

Pengaruh Variabel Ekonomi Makro dan Kebijakan Moneter Terhadap Indeks Saham di ASEAN dan Negara Maju

Alif Herwinandityo Kartowisastro¹, Nuning Trihadmini^{1*}

Afiliasi Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya Jakarta¹

Email nuning.trihadmini@atmajaya.ac.id*

DOI <https://doi.org/10.23969/jrie.v4i2.114>

Sitasi Kartowisastro, A. H., & Trihadmini, N. Pengaruh Variabel Ekonomi Makro dan Kebijakan Moneter Terhadap Indeks Saham di ASEAN dan Negara Maju. *Jurnal Riset Ilmu Ekonomi*, 4(2), 86–100. <https://doi.org/10.23969/jrie.v4i2.114>



Copyright (c) 2024 Jurnal Riset Ilmu Ekonomi

Creative Commons License

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International License.

ABSTRACT

The stock market is an essential part of the financial market in the economy. Using the Arbitrage Pricing Theory, this research aims to determine the influence of macroeconomic variables and monetary policy on stock indices in 5 ASEAN countries and 4 developed countries in 2010–2019. The method used is Panel Data using the Fixed Effect Model (FEM). The macroeconomic independent variables are inflation, money supply, and exchange rate, while the central bank interest rate represents the monetary policy variable. In ASEAN countries and developed countries, inflation and exchange rates positively influence both groups of countries, but the impact is greater on developed countries, while policy interest rates have a negative impact but the intensity of the influence in ASEAN countries is greater. The difference from this comparison is in the money supply, where ASEAN has a positive influence, while developed countries have a negative effect. This can be caused by the factors of inflation expectations, market liquidity, and economic growth. The contribution of this research to ASEAN countries, especially Indonesia, is identifying macroeconomic factors influencing stock index movements, aiding policymakers in formulating effective policies, developing better investment strategies, and mitigating market risks.

Keywords: Arbitrage Pricing Theory, Stock Index, Macroeconomic Variables, Monetary Policy

JEL Classification: E02, E52, E60

ABSTRAK

Pasar saham merupakan bagian penting dari pasar keuangan dalam perekonomian. Dengan menggunakan Teori Penetapan Harga Arbitrase, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel makroekonomi dan kebijakan moneter terhadap indeks saham di 5 negara ASEAN dan 4 negara maju tahun 2010-2019. Metode yang digunakan adalah Data Panel dengan menggunakan Model Efek Tetap (Fixed Effect Model/FEM). Variabel bebas makroekonomi adalah inflasi, jumlah uang beredar, dan nilai tukar, sedangkan suku bunga bank sentral merupakan variabel kebijakan moneter. Di negara ASEAN dan negara maju, inflasi dan nilai tukar berpengaruh positif terhadap kedua kelompok negara tersebut, namun pengaruhnya lebih besar terhadap negara maju, sedangkan suku bunga kebijakan berdampak negatif namun intensitas pengaruhnya di negara ASEAN lebih besar. Perbedaan dari perbandingan ini terdapat pada jumlah uang beredar, dimana ASEAN memiliki pengaruh positif, sedangkan negara maju memiliki pengaruh negatif. Hal ini dapat disebabkan oleh faktor ekspektasi inflasi, likuiditas pasar, dan pertumbuhan ekonomi. Kontribusi penelitian ini bagi negara-negara ASEAN, khususnya Indonesia, adalah mengidentifikasi faktor-faktor ekonomi makro yang memengaruhi pergerakan indeks saham, membantu pembuat kebijakan dalam merumuskan kebijakan yang efektif, mengembangkan strategi investasi yang lebih baik, dan mengurangi risiko pasar.

Kata Kunci: Teori Penetapan Harga Arbitrase, Indeks Saham, Variabel Makroekonomi, Kebijakan Moneter

Klasifikasi JEL: E02, E52, E60

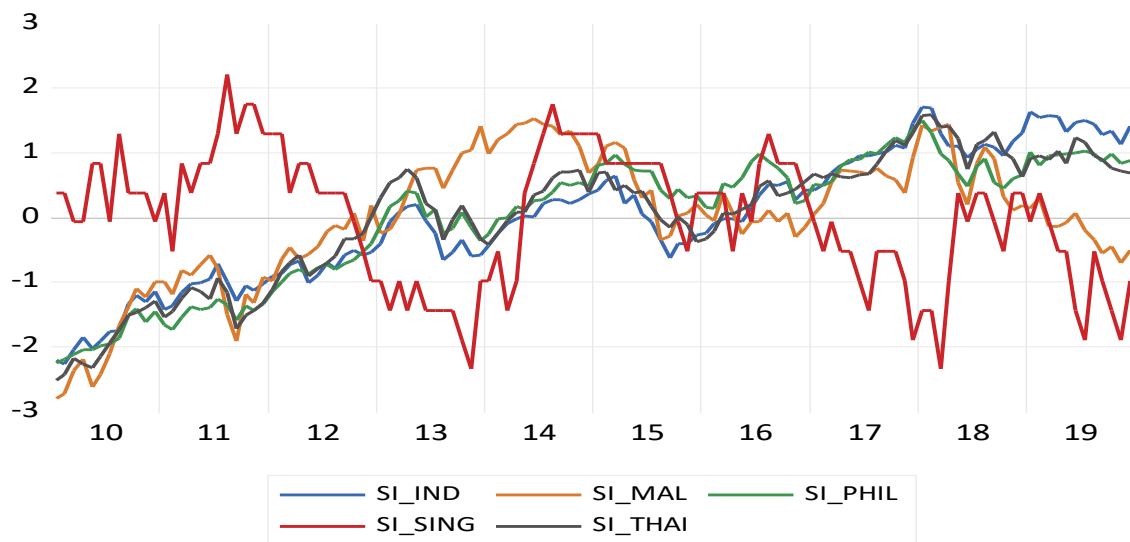
PENDAHULUAN

Peran mendasar pasar modal adalah mengalokasikan modal secara efisien. Dalam sebuah pasar ideal, harga akan mencerminkan nilai-nilai fundamental sehingga sumber daya dialokasikan kepada mereka yang bersedia membayar harga tertentu untuk memperoleh saham dengan nilai tertentu. Memahami faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham sangat penting bagi investor. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham, diantaranya adalah kekuatan permintaan dan penawaran di pasar saham. Terdapat beberapa teori yang dapat menjelaskan pergerakan dan dinamika harga saham, diantaranya adalah *Arbitrage Pricing Theory* (APT)(Ingersoll & Littlefield, n.d., 1987) serta *Efficient Market Hypothesis* (Elton et al., n.d., 2014). Penelitian ini menggunakan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dalam menganalisis dinamika harga saham karena menyediakan kerangka teoritis untuk menganalisis bagaimana variabel makroekonomi seperti suku bunga, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi dapat mempengaruhi harga saham.

Selain APT terdapat juga teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang menyatakan bahwa pasar akan efisien jika harga sepenuhnya mencerminkan informasi yang

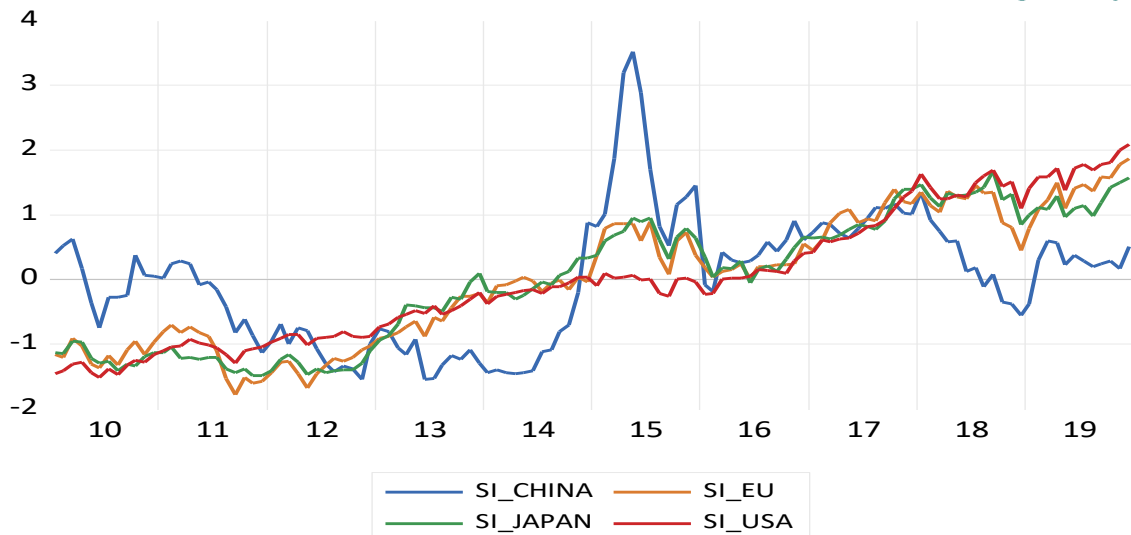
tersedia. *Efficient Market Hypothesis* (EMH) adalah salah satu teori yang memberikan dasar bagaimana harga saham terbentuk. Teori tersebut menyatakan bahwa harga saham yang terjadi, merefleksikan semua informasi yang ada, baik informasi fundamental ataupun *insider information*. Hipotesis yang berlaku pada EMH adalah bahwa saham diperdagangkan pada nilai pasar wajarnya di bursa, walaupun pada kenyataannya ada kemungkinan menyimpang dari nilai pasarnya, (Maloumian, 2022, Malkiel, 2003).

Penelitian ini melakukan analisis pergerakan harga saham di lima negara ASEAN dan empat negara maju. Pemilihan sampel lima negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Thailand, Singapore, Philippina) didasarkan pada pertimbangan bahwa Indonesia merupakan bagian dari ASEAN, PDB ASEAN menyumbang 7,2% dari total PDB dunia (World Economics, 2024) serta pertumbuhan pasar modal mencapai hingga 24,7% *year-over-year* yang dipimpin oleh Singapura, Indonesia, dan Thailand. Atas dasar tersebut maka para ekonom dan peneliti tertarik untuk menemukan hubungan variabel-variabel ekonomi dengan pasar saham ASEAN bahkan membandingkannya dengan negara-negara lain. Negara maju plus China (Amerika Serikat, Eropa, Jepang, China) menjadi *benchmark* dalam perekonomian global sehingga menarik untuk dilakukan komparasi dengan negara ASEAN. Transaksi keuangan dan sumber daya dari negara maju mengalir ke *emerging market* termasuk ASEAN, dimana seringkali shock yang ditimbulkan dapat menyebabkan dampak positif ataupun juga negatif seperti meningkatnya kerentanan perekonomian. Berikut ini adalah perkembangan indeks saham di lima negara ASEAN dan negara maju.



Gambar 1. Perkembangan Indeks saham di Lima Negara Asean

Sumber: Data diolah



Gambar 2. Perkembangan Indeks Saham di Empat Negara Maju

Sumber: Data diolah

Grafik 1 dan Grafik 2 menunjukkan dinamika pergerakan indeks saham negara ASEAN dan negara maju. Terdapat perbedaan pola pergerakan, dimana pada lima negara ASEAN lebih menunjukkan terjadinya fluktuasi yang lebih sering terjadi dibandingkan dengan negara maju. Straits Times Index (^STI) pada bursa saham Singapore menunjukkan pola pergerakan paling aktif di ASEAN, sementara itu Shanghai Stock Exchange Composite Index (^SSECI) juga menunjukkan kenaikan dan penurunan yang tinggi. Pergerakan indeks saham tersebut tidak terlepas dari berbagai faktor yang mempengaruhinya, baik domestik ataupun faktor global.

Beberapa literatur terdahulu mendokumentasikan adanya pengaruh variabel makro terhadap pergerakan indeks saham. (Botey-Fullat et al., 2023a) melakukan identifikasi kausalitas variabel makro terhadap pasar saham di Spanyol, dengan model VAR. Hasil penelitian menunjukkan adanya *lag impact* dari suku bunga, uang beredar M1 dan tingkat pengangguran terhadap indeks saham di Bursa Madrid (Madrid Stock Exchange). Kausalitas juga menunjukkan adanya pengaruh dua arah antara *stock index* terhadap suku bunga. Di sisi lain pergerakan indeks saham juga menggerakkan *industrial production index*, *manufacturing activity index*, dan *economic sentiment index*.

Penelitian tentang pengaruh variabel makro terhadap indeks saham di Pakistan dengan menggunakan metode ARDL juga dilakukan oleh (Khan & Khan, 2018a). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel suku bunga, nilai tukar, dan uang beredar memiliki pengaruh signifikan terhadap pergerakan indeks saham di *Karachi Stock Exchange*, sementara dalam jangka pendek tidak berpengaruh, kecuali nilai tukar. Pasar saham sangat sensitif terhadap guncangan variabel makroekonomi serta dari peningkatan *uncertainty*, dan dampaknya lebih terasa dalam jangka panjang dibandingkan jangka pendek (Bouzgarrou et al., 2023)

Penelitian tentang pengaruh variabel makro terhadap indeks saham di Malaysia dengan model kointegrasi, menghasilkan temuan bahwa nilai tukar riil efektif mempunyai pengaruh positif moderat terhadap indeks KLCI, tingkat inflasi dan suku *overnight* (O/N) berpengaruh positif dalam jangka panjang, serta uang beredar M2 memiliki efek negatif (Siang & Rayappan, 2023).

Analisis hubungan antara suku bunga dan indeks saham di negara Turki menghasilkan temuan bahwa terdapat hubungan negatif dalam jangka panjang antara suku bunga dan indeks saham. Hasil tersebut *robust* dengan tiga pengujian yang berbeda yaitu dengan metode DOLS, ARDL, dan VAR, (Tursoy, 2019a). Variabel makro yang meliputi lag M1, lag suku bunga, dan tingkat pengangguran juga memiliki hubungan kausalitas dengan indeks saham (Botey-Fullat et al., 2023b). Penelitian sejenis dengan sampel negara G7 dilakukan oleh Humpe dan McMillan (2020) menggunakan metode ARDL, menemukan bahwa output industri memiliki hubungan positif dengan indeks saham, sementara inflasi, nilai tukar dan suku bunga signifikan secara negatif. Output yang tinggi dan suku bunga yang rendah berdampak kepada kenaikan indeks saham pada jangka panjang, namun inflasi yang tinggi menyebabkan penurunan drastis pada indeks saham. Signal yang diberikan adalah kenaikan inflasi akan meningkatkan suku bunga dan premi risiko, sehingga bisa berdampak pada penurunan kinerja perusahaan.

Dari beberapa literatur mengindikasikan bahwa dampak guncangan variabel makroekonomi serta kebijakan moneter terhadap pergerakan indeks saham di berbagai negara memberikan hasil yang berbeda-beda (Botey-Fullat et al., 2023c; de Mendonça & Díaz, 2023; Siang & Rayappan, 2023b; Wang et al., 2023). Perbedaan tersebut dapat disebabkan karena faktor sampel penelitian yang berbeda sehingga menghasilkan data yang berbeda pula, ataupun penggunaan model penelitian yang berbeda. Celah penelitian dari beberapa literatur terdahulu adalah masih jarang riset yang menganalisis topik sejenis dengan sampel penelitian kawasan ASEAN dan negara maju, pendekatan model *Arbitrage Pricing Theory* belum secara eksplisit dinyatakan, belum banyaknya penggunaan metode Data Panel dalam melakukan analisis, serta masih jarang yang melakukan analisis komparasi.

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisis komparasi pengaruh variabel makroekonomi dan kebijakan moneter terhadap pergerakan saham di lima negara ASEAN dan empat negara maju. Penelitian ini sangat penting dilakukan, mengingat variabel makro adalah variabel yang menjadi *leading indicator*, dimana pergerakannya memiliki *forward impact* terhadap variabel lain, termasuk pengaruhnya terhadap pergerakan indeks saham. Sama halnya dengan kebijakan moneter, perubahan *stance* kebijakan tersebut akan ditransmisikan ke variabel lain baik secara nasional atau global. Keunggulan dan keterbaruan penelitian ini adalah melakukan komparasi bagaimana pengaruh variabel makro dan kebijakan moneter pada lima negara ASEAN dibandingkan dengan empat negara maju, dimana pada literatur sebelumnya belum banyak dilakukan penelitian.

METODE

Penelitian ini menggunakan metode *Data Panel Fixed Effect Model*. Periode analisis dilakukan dari tahun 2010 sampai 2019, dengan menggunakan data bulanan yang diolah dengan menggunakan software Eviews-12. Variabel kebijakan moneter yang digunakan adalah suku bunga kebijakan bank sentral masing-masing negara, serta variabel makroekonomi meliputi jumlah uang beredar (M2), CPI sebagai *proxy* dari tingkat harga, dan nilai tukar. Adapun data-data yang digunakan dalam penelitian ini selengkapnya adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Data dan Sumber Data

Variabel	Satuan	Sumber
IDX Composite (^JKSE)	Indeks	finance.yahoo.com
Kuala Lumpur Composite Index (^KLSE)	Indeks	finance.yahoo.com
Straight Times Index (^STI)	Indeks	finance.yahoo.com
Stock Exchange of Thailand (^SET)	Indeks	finance.yahoo.com
Philippine Stock Exchange Composite Index (^PSEi).	Indeks	finance.yahoo.com
Dow Jones Industrial Average (^DJI)	Indeks	finance.yahoo.com
Euronex 100 Index (^N100)	Indeks	finance.yahoo.com
Nikkei 225 (^N225)	Indeks	finance.yahoo.com
Shanghai Stock Exchange Composite Index (^SSECI).	Indeks	finance.yahoo.com
CPI_Indonesia	Indeks	bps.go.id
CPI_Malaysia	Indeks	Departemen Statistik Malaysia
CPI_Singapore	Indeks	Economics Trader
CPI_Thailand	Indeks	Thailand's Ministry of Commerce
CPI-Philippina	Indeks	Philippine Statistic Authority
BI-7 Day Reverse Repo Rate	Persen	Bi.go.id
Malaysia Policy Rate	Persen	Bank Negara Malaysia
Policy rate of Singapore	Persen	Monetary Authority of Singapore
Bangkok Interbank Offered Rate (BIBOR)	Persen	Bank of Thailand
Philippina policy Rate	Persen	Bangko Sentral ng Pilipinas
M2 (Untuk semua negara dalam penelitian)	miliar dolar AS	FRED st.Louise
Nilai Tukar (per USD) untuk semua negara dlm penelitian	Nilai tukar nominal	Finance.yahoo.com

Spesifikasi model yang digunakan untuk negara maju plus China adalah sebagai berikut:

$$SI_{it} = \alpha_1 + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 MOS_{it} + \beta_3 EXC_{it} + \beta_4 INT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Sementara spesifikasi untuk negara ASEAN adalah sebagai berikut:

$$SI_{it} = \alpha_1 + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 MOS_{it} + \beta_3 EXC_{it} + \beta_4 INT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Keterangan:

Persamaan (1) adalah spesifikasi model untuk negara maju plus China

Persamaan (2) adalah spesifikasi model untuk negara ASEAN

i = *cross sections* negara

t = Periode waktu

SI = Stock Index

INF = inflasi

MOS = Jumlah jumlah uang beredar (M2)

EXC = Tingkat nilai tukar

INT = Tingkat suku bunga

ε_{it} = Standard Error

Model dalam persamaan (1) dan (2) adalah sama, yang membedakan adalah sampel negaranya. Negara maju dalam analisis ini adalah Amerika Serikat, Uni Eropa, dan Jepang, kemudian ditambahkan China. Negara-negara tersebut memiliki ekonomi yang kuat, infrastruktur yang jadu, dan standart hidup tinggi. Sementara itu lima negara ASEAN yang dianalisis adalah; Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, dan Philippina. Analisis didahului dengan pemilihan model terbaik antara *Pooled Least Square* dengan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan menggunakan *Chow test*. Apabila hasil *chow test* mendapatkan model PLS adalah yang terbaik, maka analisis ekonomi dilakukan pada model PLS. Namun apabila hasil terbaik sementara adalah *Fixed Effect Model* (FEM), maka estimasi data dilanjutkan pada *Random Effect Model* (REM), baru kemudian dilakukan pengujian *Hausman Test* untuk menentukan apakah model FEM ataukah REM yang terpilih sebagai model terbaik. Untuk mempertajam analisis, penelitian ini juga menganalisis deskriptif statistik untuk memberikan gambaran tentang dinamika variabel-variabel penelitian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan analisis data panel sehingga untuk menentukan model terbaik diantara *Pooled Leas Square* (PLS), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) dilakukan beberapa tahap pengujian. Pengujian pertama dengan menggunakan *Chow tes*, dengan hipotesis yang akan diuji adalah; H_0 : *Pooled Least Square* (Model PLS), H_1 : *Fixed Effect Model* (Model FEM). Adapun hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil Chow-Tes Negara ASEAN & Negara Maju

Redundant Fixed Effects Tests (ASEAN)			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1150.35	(4,591)	0.0000
Redundant Fixed Effects Tests (Negara Maju)			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	626.40	(3,472)	0.0000

Sumber: Data diolah

Dari Tabel 4 diketahui bahwa p-value F statistik $< \alpha$ 5% untuk negara ASEAN dan maju, sehingga menolak H_0 yang artinya model terbaik sementara adalah FEM. Oleh karena

itu pengujian dilanjutkan dengan melakukan estimasi model REM dan melakukan uji Hausman Tes. Adapun hipotesisnya adalah sebagai berikut;

H0 : Random Effect Model (REM), H1 : Fixed effect Model (FEM). Hasil estimasi Hausman tes adalah sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Estimasi Hausman Test Negara ASEAN & Negara maju

Correlated Random Effects - Hausman Test (ASEAN)			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4601.40	4	0.0000

Sumber: Data diolah

Pada pengujian Hausman di kelompok negara ASEAN ditemukan p-value Chi-Square statistik sebesar 0,0000 dibawah σ 5%, sehingga menerima H1 dan model terbaik untuk analisis selanjutnya adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Pengujian Hausman tidak dapat dilakukan pada kelompok negara maju karena regresi *Random Effect Model* (REM) mensyaratkan jumlah *cross section* harus lebih besar dari variabel X yang diestimasi. Oleh karena itu model terbaik untuk negara maju juga mengikuti model FEM.

Berdasarkan pengujian sebelumnya diketahui bahwa model terbaik adalah *Fixed Effect Model* (FEM), sehingga analisis ini didasarkan atas model tersebut. Berdasarkan Tabel 6 diketahui bahwa semua variabel baik variabel kebijakan moneter ataupun variabel makro signifikan berpengaruh terhadap indeks saham ASEAN ataupun di negara maju. Hampir semua variabel memiliki arah hubungan yang sama dengan indeks saham kecuali variabel jumlah uang beredar, dimana pada negara maju memiliki arah hubungan negatif sementara di negara ASEAN memiliki hubungan positif.

Variabel pertama adalah jumlah uang beredar (*money supply*). Berdasarkan Tabel 6 dan 7 dapat diketahui bahwa pada negara ASEAN, uang beredar memiliki hubungan positif sementara pada negara maju memiliki hubungan negatif. Hubungan positif antara uang beredar terhadap indeks saham adalah pengaruhnya melalui *investment behavior*. Peningkatan uang beredar mempengaruhi masuknya likuiditas ke dalam sistem keuangan, diantaranya peningkatan investasi pada saham. Peningkatan investasi ini akan meningkatkan harga saham beserta indexnya. Semakin banyak uang mengalir ke pasar saham, hal ini dapat menaikkan harga saham secara artifisial, (A. Conrad, 2021). Jumlah uang beredar juga dapat mempengaruhi pasar saham melalui saluran keseimbangan portofolio pada transmisi moneter. Peningkatan uang beredar menyebabkan kenaikan harga saham karena investor melakukan realokasi portofolionya, sehingga membawa permintaan baru ke pasar saham, (Pícha, 2017)

Tabel 6. Hasil Regresi Fixed Effect Model Negara ASEAN

Dependent Variable : Stock Index				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9889.98	655.07	-15.097	0.0000
CPI?	28.71	2.72	10.546	0.0000
ER?	0.132	0.018	7.121	0.0000
LOG(M2?)	640.62	49.06	13.057	0.0000
IRATE?	-73.83	35.69	-2.068	0.0390
Adjusted R-squared	0.969259			

Sumber: Data diolah

Tabel 7. Hasil Regresi Fixed Effect Model (FEM) Negara Maju

Dependent Variable: Stock Index				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-27762.80	1199.97	-23.136	0.0000
ER?	3.04	0.12	23.737	0.0000
CPI?	45.57	1.018	44.717	0.0000
LOG(M2?)	-105.98	79.21	-1.338	0.1815
IRATE?	-65.96	22.92	-2.877	0.0042
Adjusted R-squared	0.989189			

Sumber: data diolah

Sementara itu pada negara maju, kenaikan uang beredar berdampak negatif terhadap indeks saham karena kekhawatiran terhadap inflasi dan potensi *overheating* ekonomi. Ketika jumlah uang beredar meningkat pesat, hal ini dapat menyebabkan tekanan inflasi, mengikis daya beli dari uang dan mengurangi keuntungan riil investasi, termasuk saham. Investor menjadi lebih waspada dalam memegang saham di tengah perekonomian yang mengalami peningkatan inflasi, sehingga menyebabkan penurunan harga saham. (Baek et al., 2024a)

Variabel makro kedua adalah nilai tukar, yang memiliki pengaruh positif terhadap indeks saham pada negara maju ataupun ASEAN. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Pícha, 2017), yang menyatakan bahwa peningkatan nilai tukar biasanya dihubungkan dengan peningkatan daya beli masyarakat dan pertumbuhan ekonomi, yang dapat berdampak positif pada kinerja pasar saham. Hubungan positif menunjukkan ketika nilai tukar terdepresiasi, maka indeks saham akan menguat. Kondisi ini relevan untuk perusahaan-perusahaan yang berorientasi ekspor. Selain itu, dampak nilai tukar terhadap indeks saham dapat bervariasi tergantung pada berbagai faktor seperti kondisi perekonomian negara, hubungan dagang, dan sentimen investor (Baek et al., 2024b). Secara umum, depresiasi nilai tukar dapat menguntungkan perusahaan-perusahaan yang berorientasi ekspor dengan menjadikan produk mereka lebih kompetitif di pasar internasional, yang berpotensi menyebabkan harga saham lebih tinggi (Wang et al., 2023). Sebaliknya, penguatan nilai tukar dapat berdampak negatif terhadap perusahaan yang berfokus pada ekspor namun dapat menguntungkan perusahaan yang bergantung pada impor untuk operasional mereka. Selain itu, fluktuasi nilai tukar dapat mempengaruhi kepercayaan

investor dan volatilitas pasar, sehingga mempengaruhi kinerja indeks saham secara keseluruhan, (Baek et al., 2024).

Selain itu, nilai tukar dapat mempengaruhi indeks saham melalui beberapa saluran berikut ini, (Botey-Fullat et al., 2023d): i) *Competitiveness and Profitability*, depresiasi nilai tukar menyebabkan ekspor menjadi lebih murah dan impor menjadi lebih mahal, sehingga meningkatkan daya saing dan profitabilitas perusahaan yang berorientasi ekspor. Hal ini menyebabkan harga saham menjadi lebih tinggi seiring meningkatnya prospek pendapatan dimasa yang akan datang. ii) *Foreign Investment*, dimana perubahan nilai tukar dapat mempengaruhi daya tarik pasar saham suatu negara di mata investor asing. Melemahnya mata uang dalam negeri dapat membuat aset dalam negeri lebih murah bagi investor asing, sehingga berpotensi meningkatkan investasi asing dan permintaan terhadap saham dalam negeri. iii) *Market Sentiment*, depresiasi mata uang yang cepat dapat dilihat sebagai tanda kelemahan atau ketidakstabilan ekonomi, yang menyebabkan kurangnya kepercayaan investor dan penurunan harga saham.

Variabel makro yang ketiga adalah inflasi. Baik pada negara ASEAN ataupun negara maju, inflasi yang seharusnya memiliki efek negatif terhadap indeks saham, ternyata dalam penelitian ini memiliki hubungan positif. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang ditulis oleh (Botey-Fullat et al., 2023d), (Khan & Khan, 2018b), dan (Wang et al., 2023) yang menyatakan bahwa pada umumnya inflasi dapat menyebabkan turunnya harga saham melalui kenaikan biaya input dan *cost of capital*, peningkatan biaya pinjaman baik untuk perusahaan maupun konsumen, meningkatnya sentimen investor melalui peningkatan ketidakpastian pasar, serta penurunan berbagai sektor ekonomi.

Sementara itu inflasi dapat berdampak positif pada pasar saham jika berada pada tingkat moderat dan dibarengi dengan pertumbuhan ekonomi. Inflasi yang moderat dapat menandakan perekonomian yang sehat dengan meningkatnya permintaan konsumen dan meningkatnya keuntungan perusahaan, yang dapat menyebabkan harga saham lebih tinggi. Selain itu, dalam kondisi inflasi, perusahaan mungkin dapat menaikkan harga, sehingga menghasilkan pendapatan lebih tinggi dan berpotensi meningkatkan *return* saham. (Baek et al., 2024).

Analisis kedua berkaitan dengan pengaruh kebijakan moneter terhadap indeks saham, yang diproksi dengan menggunakan suku bunga kebijakan bank sentral masing-masing negara. Pada kedua kelompok negara, suku bunga memiliki arah hubungan negatif dengan indeks saham. Hal ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh (A. Conrad, 2021), (Botey-Fullat et al., 2023c) serta (Tursoy, 2019b). Suku bunga dapat mempengaruhi indeks saham dengan berbagai cara. Ketika suku bunga naik, biaya pinjaman meningkat, yang dapat menyebabkan biaya yang lebih tinggi bagi perusahaan, sehingga berpotensi menurunkan profitabilitas dan harga saham mereka. Selain itu, suku bunga yang lebih tinggi dapat membuat obligasi dan investasi pendapatan tetap lainnya lebih menarik dibandingkan saham, sehingga menyebabkan investor mengalihkan investasinya dari saham, yang dapat mengakibatkan penurunan harga saham. (Baek et al., 2024).

Sebaliknya suku bunga yang lebih rendah dapat mendorong perilaku pengambilan risiko dan peralihan ke aset dengan imbal hasil lebih tinggi seperti saham. Penurunan suku bunga dapat menyebabkan kenaikan harga saham karena biaya pinjaman yang lebih rendah bagi perusahaan dapat mengakibatkan peningkatan investasi dan ekspektasi pendapatan yang lebih tinggi. Selain itu, suku bunga yang lebih rendah dapat membuat saham lebih menarik dibandingkan obligasi dan investasi pendapatan tetap lainnya, sehingga menyebabkan investor mengalihkan portofolionya ke ekuitas dan menaikkan harga saham, (A. Conrad, 2021).

Tabel 8. Komparasi Fixed Effect Model pada Negara ASEAN dan Negara Maju

Variabel	ASEAN	Negara Maju
Constant	-9889.98 (0.0000) ^{***}	-27762.80 (0.0000) ^{***}
CPI	28.710 (0.0000) ^{***}	45.571 (0.0000) ^{***}
M2	640.624 (0.0000) ^{***}	-105.9854 (0.1815) ^{ts}
Nilai Tukar	0.1322 (0.0000) ^{***}	3.043 (0.0000) ^{***}
Suku Bunga	-73.82696 (0.0390) ^{***}	-65.95772 (0.0042) ^{***}
R-Squared	0.969670	0.989347
Adjusted R-Squared	0.969259	0.989189
Prob (F-Statistic)	0.000000	0.000000

Sumber: Data diolah

Pada hasil regresi *Fixed Effect Model* (FEM) dapat terlihat bahwa setiap variabel memiliki koefisien yang berbeda-beda. Hal tersebut memiliki arti bahwa setiap variabel memiliki besaran dampak yang berbeda-beda terhadap indeks saham, semakin besar nilai koefisien tersebut maka semakin besar dampaknya terhadap variabel dependen atau indeks saham.

Komparasi pertama menunjukkan bahwa variabel kebijakan moneter lebih berdampak pada indeks saham negara ASEAN dibanding negara maju. Kondisi ini dapat terjadi karena faktor-faktor sebagai berikut; (i) *market maturity & efficiency* (Arshad et al., 2021). Pasar negara berkembang biasanya kurang matang dan efisien dibandingkan pasar negara maju. Hal ini dapat membuat mereka lebih sensitif terhadap perubahan kebijakan moneter, karena investor mungkin memiliki lebih sedikit informasi dan pasar lebih rentan terhadap perilaku kelompok (*herd behavior*). (ii) Struktur Perekonomian (Malarvizhi et al., 2019). Negara-negara berkembang sering kali memiliki struktur perekonomian yang berbeda, dengan sektor ekonomi yang lebih besar pada komoditas, ekspor, real estate, konstruksi, dan lain sebagainya. Perubahan kebijakan moneter dapat berdampak signifikan terhadap sektor-sektor ini, sehingga menyebabkan fluktuasi yang lebih besar di pasar saham. (iii) Kedalaman dan Stabilitas Keuangan (Brandao-Marques et al., 2020). Pasar negara maju biasanya memiliki sistem keuangan yang lebih dalam dan stabil. Mereka dapat menyerap guncangan akibat perubahan kebijakan moneter dengan lebih baik tanpa mengalami perubahan pasar

yang besar. Sebaliknya, negara-negara berkembang mungkin memiliki sistem keuangan yang kurang berkembang, sehingga membuat mereka lebih rentan terhadap perubahan kebijakan.

Komparasi kedua berkaitan dengan peran uang beredar terhadap indeks saham. Uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap indeks saham di negara ASEAN, sementara pengaruh negatif pada negara maju. Hal ini dapat dijelaskan oleh faktor-faktor sebagai berikut: (i) faktor *Inflation Expectations* (Dany-Knedlik & Garcia, 2018). Pada negara berkembang khususnya ASEAN, peningkatan jumlah uang beredar dapat dilihat sebagai sinyal pertumbuhan ekonomi di masa depan, selama inflasi tetap terkendali. Hal ini dapat meningkatkan kepercayaan investor dan menyebabkan harga saham lebih tinggi. Sebaliknya, di negara-negara maju, dimana perekonomian pada umumnya sudah mendekati kapasitas penuh, peningkatan jumlah uang beredar dapat meningkatkan kekhawatiran terhadap inflasi, sehingga menyebabkan kenaikan suku bunga dan berpotensi menurunkan harga saham. (ii) *Market Liquidity* (Muzaffar & Malik, 2024). Peningkatan jumlah uang beredar dapat meningkatkan likuiditas di pasar keuangan. Di pasar negara berkembang, dimana likuiditas mungkin lebih terbatas, hal ini dapat memberikan dampak positif yang signifikan terhadap harga saham. Di pasar negara maju, dimana likuiditas umumnya lebih tinggi, dampaknya mungkin tidak terlalu terasa. (iii) *Economic Growth* (Malarvizhi et al., 2019). Pasar negara berkembang (ASEAN) seringkali memiliki potensi pertumbuhan yang lebih tinggi. Peningkatan jumlah uang beredar dapat mendukung pertumbuhan ini, sehingga menghasilkan pendapatan perusahaan dan harga saham yang lebih tinggi. Di pasar negara maju, dimana tingkat pertumbuhan biasanya lebih rendah, dampak jumlah uang beredar terhadap pertumbuhan ekonomi dan harga saham mungkin kurang signifikan.

Komparasi ketiga berkaitan dengan variabel nilai tukar dan inflasi yang memiliki pengaruh yang lebih besar pada indeks saham di negara maju. Hal ini dapat dianalisis sebagai berikut; (i) Negara maju seringkali memiliki kondisi ekonomi yang lebih stabil dan tingkat inflasi yang lebih rendah (Dany-Knedlik & Garcia, 2018). Oleh karena itu, perubahan signifikan apa pun pada nilai tukar atau inflasi dapat berdampak lebih besar. Sebaliknya, negara-negara berkembang mungkin sudah memiliki tingkat inflasi yang lebih tinggi dan lebih fluktuatif, sehingga perubahan yang terjadi tidak terlalu mengejutkan dan memiliki dampak yang lebih kecil pada harga saham. (ii) *Market size & Liquidity* (Muzaffar & Malik, 2024) . Pasar negara maju biasanya lebih besar dan memiliki likuiditas lebih tinggi. Artinya, terdapat lebih banyak aktivitas perdagangan dan jumlah peserta yang lebih banyak, yang dapat memperkuat dampak berita makroekonomi terhadap harga saham. (iii) *Investor Behaviour* (Anwar et al., 2023). Investor di negara maju mungkin lebih menghindari risiko dan bereaksi lebih kuat terhadap perubahan nilai tukar dan inflasi, karena hal ini dapat mempengaruhi daya beli dan nilai investasi mereka.

KESIMPULAN

Berdasarkan *Arbitrage Pricing Theory*, uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap indeks saham di negara ASEAN, namun dampaknya terhadap negara maju negatif. Hal ini dapat disebabkan oleh faktor *Inflation Expectations*, *market liquidity* dan *economic growth*. Pada negara ASEAN, peningkatan uang beredar mengindikasikan sinyal pertumbuhan ekonomi di masa depan, selama inflasi tetap terkendali. Sebaliknya pada negara maju, peningkatan uang beredar meningkatkan kekhawatiran terhadap inflasi, dan berpotensi menurunkan harga saham. Peningkatan uang beredar juga meningkatkan likuiditas di pasar keuangan ASEAN, sementara pada negara maju, posisi likuiditas umumnya lebih tinggi sehingga dampaknya tidak terlalu terasa. Manfaat yang diperoleh ASEAN dari peningkatan likuiditas berpotensi meningkatkan aktivitas pasar keuangan. Oleh karena itu Bank sentral di negara-negara ASEAN harus mempertimbangkan peningkatan jumlah uang beredar dalam rentang yang aman dan terkendali untuk merangsang pertumbuhan ekonomi, karena hal ini berdampak positif terhadap indeks saham. Sebaliknya bagi negara maju harus berhati-hati ketika meningkatkan jumlah uang beredar untuk menghindari kekhawatiran inflasi dan potensi penurunan harga saham

Variabel nilai tukar dan inflasi memengaruhi kedua kelompok negara secara positif, tetapi dampaknya lebih besar di negara maju. Ini disebabkan oleh tingkat inflasi yang umumnya lebih rendah dan stabil di negara maju, ukuran pasar dan likuiditas yang lebih tinggi, aktivitas perdagangan yang lebih aktif, dan kecenderungan investor di negara maju untuk lebih menghindari risiko serta bereaksi lebih kuat terhadap perubahan nilai tukar dan inflasi. Oleh karena itu, perubahan signifikan pada nilai tukar atau inflasi cenderung memberikan dampak yang lebih besar pada indeks saham di negara maju.

Peran kebijakan moneter melalui suku bunga kebijakan terhadap indeks saham baik di negara ASEAN maupun negara maju memiliki hubungan negatif, namun pengaruhnya lebih kuat di negara ASEAN. Ini disebabkan oleh tingkat kematangan dan efisiensi pasar, struktur ekonomi, serta kedalaman dan stabilitas keuangan yang lebih lemah di negara ASEAN dibandingkan dengan negara maju. Akibatnya, investor di negara ASEAN lebih sensitif terhadap perubahan kebijakan moneter. Kuatnya pengaruh kebijakan moneter terhadap indeks saham di negara ASEAN membawa implikasi pentingnya mempertimbangkan secara hati-hati dampak kebijakan tersebut terhadap pasar saham di kawasan ASEAN. Pembuat kebijakan harus mempertimbangkan perbedaan karakteristik pasar dan perilaku investor ketika merumuskan dan menerapkan kebijakan untuk memastikan stabilitas dan efektivitas dalam mempengaruhi indeks saham.

REFERENSI

- A. Conrad, C. (2021). The Effects of Money Supply and Interest Rates on Stock Prices, Evidence from Two Behavioral Experiments. *Applied Economics and Finance*, 8(2), 33. <https://doi.org/10.11114/aef.v8i2.5173>
- Anwar, C. J., Khairiyah, D., Suhendra, I., & Zahara, V. M. (2023). Monetary Policy and Investment in ASEAN-5 Countries. *European Journal of Development Studies*, 3(5), 112–118. <https://doi.org/10.24018/ejdevelop.2023.3.5.309>
- Arshad, M. U., Ahmed, Z., Ramzan, A., Shabbir, M. N., Bashir, Z., & Khan, F. N. (2021). Financial inclusion and monetary policy effectiveness: A sustainable development approach of developed and under-developed countries. *PLoS ONE*, 16(12 December). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0261337>
- Baek, C., Baek, S., & Glambosky, M. (2024a). Macroeconomic impact and stock returns' vulnerability by size, solvency, and financial distress. *Finance Research Letters*, 59. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104718>
- Baek, C., Baek, S., & Glambosky, M. (2024b). Macroeconomic impact and stock returns' vulnerability by size, solvency, and financial distress. *Finance Research Letters*, 59. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104718>
- Botey-Fullat, M., Marín-Palacios, C., & Arias-Martín, P. (2023a). Macroeconomics and the Spanish stock market, impact-response analysis. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2180062>
- Botey-Fullat, M., Marín-Palacios, C., & Arias-Martín, P. (2023b). Macroeconomics and the Spanish stock market, impact-response analysis. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2180062>
- Botey-Fullat, M., Marín-Palacios, C., & Arias-Martín, P. (2023c). Macroeconomics and the Spanish stock market, impact-response analysis. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2180062>
- Botey-Fullat, M., Marín-Palacios, C., & Arias-Martín, P. (2023d). Macroeconomics and the Spanish stock market, impact-response analysis. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2180062>
- Bouzgarrou, H., Ftiti, Z., Louhichi, W., & Yousfi, M. (2023). What can we learn about the market reaction to macroeconomic surprise? Evidence from the COVID-19 crisis. *Research in International Business and Finance*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101876>
- Brandao-Marques, L., Gelos, G., Harjes, T., Sahay, R., Xue, Y., Casiraghi, M., Duval, R., Garbers, H., El, M., Khatat, H., Filardo, A., Kamber, G., Mancini-Griffoli, T., Papageorgiou, C., Podpiera, J., Presbitero, A., Rabanal, P., Unsal, F., & Willems, T. (2020). *Monetary Policy Transmission in Emerging Markets and Developing Economies, WP/20/35, February 2020*.
- Dany-Knedlik, G., & Garcia, J. A. (2018). *Monetary Policy and Inflation Dynamics in ASEAN Economies*.
- de Mendonça, H. F., & Díaz, R. R. R. (2023). Can ignorance about the interest rate and macroeconomic surprises affect the stock market return? Evidence from a large

- emerging economy. *North American Journal of Economics and Finance*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101868>
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (n.d.). *MODERN PORTFOLIO THEORY AND INVESTMENT ANALYSIS NINTH EDITION*.
- Ingersoll, J. E., & Littlefield, R. &. (n.d.). *Theory of Financial Decision Making*.
- Khan, J., & Khan, I. (2018a). The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange. In *Journal of Economics and Sustainable Development www.iiste.org ISSN* (Vol. 9, Issue 13). Online. www.iiste.org
- Khan, J., & Khan, I. (2018b). The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange. In *Journal of Economics and Sustainable Development www.iiste.org ISSN* (Vol. 9, Issue 13). Online. www.iiste.org
- Malarvizhi, C. A. N., Zeynali, Y., Mamun, A. Al, & Ahmad, G. Bin. (2019). Financial Development and Economic Growth in ASEAN-5 Countries. *Global Business Review*, 20(1), 57–71. <https://doi.org/10.1177/0972150918802684>
- Malkiel, B. G. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*.
- Maloumian, N. (2022). Unaccounted forms of complexity: A path away from the efficient market hypothesis paradigm. *Social Sciences and Humanities Open*, 5(1). <https://doi.org/10.1016/j.ssaho.2021.100244>
- Muzaffar, Z., & Malik, I. R. (2024). Market liquidity and volatility: Does economic policy uncertainty matter? Evidence from Asian emerging economies. *PLoS ONE*, 19(6 June). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0301597>
- Pícha, V. (2017). Effect of money supply on the stock market. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 65(2), 465–472. <https://doi.org/10.11118/actaun201765020465>
- Siang, C. C., & Rayappan, P. (2023a). A study on the effect of macroeconomic factors on stock market performance in Malaysia. *E3S Web of Conferences*, 389. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202338909037>
- Siang, C. C., & Rayappan, P. (2023b). A study on the effect of macroeconomic factors on stock market performance in Malaysia. *E3S Web of Conferences*, 389. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202338909037>
- Tursoy, T. (2019a). The interaction between stock prices and interest rates in Turkey: empirical evidence from ARDL bounds test cointegration. *Financial Innovation*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0124-6>
- Tursoy, T. (2019b). The interaction between stock prices and interest rates in Turkey: empirical evidence from ARDL bounds test cointegration. *Financial Innovation*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0124-6>
- Wang, X., Huang, Q., & Zhang, S. (2023). Effects of macroeconomic factors on stock prices for BRICS using the variational mode decomposition and quantile method. *North American Journal of Economics and Finance*, 67. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2023.101939>