar AS dan pasar saham cenderung mengalami peningkatan sensitivitas akibat perubahan preferensi investor terhadap aset tertentu. Oleh karena itu, kondisi geopolitik diperkirakan dapat memengaruhi hubungan antara *return* indeks dolar (DXY) dan *return* saham perusahaan sektor energi dan material. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₇: Geopolitik memoderasi (memperkuat) pengaruh negatif *return* indeks dolar (DXY) terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

Peran Simultan

Pergerakan *return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor makroekonomi, tetapi juga berkaitan dengan kondisi geopolitik yang terjadi secara bersamaan di pasar global. Berdasarkan hubungan tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis berikut:

H₈: *Return* minyak, *return* emas, *return* indeks dolar (DXY), geopolitik, serta interaksi moderasi berpengaruh secara simultan terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif untuk menguji pengaruh *return* minyak, *return* emas, dan *return* indeks dolar (DXY) terhadap *return* saham pada perusahaan sektor energi dan material, dengan konflik geopolitik sebagai variabel moderasi. Data yang digunakan berupa data sekunder harian yang mencakup harga saham, minyak, emas, dan DXY selama periode Maret hingga Juli 2025, yang diperoleh dari Yahoo Finance, Barchart, dan FRED. Periode konflik ditetapkan pada tanggal 13 Juni 2025 hingga 24 Juni 2025, yaitu sejak dimulainya serangan Israel terhadap Iran hingga diumumkannya gencatan senjata antara kedua pihak. Periode tersebut kemudian digunakan sebagai dasar pembentukan variabel *dummy* geopolitik.

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan sektor energi dan material yang termasuk dalam indeks S&P 500. Penentuan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* berdasarkan ketersediaan data, sehingga diperoleh sebanyak 47 perusahaan sebagai sampel penelitian.

Variabel penelitian terdiri dari *return* saham sebagai variabel dependen, *return* minyak, *return* emas, dan *return* DXY sebagai variabel independen, serta konflik geopolitik sebagai variabel moderasi yang diukur menggunakan variabel *dummy*, di mana nilai 1 diberikan pada periode konflik Iran-Israel tanggal 13 Juni 2025 hingga 24 Juni 2025 dan nilai 0 diberikan pada periode di luar konflik. Seluruh variabel *return* dihitung menggunakan *log return*.

Penggunaan analisis data panel dalam penelitian ini didasarkan pada kemampuannya menggabungkan variasi data antarperusahaan dan antarwaktu secara simultan sehingga dapat memberikan estimasi yang lebih komprehensif dibandingkan dengan penggunaan data *cross-section* atau *time series* secara terpisah. (Gujarati & Porter, 2009). Penelitian ini juga menggunakan pendekatan *cluster-robust standard errors* untuk menghasilkan estimasi *standard error* yang lebih robust terhadap potensi heteroskedastisitas dan autokorelasi pada data panel, sehingga hasil estimasi menjadi lebih konsisten dan dapat dipercaya (Wooldridge, 2002).

Analisis data menggunakan regresi data panel dengan model:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Z + \beta_5 (X_1 Z) + \beta_6 (X_2 Z) + \beta_7 (X_3 Z) + \varepsilon$$

Keterangan:

Y	= <i>Return</i> saham perusahaan sektor energi dan material
α	= Konstanta
$\beta_1 - \beta_7$	= Koefisien regresi masing-masing variabel
X_1	= <i>Return</i> minyak dunia
X_2	= <i>Return</i> emas dunia
X_3	= <i>Return</i> indeks dolar Amerika Serikat (DXY)
Z	= Variabel <i>dummy</i> geopolitik Iran-Israel tahun 2025
$X_1 Z$	= Interaksi <i>return</i> minyak dengan geopolitik
$X_2 Z$	= Interaksi <i>return</i> emas dengan geopolitik
$X_3 Z$	= Interaksi <i>return</i> indeks dolar Amerika Serikat (DXY) dengan geopolitik
ε	= <i>Error term</i>

Penentuan model dilakukan melalui uji Chow dan uji *Lagrange Multiplier*. Uji asumsi klasik yang digunakan meliputi normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, serta autokorelasi. Untuk mengatasi potensi pelanggaran asumsi klasik pada data panel, digunakan pendekatan *cluster-robust standard errors* agar estimasi koefisien dan standard error tetap konsisten. Selanjutnya, pengujian hipotesis dilakukan melalui uji t, uji F, dan uji moderasi. Seluruh proses analisis dikerjakan dengan menggunakan perangkat lunak Stata.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Pemilihan Model

Tabel 1. Hasil Uji Pemilihan Model

Metode Pengujian	Probabilitas	Keputusan
Chow Test	0,9985	<i>Common Effect Model</i>
Lagrange Multiplier Test	1,0000	<i>Common Effect Model</i>

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2026

Hasil uji Chow menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,9985 yang berada di atas tingkat signifikansi 0,05, sehingga model *Common Effect Model* lebih tepat digunakan dibandingkan *Fixed*

Effect Model. Selanjutnya, uji *Lagrange Multiplier* menghasilkan nilai probabilitas sebesar 1,0000 atau melebihi 0,05, sehingga *Common Effect Model* ditetapkan sebagai model akhir dalam penelitian ini.

Uji Asumsi Klasik

Tabel 2. Hasil Uji Asumsi Klasik

Jenis Uji	Hasil	Keterangan
Normalitas	Prob = $7,7 \times 10^{-68}$	Residual tidak terdistribusi normal
Multikolinearitas	Mean VIF = 1,79	Tidak terjadi Multikolinearitas
Heteroskedastisitas	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	Terjadi Heteroskedastisitas
Autokorelasi	Prob > F = 0,0000	Terjadi Autokorelasi

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2026

Hasil uji normalitas menggunakan *Jarque-Bera* test menunjukkan nilai probabilitas sebesar $7,7 \times 10^{-68}$ atau lebih kecil dari 0,05, sehingga residual penelitian tidak berdistribusi normal. Namun, ketidaknormalan residual dalam penelitian ini tidak menjadi permasalahan yang serius karena jumlah observasi yang digunakan relatif besar. Sesuai dengan konsep *Central Limit Theorem*, ukuran sampel yang besar memungkinkan estimator tetap mendekati distribusi normal sehingga pengujian statistik masih dapat digunakan dalam penelitian ini.

Hasil uji multikolinearitas menunjukkan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) seluruh variabel berada di bawah 10, sehingga model penelitian tidak mengalami masalah multikolinearitas. Sementara itu, hasil uji heteroskedastisitas dan autokorelasi menunjukkan nilai probabilitas di bawah tingkat signifikansi 0,05, yang mengindikasikan adanya heteroskedastisitas dan autokorelasi dalam model penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan pendekatan *cluster-robust standard errors* agar estimasi koefisien dan standard error tetap konsisten terhadap pelanggaran asumsi klasik pada data panel.

Analisis Regresi Data Panel

Tabel 3. Hasil Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Sig.
<i>Return</i> Minyak	0.5976	0.0382	15.66	0.000
<i>Return</i> Emas	-0.0400	0.0341	-1.17	0.246
<i>Return</i> DXY	0.3737	0.0897	4.17	0.000
<i>Dummy</i>	-0.0014	0.0008	-1.80	0.078
Minyak $\times$ <i>Dummy</i>	-0.5018	0.0280	-17.93	0.000
Emas $\times$ <i>Dummy</i>	-0.0811	0.1025	-0.79	0.433
DXY $\times$ <i>Dummy</i>	-1.5613	0.3711	-4.21	0.000
Konstanta	0.0005	0.0002	2.52	0.015

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2026

Keterangan: Jumlah observasi = 3.901; $R^2 = 0.2709$; Prob > F = 0.000; Metode: Regresi data panel dengan *cluster-robust standard errors*

Berdasarkan hasil regresi data panel, diperoleh persamaan model sebagai berikut:

$$Y = 0,0005 + 0,5976X_1 - 0,0400X_2 + 0,3737X_3 - 0,0014Z \\ - 0,5018(X_1Z) - 0,0811(X_2Z) - 1,5613(X_3Z) + \varepsilon$$

Persamaan regresi tersebut menunjukkan bahwa *return* minyak dan *return* indeks dolar Amerika

Serikat (DXY) memiliki hubungan positif terhadap return saham perusahaan sektor energi dan material. Sebaliknya, *return* emas, variabel geopolitik, serta variabel interaksi moderasi menunjukkan arah hubungan negatif terhadap return saham. Nilai koefisien interaksi yang bernilai negatif mengindikasikan bahwa kondisi geopolitik selama periode konflik cenderung memperlemah pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham.

Model memiliki Prob > F sebesar 0.000 yang menunjukkan bahwa seluruh variabel berpengaruh signifikan secara simultan terhadap *return* saham. Nilai R^2 sebesar 0,2709 mengindikasikan bahwa model menjelaskan sekitar 27,09% variasi *return* saham.

Uji Hipotesis

Uji Parsial (T)

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t), diperoleh hasil sebagai berikut:

Pengaruh *Return* Minyak terhadap *Return* Saham

Return minyak berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham sehingga H_1 diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kenaikan harga minyak cenderung meningkatkan prospek pendapatan perusahaan, khususnya pada sektor energi yang berkaitan langsung dengan aktivitas energi dan komoditas. Selain itu, peningkatan harga minyak juga dapat mencerminkan meningkatnya aktivitas industri sehingga memengaruhi optimisme investor terhadap kinerja perusahaan. Temuan ini sejalan dengan penelitian Pranita dan Riko Sutriyadi (2025) yang menyatakan bahwa pergerakan harga minyak memiliki keterkaitan dengan perubahan pasar saham. Berdasarkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT), perubahan *return* minyak mencerminkan risiko sistematis yang dapat memengaruhi respons investor serta dinamika *return* saham di pasar (Daariy et al., 2023; Pesaran & Smith, 2021).

Pengaruh *Return* Emas terhadap *Return* Saham

Return emas menunjukkan arah pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *return* saham sehingga H_2 tidak diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa pergerakan harga emas belum menjadi faktor utama yang memengaruhi *return* saham pada sektor energi dan material selama periode penelitian. Meskipun emas dikenal sebagai aset *safe haven*, investor kemungkinan cenderung mengalihkan preferensinya ke aset aman lain seperti dolar Amerika Serikat yang dinilai lebih likuid dan sensitif terhadap kondisi pasar global. Temuan tersebut berbeda dengan penelitian Sopiya et al. (2025) yang menyatakan bahwa emas dapat memengaruhi pasar saham pada kondisi ketidakpastian. Namun, hasil penelitian ini masih relevan dengan penelitian Afilia et al. (2024) yang menunjukkan bahwa pengaruh *return* komoditas terhadap *return* saham dapat berbeda pada masing-masing sektor. Dalam perspektif *Safe Haven Theory*, emas dipandang sebagai aset pelindung nilai yang digunakan investor ketika kondisi pasar berada dalam ketidakpastian, meskipun efektivitasnya dapat berbeda pada setiap kondisi pasar (Raksakadarma & Rahadi, 2025; Xue, 2026).

Pengaruh *Return* Indeks Dolar (DXY) terhadap *Return* Saham

Return indeks dolar (DXY) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham sehingga H_3 tidak diterima karena arah hubungan yang diperoleh berbeda dari hipotesis awal. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa penguatan dolar Amerika Serikat berkaitan dengan meningkatnya aliran modal dan optimisme investor terhadap pasar Amerika Serikat, termasuk pada sektor energi dan material. Selain itu, penguatan dolar juga dapat mencerminkan kondisi ekonomi domestik yang relatif stabil sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Mawarda et al. (2025) serta Pranita dan Riko Sutriyadi (2025) yang menunjukkan bahwa perubahan nilai tukar memiliki keterkaitan dengan pergerakan pasar saham. Dalam perspektif *Arbitrage Pricing Theory* (APT), perubahan nilai tukar dapat dipandang sebagai faktor makroekonomi yang memengaruhi ekspektasi investor dan dinamika *return* saham (Daariy et al., 2023; Pesaran & Smith, 2021).

Pengaruh Geopolitik terhadap *Return Saham*

Variabel konflik geopolitik tidak menunjukkan pengaruh signifikan secara langsung terhadap *return* saham, sehingga H_4 tidak diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa konflik geopolitik selama periode penelitian belum memberikan tekanan langsung yang cukup kuat terhadap kinerja saham sektor energi dan material. Kondisi ini dapat terjadi karena investor cenderung lebih merespons perubahan faktor makroekonomi seperti harga minyak dan indeks dolar dibandingkan dengan konflik geopolitik secara langsung. Temuan tersebut sejalan dengan penelitian Ferreira et al. (2024) yang menyatakan bahwa konflik geopolitik lebih berpengaruh terhadap volatilitas pasar dibandingkan *return* saham secara langsung. Dalam perspektif risiko geopolitik, peningkatan ketidakpastian global cenderung lebih memengaruhi volatilitas pasar dibandingkan *return* saham secara langsung, meskipun dampaknya dapat berbeda tergantung kondisi pasar dan situasi global (Lamine & Zribi, 2024; Enescu & Răileanu Szeles, 2026).

Peran Moderasi Geopolitik pada *Return Minyak*

Interaksi *return* minyak dengan konflik geopolitik menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan sehingga H_5 diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa konflik geopolitik cenderung memperlemah pengaruh positif *return* minyak terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material. Kondisi ini menunjukkan bahwa selama periode konflik, kenaikan harga minyak tidak selalu direspons positif oleh investor karena meningkatnya ketidakpastian pasar dan risiko ekonomi global. Meskipun sektor energi berpotensi memperoleh keuntungan dari kenaikan harga minyak, konflik geopolitik juga dapat meningkatkan kekhawatiran investor terhadap stabilitas pasar sehingga respons pasar saham menjadi lebih terbatas. Temuan tersebut sejalan dengan penelitian Mawarda et al. (2025) yang menyatakan bahwa konflik geopolitik dapat memengaruhi pasar melalui perubahan kondisi ekonomi global. Dalam perspektif *Arbitrage Pricing Theory* (APT), konflik geopolitik dapat meningkatkan ketidakpastian pasar sehingga memengaruhi respons investor terhadap perubahan faktor makroekonomi, termasuk *return* minyak (Daariy et al., 2023; Pesaran & Smith, 2021).

Peran Moderasi Geopolitik pada *Return Emas*

Interaksi *return* emas dengan konflik geopolitik tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, sehingga H_6 tidak diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa konflik geopolitik tidak banyak mengubah hubungan antara *return* emas dan *return* saham perusahaan sektor energi dan material. Kondisi ini menunjukkan bahwa peran emas sebagai aset *safe haven* cenderung tetap stabil baik pada periode konflik maupun *non*-konflik. Selain itu, investor kemungkinan lebih memanfaatkan emas sebagai instrumen lindung nilai jangka panjang dibandingkan sebagai faktor utama dalam pengambilan keputusan investasi saham sektoral. Dalam perspektif *Safe Haven Theory*, emas tetap dipandang sebagai aset pelindung nilai yang digunakan investor pada kondisi ketidakpastian, meskipun pengaruhnya terhadap *return* saham tidak selalu berubah secara signifikan pada setiap situasi pasar (Raksakadarma & Rahadi, 2025; Xue, 2026).

Peran Moderasi Geopolitik pada *Return Indeks Dolar (DXY)*

Interaksi *return* DXY dengan konflik geopolitik menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan, sehingga H_7 diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa konflik geopolitik cenderung memperlemah pengaruh *return* DXY terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material. Kondisi ini menunjukkan bahwa selama periode konflik, penguatan dolar Amerika Serikat lebih banyak dipandang oleh investor sebagai instrumen pelindung nilai dibandingkan dengan sinyal positif bagi pasar saham. Akibatnya, peningkatan permintaan terhadap dolar pada periode konflik tidak selalu diikuti dengan peningkatan optimisme terhadap pasar saham. Dalam perspektif *Arbitrage Pricing Theory* (APT), perubahan kondisi geopolitik dapat meningkatkan ketidakpastian pasar dan memengaruhi respons investor terhadap faktor makroekonomi, termasuk pergerakan nilai tukar dan indeks dolar (Daariy et al., 2023; Pesaran & Smith, 2021).

Uji Simultan (F)

Secara simultan, *return* minyak, *return* emas, *return* DXY, konflik geopolitik, serta interaksi moderasi menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham sehingga H_8 diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pergerakan *return* saham pada sektor energi dan material tidak hanya dipengaruhi oleh faktor makroekonomi secara individual, tetapi juga oleh dinamika geopolitik yang terjadi secara bersamaan di pasar global. Kondisi tersebut mencerminkan bahwa perubahan harga komoditas, nilai tukar, dan ketidakpastian geopolitik dapat membentuk respons investor serta memengaruhi pergerakan pasar saham secara simultan. Sejalan dengan *Arbitrage Pricing Theory* (APT), *return* saham dapat dipengaruhi oleh berbagai sumber risiko sistematis yang berasal dari kondisi ekonomi maupun faktor eksternal pasar yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi (Daariy et al., 2023; Pesaran & Smith, 2021).

SIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor makroekonomi berupa *return* minyak, *return* emas, dan *return* indeks dolar Amerika Serikat (DXY) memiliki hubungan yang berbeda terhadap *return* saham perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500. *Return* minyak dan *return* DXY terbukti berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *return* emas tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Selain itu, konflik geopolitik Iran-Israel tahun 2025 terbukti memoderasi hubungan *return* minyak dan *return* DXY terhadap *return* saham, namun tidak memoderasi hubungan *return* emas terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dinamika *return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor makroekonomi, tetapi juga kondisi geopolitik global yang dapat memengaruhi respons investor dan pasar keuangan.

Penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menginterpretasikan hasil penelitian. Sampel penelitian yang digunakan hanya mencakup perusahaan sektor energi dan material pada indeks S&P 500 sehingga hasil penelitian belum sepenuhnya menggambarkan kondisi seluruh sektor pasar saham. Selain itu, periode pengamatan yang relatif singkat menyebabkan penelitian ini belum mampu merepresentasikan dinamika pasar dalam jangka panjang maupun pada kondisi ekonomi yang berbeda.

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas cakupan sektor penelitian agar hasil yang diperoleh dapat memberikan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai pengaruh faktor makroekonomi dan geopolitik terhadap pasar saham. Selain itu, penelitian berikutnya juga dapat menambahkan variabel makroekonomi lain serta menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang untuk memperoleh hasil analisis yang lebih mendalam dan komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Afilia, B. R., Purwani, T., Santoso, R. B., & Suhaji. (2024). Pengaruh return harga logam dasar terhadap return indeks IDX Basic Materials. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi Bisnis Digital, Ekonomi Kreatif, dan Entrepreneur*, 4(2). <https://doi.org/10.56456/jebdeker.v4i2.274>
- Behera, C., Priyadarsini, B. T., & Patnaik, D. (2024). Impact Of Geopolitical Risk And Crude Oil Prices On Stock Return. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan/Monetary and Banking Economics Bulletin*, 27, 45–58. <https://doi.org/10.59091/2460-9196.2158>
- Benko, M., Kononova, O., Prokopova, O., Kuzmenko, O., & Vlasenko, T. (2024). Currency market volatility during the COVID-19 pandemic. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 11(4), 721–735. <https://doi.org/10.15549/jeecar.v11i4.1598>

- Candy, & Jacelyin. (2024). Macroeconomic Factors on Stock Return at IDX Value 30. *Jurnal Indonesia Sosial Teknologi*, 5(4). <http://jist.publikasiindonesia.id/>
- Daariy, A., Djamaluddin, S., & Sumarto, A. H. (2023). Macroeconomic Factors and Stock Returns: An Approach of Arbitrage Pricing Theory in the Food and Beverage Industry. *Journal Of Economics, Finance And Management Studies*, 06(01). <https://doi.org/10.47191/jefms/v6-i01-47>
- Das, S. (2021). The Time–Frequency Relationship between Oil Price, Stock Returns and Exchange Rate. *Journal of Business Cycle Research*, 17(2), 129–149. <https://doi.org/10.1007/s41549-021-00057-3>
- Enescu, A.-G., & Răileanu Szeles, M. (2026). Geopolitical Risks and Global Stock Market Dynamics: A Quantile-Based Approach. *International Journal of Financial Studies*, 14(4), 85. <https://doi.org/10.3390/ijfs14040085>
- Fatikasari, I., Robiyanto, R., & Wijayanto, P. (2024). Stock Market Volatility in ASEAN Plus Three Countries during Geopolitical Crisis. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 12(3), 575–592. <https://doi.org/10.17509/jrak.v12i3.74333>
- Feder-Sempach, E., Szczepocki, P., & Bogolebska, J. (2024). Global uncertainty and potential shelters: gold, bitcoin, and currencies as weak and strong safe havens for main world stock markets. *Financial Innovation*, 10(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-023-00589-w>
- Ferreira, P. D. C., Hayon, Y. A., Sudarynianto, N. S., & Pandin, M. Y. R. (2024). Respon pasar keuangan global terhadap perang Israel–Iran: Implikasi bagi manajemen investasi. *Jurnal Masharif al-Syariah: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah*, 9(5), 3364–3370. <https://journal.um-surabaya.ac.id/Mas/article/view/24388>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Lamine, A., & Zribi, S. (2024). Do geopolitical risks affect stock market returns and volatilities: an analysis based on the TVP-VAR model. *European Journal of Government and Economics*, 13(2), 240–261. <https://doi.org/10.17979/ejge.2024.13.2.10168>
- Mawarda, R., Sari, H. M. K., & Sriyono. (2025). Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) ikut berperang di pasar dunia (Studi kasus konflik Iran–Israel). *Jurnal Manajemen Terapan dan Keuangan (Mankeu)*, 14(2), 608–623. <https://doi.org/10.22437/jmk.v14i2.44180>
- Mufaridho, L. M. W., Jalaludin, P., & Amigo, R. (2025). Analisis Respon Indeks Dolar Terhadap Pasar Saham Amerika Menggunakan Model Vector Auto Regressive. *Jurnal Gaussian*, 14(1), 236–246. <https://doi.org/10.14710/j.gauss.14.1.236-246>
- Pesaran, M. H., & Smith, R. P. (2021). Arbitrage pricing theory, the stochastic discount factor and estimation of risk premia from portfolios. <https://ideas.repec.org>
- Pranita, F. L., & Riko Sutriyadi. (2025). Pengaruh Harga Emas Dunia, Harga Minyak Dunia Dan Nilai Tukar Usd Terhadap Harga Saham Lq45. *Jurnal Lentera Akuntansi*, 10(1), 127–134. <https://doi.org/10.34127/jrakt.v10i1.1660>
- Pujiyasari, W., Sudarwadi, H., & Simanjuntak, V. (2025). Analysis of the Impact of Rights Issue Announcements on the Stock Returns of Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the Period 2020–2023. *Amkop Management Accounting Review (AMAR)*, 5(1), 348–362. <https://doi.org/10.37531/amar.v5i1.2683>

- Raksakadarma, B. A., & Rahadi, R. A. (2025). Safe-Haven and Diversification Roles of Gold and Bitcoin: Evidence from Financial Markets. *Eduvest-Journal of Universal Studies*, 5. <http://eduvest.greenvest.co.id>
- Rosdiyana, & Setyaningsih, N. D. (2022). Pengaruh kurs, suku bunga, inflasi, dan harga emas dunia terhadap return saham. *Jurnal EMA: Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi*, 7(2), 85–94. <https://doi.org/10.47335/ema.v7i2.130>
- Sopiyah, S., Safitri, L., Rodiyah, A., Noer Anisah, E., Sundana, H., & Afandi, A. (2025). Pengaruh Harga Emas Dunia, Harga Minyak Dunia Dan Indeks Dow Jones (DJIA) Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Indonesia Pada Periode Perang Dagang AS-Tiongkok. *PARADOKS Jurnal Ilmu Ekonomi*, 8(3). <https://doi.org/10.57178/paradoks.v8i3.1377>
- Wijaya, I., Ferdian, R., Aisyah, S., Marpaung, R. J. H., & Mamuju, M. (2025). Pengaruh perubahan harga emas, tingkat suku bunga, dan nilai tukar terhadap return saham IHSG. *Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 6(2). <https://doi.org/10.47467/elmal.v6i2.7137>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.
- Xue, Y. (2026). Machine Learning Assessment of Golds Safe-Haven Role During Market Crises. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 252(1), 107–112. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/2026.ld31134>