

Kinerja pasar saham ASEAN: Peran makroekonomi dan kualitas institusi

Azlim*, Rizal Ansari, Irwan Safwadi, Cut Delsie Hasrina, Yuni Ayu Safitri, Isthafan Najmi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Abulyatama, Indonesia

*) Korespondensi (e-mail: azlim_eka@abulyatama.ac.id)

Abstract

This study analyzes the effects of economic growth, monetary policy, and exchange rates on stock market performance and examines the moderating role of institutional quality in ASEAN countries. This study uses panel data and applies the Panel Autoregressive Distributed Lag (Panel ARDL) approach to identify short-run and long-run relationships. The results show that in both the short and long term, economic growth and the exchange rate have a positive and significant effect on stock market performance. In contrast, monetary policy has a negative and significant effect, with a stronger impact in the long term. Institutional quality significantly moderates these relationships. However, the direction varies across time periods: in the short run, institutional quality amplifies the positive effects of economic growth and the exchange rate while also amplifying the negative effect of monetary policy; in the long run, institutional quality actually weakens the effects of economic growth and monetary policy but continues to amplify the effect of the exchange rate. This study provides policy recommendations to strengthen institutional governance and macroeconomic stability in the ASEAN countries covered in this study to support sustainable stock market growth.

Keywords: Stock Market Performance, Macroeconomics, Institutional Quality, ARDL Panel.

Abstrak

Penelitian ini menganalisis pengaruh pertumbuhan ekonomi, kebijakan moneter, dan nilai tukar terhadap kinerja pasar saham serta mengkaji peran moderasi kualitas institusi di negara-negara ASEAN. Penelitian ini menggunakan data panel dan menerapkan pendekatan Panel Autoregressive Distributed Lag (Panel ARDL) untuk mengidentifikasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka pendek maupun jangka panjang, pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar saham, sedangkan kebijakan moneter berpengaruh negatif dan signifikan, dengan besaran pengaruh yang lebih kuat pada jangka panjang. Kualitas institusi terbukti signifikan memoderasi hubungan tersebut, namun arahnya berbeda antarperiode: dalam jangka pendek, kualitas institusi memperkuat pengaruh positif pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar serta memperkuat pengaruh negatif kebijakan moneter; dalam jangka panjang, kualitas institusi justru memperlemah pengaruh pertumbuhan ekonomi dan kebijakan moneter, namun tetap memperkuat pengaruh nilai tukar. Studi ini memberikan rekomendasi kebijakan untuk penguatan tata kelola institusi dan stabilitas makroekonomi di negara-negara ASEAN yang menjadi cakupan penelitian ini, guna mendukung pertumbuhan pasar saham yang berkelanjutan.

Kata kunci: Kinerja Pasar Saham, Makroekonomi, Kualitas Institusi, Panel ARDL.

How to cite: Azlim, A., Ansari, R., Hasrina, C. D., Safitri, Y. A., & Najmi, I. (2025). Kinerja pasar saham ASEAN: Peran makroekonomi dan kualitas institusi. *Journal of Economics Research and Policy Studies*, 6(2), 657–669. <https://doi.org/10.53088/jerps.v6i2.3391>



1. Pendahuluan

Salah satu indikator utama kemajuan ekonomi dan stabilitas keuangan di negara-negara berkembang, khususnya di kawasan ASEAN, adalah pertumbuhan pasar saham. Pasar saham tidak hanya berfungsi sebagai wahana mobilisasi aliran modal dan investasi, tetapi juga mencerminkan kepercayaan investor terhadap kualitas institusi dan kondisi makroekonomi suatu negara (Khan *et al.*, 2022). Perekonomian ASEAN telah mengalami transformasi besar dalam dua puluh tahun terakhir, yang ditandai dengan pertumbuhan ekonomi yang pesat, penyesuaian kebijakan moneter, reformasi institusi, dan volatilitas nilai tukar (Nusair & Al-Khasawneh, 2022). Kondisi ini menjadikan pemahaman tentang bagaimana kinerja pasar saham di negara-negara ASEAN dipengaruhi oleh fundamental makroekonomi semakin penting untuk dikaji. Beberapa studi juga menunjukkan bahwa integrasi pasar keuangan regional dan peningkatan mobilitas modal global telah membuat pasar saham ASEAN semakin rentan terhadap perubahan ekonomi, baik yang bersumber dari dalam negeri maupun luar negeri (Khan *et al.*, 2022; Le *et al.*, 2024).

Penelitian empiris sebelumnya secara konsisten menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pasar saham. Kaur dan Chaudhary (2022) menemukan bahwa indeks-indeks makroekonomi, termasuk inflasi, nilai tukar, dan suku bunga, saling terkait dengan indeks pasar saham jangka panjang di India, yang menandakan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang. Keswani *et al.* (2024) menegaskan bahwa pertumbuhan PDB, pendapatan yang dapat dibelanjakan, nilai tukar mata uang, dan kebijakan pemerintah secara substansial memengaruhi fluktuasi harga saham di pasar saham India. Studi ini menguatkan Teori Penentuan Harga Arbitrase (APT) yang menyatakan bahwa harga saham dipengaruhi oleh risiko makroekonomi sistematis. Di negara-negara berkembang, ekspansi ekonomi biasanya meningkatkan kepercayaan investor dan profitabilitas bisnis, sehingga meningkatkan kapitalisasi pasar saham dan imbal hasil.

Selain pertumbuhan ekonomi, faktor-faktor moneter seperti suku bunga, inflasi, dan jumlah uang beredar diakui sebagai prediktor penting bagi kinerja pasar saham. Olokoyo (2020) menyimpulkan bahwa suku bunga dan inflasi berdampak negatif terhadap kinerja pasar saham di Nigeria, namun pertumbuhan PDB dan nilai tukar memberikan pengaruh positif. Omar *et al.* (2022) juga menegaskan bahwa pertumbuhan ekonomi memengaruhi perkembangan pasar saham secara positif, tetapi inflasi berdampak negatif terhadap ekspansi pasar saham di Pakistan. Naik dan Reddy (2024) menunjukkan bahwa jumlah uang beredar dan arus investasi asing secara substansial memengaruhi likuiditas pasar saham di India. Studi-studi ini menunjukkan bahwa stabilitas moneter sangat penting untuk menjaga kepercayaan investor dan mendorong pertumbuhan pasar modal.

Fluktuasi nilai tukar semakin berperan penting dalam menjelaskan pergerakan pasar saham, terutama di negara-negara dengan ekonomi terbuka yang berorientasi perdagangan seperti negara-negara ASEAN. Depresiasi nilai tukar dapat mengurangi kepercayaan investor asing akibat meningkatnya ketidakpastian dan risiko investasi,

sementara apresiasi nilai tukar berpotensi meningkatkan arus masuk modal dan kinerja pasar. Tekin dan Badwan (2024) menekankan bahwa nilai tukar dan kondisi keuangan eksternal secara signifikan memengaruhi kinerja pasar keuangan di Turki. Alloul dan Ferrouhi (2024) juga mengidentifikasi korelasi jangka panjang yang kuat antara variabel makroekonomi, seperti nilai tukar dan inflasi, dengan imbal hasil saham di pasar mapan, berkembang, dan perbatasan. Dalam konteks ASEAN, stabilitas nilai tukar sangat relevan karena sebagian besar negara anggota sangat bergantung pada perdagangan internasional dan investasi portofolio asing, sehingga pasar saham mereka rentan terhadap volatilitas mata uang dan gangguan keuangan global.

Meskipun terdapat banyak literatur mengenai faktor-faktor makroekonomi yang memengaruhi kinerja pasar saham, pengaruh kualitas institusi masih relatif kurang diteliti, terutama di negara-negara ASEAN. Kualitas institusi mengacu pada efektivitas tata kelola, kualitas regulasi, kepatuhan terhadap supremasi hukum, stabilitas politik, efektivitas pemerintahan, serta penanganan korupsi. Lembaga yang kokoh mendorong terciptanya sistem keuangan yang transparan, mengurangi ketidakpastian, dan meningkatkan kepercayaan investor, sehingga meningkatkan kinerja pasar saham. Penelitian terbaru telah mengakui pentingnya variabel institusi dalam memengaruhi hasil pasar keuangan. Akanbi (2025) memaparkan Country Policy and Institutional Assessment (CPIA) sebagai evaluasi tata kelola makroekonomi yang mengungkapkan bahwa faktor institusi secara substansial memengaruhi kinerja pasar saham di Nigeria. Alwadeai *et al.* (2024) menggambarkan bahwa aksesibilitas pasar keuangan dan cadangan nasional mengurangi dampak negatif sanksi ekonomi terhadap kapitalisasi pasar saham. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa kualitas institusi dapat meningkatkan atau mengurangi dampak variabel makroekonomi terhadap pasar keuangan.

Selain itu, peristiwa global terkini, termasuk pandemi COVID-19, konflik geopolitik, tekanan inflasi, langkah-langkah pengetatan moneter, dan meningkatnya ketidakpastian kebijakan ekonomi, telah memperparah hubungan antara kondisi makroekonomi dan kinerja pasar saham. Edo (2025) berpendapat bahwa kebijakan fiskal dan moneter secara substansial memengaruhi perkembangan pasar modal di negara-negara berkembang di Afrika baik sebelum maupun sesudah pandemi, meskipun efektivitasnya menurun selama masa krisis. Singh dan Misra (2023) juga menekankan perbedaan antara pertumbuhan ekonomi dan kinerja pasar saham di India selama periode COVID-19, yang memperjelas pentingnya emosi investor dan ketidakpastian ekonomi dalam membentuk dinamika pasar keuangan.

Selain itu, Udeaja *et al.* (2024) menemukan bahwa ambiguitas kebijakan ekonomi dapat menghambat transformasi ekonomi dengan menimbulkan ketidakpastian di kalangan investor, mengurangi aktivitas korporasi, dan merusak pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Agoraki *et al.* (2022) mengungkapkan bahwa risiko geopolitik dan ketidakpastian kebijakan ekonomi berdampak negatif terhadap imbal hasil pasar saham di 22 negara selama periode 1985 hingga 2020. Bukti empiris tersebut menunjukkan bahwa meningkatnya risiko geopolitik dan ketidakpastian global dapat memperburuk volatilitas pasar, mengurangi kepercayaan investor, dan merusak

stabilitas pasar modal. Akibatnya, peristiwa-peristiwa ini menunjukkan bahwa faktor makroekonomi saja mungkin tidak cukup untuk menjelaskan perilaku pasar saham tanpa memperhitungkan ketahanan institusi, kualitas tata kelola, dan kapasitas lembaga untuk mengurangi dampak ketidakpastian global terhadap pasar keuangan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan ekonomi, variabel moneter, dan nilai tukar terhadap kinerja pasar saham di negara-negara ASEAN selama periode 2000 hingga 2024, dengan kualitas institusi berperan sebagai variabel moderator. Penelitian ini memasukkan kualitas institusi ke dalam hubungan makroekonomi-pasar saham dalam kerangka data panel yang mencakup perekonomian ASEAN, berbeda dengan penelitian lain yang sebagian besar berfokus pada negara-negara tertentu atau efek makroekonomi langsung. Metodologi Panel Autoregressive Distributed Lag (PARDL) memperkaya literatur dalam tiga aspek penting. Pertama, penelitian ini menawarkan pemeriksaan ekstensif terhadap pasar saham ASEAN selama periode pengamatan yang panjang yang mencakup krisis ekonomi signifikan dan transformasi struktural. Kedua, penelitian ini memperkaya literatur pasar makroekonomi-keuangan saat ini dengan mengintegrasikan kualitas institusi sebagai variabel moderasi, sebuah topik yang belum dibahas secara memadai dalam penelitian sebelumnya. Penelitian ini memiliki implikasi kebijakan yang signifikan bagi pemerintah, bank sentral, dan regulator keuangan untuk meningkatkan tata kelola institusi dan stabilitas makroekonomi, sehingga mendorong perkembangan pasar saham yang berkelanjutan di kawasan ASEAN.

2. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan data panel tahunan dari enam negara ASEAN: Indonesia, Malaysia, Thailand, Vietnam, Singapura, dan Filipina untuk periode 2000 hingga 2024. Keenam negara tersebut dipilih karena memiliki bursa efek yang telah beroperasi secara aktif sejak awal periode penelitian serta ketersediaan data makroekonomi dan indikator tata kelola yang lengkap dan konsisten sepanjang periode observasi, sehingga memungkinkan pembentukan panel data seimbang (*balanced panel*). Empat negara ASEAN lainnya tidak dimasukkan dalam sampel: Brunei Darussalam tidak memiliki bursa efek publik yang aktif. Sementara itu, Laos, Kamboja, dan Myanmar memiliki bursa efek yang relatif baru, masing-masing didirikan pada tahun 2011, 2012, dan 2015. Kumpulan data yang digunakan untuk dan sumber data digambarkan dalam Tabel 1.

Pada tahap awal, terlebih dahulu dilakukan pengujian stasioneritas data panel (panel unit root test) untuk menghindari regresi lancung (spurious regression) dan memastikan ordo integrasi variabel sebelum uji kointegrasi. Penelitian ini menggunakan uji Augmented Dickey-Fuller (ADF) dan Phillips-Perron (PP) pada tingkat data level dan *first difference*. Setelah kriteria stasioneritas terpenuhi, dilakukan uji kointegrasi panel menggunakan uji Pedroni dan uji Kao untuk mengonfirmasi hubungan keseimbangan jangka panjang (*long-run equilibrium*) antarvariabel sebelum estimasi lebih lanjut. Penelitian ini mengembangkan ukuran komposit kualitas institusi (KI) menggunakan Analisis Komponen Utama (PCA) untuk mengombinasikan enam

dimensi *Worldwide Governance Indicators* menjadi satu indeks yang menangkap variasi bersama antarindikator sekaligus mengurangi risiko multikolinearitas (Syamni *et al.*, 2024; Nayak & Pradhan, 2026).

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Proksi Indikator	Sumber Data
Kinerja Pasar Saham (KPS)	Rasio Kapitalisasi Pasar Terhadap Produk Domestik Bruto.	World Bank, World Development Indicators
Pertumbuhan Ekonomi (GDP)	Pertumbuhan Produk Domestik Bruto % per tahun	World Bank, World Development Indicators
Kebijakan Moneter (KM)	Tingkat bunga riil yang disesuaikan dengan inflasi sebagaimana diukur oleh deflator PDB.	World Bank, World Development Indicators
Nilai Tukar (NK)	Nilai Tukar Efektif Riil - REER Index (2010 = 100)	World Bank, World Development Indicators
Kualitas Institusi (KI)	Indikator demokrasi dan akuntabilitas, stabilitas politik serta minimnya kejahatan atau terorisme, efektivitas pemerintahan, kualitas peraturan perundang-undangan, penegakan hukum, dan pengawasan terhadap korupsi.	Worldwide Governance Indicators

Penelitian ini menggunakan pendekatan Panel ARDL untuk mengkaji dampak pertumbuhan ekonomi, kebijakan moneter, dan nilai tukar yang dimoderasi oleh kualitas institusi terhadap kinerja pasar saham di ASEAN. Pendekatan Panel ARDL digunakan untuk menganalisis hubungan kointegrasi jangka pendek dan jangka panjang di antara variabel-variabel independen. Keunggulan metode Panel ARDL terletak pada kemampuannya untuk mengidentifikasi dan mengukur efek yang tidak teramati secara optimal menggunakan data *cross-sectional* dan *time-series* secara terpisah. Model regresi panel umum yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Persamaan: i mewakili *cross-section* ke- i ; t menandakan periode observasi ke- t ; dan n menunjukkan jumlah variabel dalam penelitian. Koefisien β_1 diasumsikan tetap konstan pada waktu t untuk setiap *cross-section* yang unik, i . Penelitian ini menggunakan estimasi model ARDL pada Persamaan (1) untuk analisis jangka panjang, sedangkan Persamaan (2) digunakan untuk analisis jangka pendek, yang diformulasikan sebagai berikut.

$$KPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 KM_{it} + \beta_3 NK_{it} + \beta_4 KI_{it} + \beta_5 KI * GDP_{it} + \beta_6 KI * KM_{it} + \beta_7 KI * NR_{it} \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\Delta(KPS)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta(GDP)_{it} + \beta_2 \Delta(KM)_{it} + \beta_3 \Delta(NK)_{it} + \beta_4 \Delta(KI)_{it} + \beta_5 \Delta(KI) * \Delta(GDP)_{it} + \beta_6 \Delta(KI) * \Delta(KM)_{it} + \beta_7 \Delta(KI) * \Delta(NR)_{it} \varepsilon_{it} \quad (3)$$

KPS merupakan kinerja pasar saham ASEAN, GDP adalah pertumbuhan ekonomi, KM adalah kebijakan moneter setiap negara di ASEAN yang mencerminkan risiko

pasar dan ketidakpastian ekonomi, NK merupakan nilai tukar terhadap dolar AS, KI adalah kualitas institusi yang berperan sebagai variabel moderasi, dan ε adalah istilah error (*error term*).

3. Hasil dan Pembahasan

3.1. Hasil Penelitian

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini untuk negara-negara ASEAN. Berdasarkan hasil tersebut, simpangan baku secara umum lebih rendah daripada rata-rata, yang menunjukkan bahwa fluktuasi data relatif stabil selama periode pengamatan. Kinerja pasar saham (KPS) memiliki nilai minimum 0,3000 dan nilai maksimum 326,5000, dengan rata-rata 92,4966 dan simpangan baku 68,7473. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa perkembangan pasar saham sangat bervariasi di antara negara-negara ASEAN, yang mencerminkan variasi kedalaman pasar keuangan dan kinerja pasar modal di seluruh kawasan. Pertumbuhan ekonomi (GDP) berkisar antara -9,5000 hingga 15,2000, dengan rata-rata 4,7587 dan standar deviasi 2,9906, yang menunjukkan bahwa perekonomian ASEAN secara umum mengalami pertumbuhan ekonomi yang positif meskipun mengalami kontraksi ekonomi selama periode tertentu.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Max	Mean	S.D	OBS
KPS	0,3000	326,5000	92,4966	68,7473	150
GDP	-9,5000	15,2000	4,7587	2,9906	150
MK	4,2000	18,5000	7,8473	3,0294	150
NK	61,8000	133,5000	98,5313	15,3410	150
KI	-2,4995	4,5588	0,0000	2,1925	150

Variabel kebijakan moneter (MK) memiliki nilai minimum 4,2000 dan nilai maksimum 18,5000, dengan rata-rata 7,8473 dan simpangan baku 3,0294, yang mencerminkan variabilitas sedang dalam kondisi kebijakan moneter di seluruh negara-negara ASEAN. Variabel nilai tukar (NK) menunjukkan nilai minimum 61,8000, nilai maksimum 133,5000, rata-rata 98,5313, dan standar deviasi 15,3410, yang menunjukkan kondisi makroekonomi yang cukup stabil di antara negara-negara sampel. Variabel kualitas institusi (KI) berkisar antara -2,4995 dan 4,5588, dengan rata-rata 0,0000 dan simpangan baku 2,1925, yang mencerminkan variasi dalam tata kelola dan efektivitas institusi di antara negara-negara anggota ASEAN. Data deskriptif menunjukkan variabilitas yang signifikan dalam atribut makroekonomi, keuangan, dan institusi di antara negara-negara ASEAN, yang berpotensi memengaruhi korelasi antara tren pasar saham dan keberhasilan ekonomi di kawasan tersebut.

Tabel 3 menyajikan uji stasioneritas yang menggunakan metode Augmented Dickey-Fuller (ADF) dan Phillips-Perron (PP) untuk menentukan orde integrasi variabel-variabel tersebut. Uji stasioneritas sangat penting untuk mencegah regresi palsu dan menghasilkan estimasi yang andal. Variabel PDB bersifat stasioner pada tingkat tersebut, sebagaimana dibuktikan oleh data ADF dan PP yang signifikan. Sebaliknya, variabel KPS, KM, NK, dan KI menunjukkan nonstasioneritas pada tingkat

tersebut, tetapi mencapai stasioneritas pada perbedaan pertama. Hasil menunjukkan bahwa variabel-variabel ini menunjukkan integrasi orde campuran, khususnya $I(0)$ dan $I(1)$, sehingga memvalidasi kesesuaian model ARDL untuk negara-negara ASEAN. Selain itu, sebelum melakukan estimasi ARDL, uji kointegrasi Pedroni dan Koa dilakukan untuk memverifikasi kebenaran dan validitas model baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang

Tabel 3. Hasil Uji Stasioner ADF dan PP

Variabel	Level		First Difference	
	ADF	PP	ADF	PP
KPS	-1,7403	-1,9827	-5,0613***	-6,1842***
GDP	-3,3219***	-3,4882***	-5,5380***	-6,4115***
KM	-1,4229	-1,7644	-2,7804***	-5,2176***
NK	-1,8635	-2,1085	-2,9996***	-5,8062***
NK	-0,7570	-0,9441	-2,2594***	-3,0173***

Note: *** significance at 1%.

Table 4. Hasil Uji Kointegrasi Panel

Metode		Individual Intercept	Individual Trend and Individual Intercept
Pedroni	Panel v-statistic	141,8597***	128,5583***
	Panel rho-statistic	-854,9925***	-840,4866***
	Panel pp-statistic	-288,3729***	-306,4725***
	Panel ADF-statistic	-188,3139***	-199,3045***
	Group rho statistic	-908,3484***	-848,1217***
	Group PP-statistic	-336,0796***	-337,4830***
	Group ADF-statistic	-229,0800***	-229,2741***
Kao	ADF	-32,2059***	

Note: *** signifikan pada 1%

Tabel 3 menunjukkan bahwa uji kointegrasi panel telah tervalidasi berdasarkan hasil dari uji kointegrasi Pedroni dan Kao. Uji Pedroni menunjukkan bahwa baik statistik PP maupun statistik ADF signifikan pada tingkat signifikansi 1%, sehingga menegaskan adanya hubungan jangka panjang di antara variabel-variabel tersebut. Uji kointegrasi Kao juga memperkuat adanya kointegrasi dalam model. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel dependen, kapitalisasi pasar saham (SMC), memiliki hubungan keseimbangan jangka panjang dengan variabel penjelas: pertumbuhan ekonomi (PDB), kebijakan moneter (MP), nilai tukar (ER), dan kualitas institusi (KI) di negara-negara ASEAN. Akibatnya, model panel ARDL yang akan diestimasi dianggap valid dan andal untuk analisis efek jangka pendek dan jangka panjang.

Hasil estimasi panel ARDL pada Tabel 5 menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, pertumbuhan ekonomi (PDB) memberikan pengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap kinerja pasar saham di ASEAN, dengan koefisien sebesar 0,2844 dan probabilitas sebesar 0,0367. Kesimpulan ini menunjukkan bahwa peningkatan aktivitas ekonomi dapat meningkatkan kinerja variabel yang diukur dalam jangka pendek. Sebaliknya, kebijakan moneter (MP) memberikan pengaruh negatif dan signifikan, dengan koefisien sebesar -0,3917, yang menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang ketat dapat menghambat kinerja pasar saham dalam jangka pendek. Nilai tukar (ER) memberikan pengaruh positif dan signifikan sebesar 0,5226,

menandakan bahwa fluktuasi nilai tukar berkorelasi langsung dengan dinamika kinerja pasar saham. Selain itu, kualitas institusi (KI) menunjukkan dampak positif dan signifikan dengan koefisien sebesar 0,2193, yang menandakan bahwa institusi yang unggul memperkuat stabilitas dan efektivitas sistem ekonomi. Interaksi moderasi menunjukkan bahwa kualitas institusi meningkatkan dampak pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar, sekaligus mengurangi pengaruh kebijakan moneter. Koefisien istilah koreksi kesalahan, -0,5174, yang signifikan pada tingkat 1%, menunjukkan adanya mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang.

Tabel 5. Hasil Estimasi ARDL Panel Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	Std. Error	T-hitung	Prob
Panel A: Jangka Pendek				
GDP	0,2844	0,1349	2,1077	0,0367
KM	-0,3917	0,1826	-2,1455	0,0335
NK	0,5226	0,2624	1,9918	0,0482
KI	0,2193	0,0857	2,5588	0,0114
KI*GDP	0,1187	0,0515	2,3026	0,0227
KI*KM	-0,1025	0,0501	-2,0446	0,0425
KI*NK	0,0818	0,0412	1,9852	0,0489
CointEq(-1)	-0,5174	0,1226	-4,2205	0,0000
C	0,1842	0,0721	2,5548	0,0117
Panel B: Jangka Panjang				
GDP	0,6374	0,3172	2,0095	0,0463
KM	-0,8421	0,2921	-2,8830	0,0046
X-Rate	1,1845	0,4842	2,4462	0,0156
KI	0,5127	0,1490	3,4411	0,0008
KI*GDP	-0,2948	0,1261	-2,3372	0,0208
KI*KM	0,1862	0,0885	2,1044	0,0370
KI*NK	0,2751	0,1075	2,5579	0,0115
Panel C: Specification Tests; F-Stat = 46,8831; P-value = 0,0000; R ² = 0,7816				

Dalam jangka panjang, pertumbuhan ekonomi memberikan pengaruh positif dan signifikan, yang ditunjukkan oleh koefisien sebesar 0,6374, yang mengindikasikan bahwa kenaikan pendapatan dan aktivitas ekonomi yang berkelanjutan dapat meningkatkan kinerja pasar saham. Kebijakan moneter memberikan dampak negatif yang signifikan sebesar -0,8421, yang menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang restriktif dalam jangka panjang dapat menghambat pertumbuhan investasi di pasar saham. Nilai tukar memiliki pengaruh positif dan kuat, dengan koefisien sebesar 1,1845, yang menunjukkan bahwa stabilitas dan apresiasi nilai tukar meningkatkan kepercayaan investor terhadap pasar saham. Kualitas institusi memiliki pengaruh positif yang paling signifikan, dengan koefisien sebesar 0,5127, yang menggarisbawahi peran penting efektivitas institusi dalam mendorong stabilitas ekonomi jangka panjang. Secara bersamaan, variabel moderasi menunjukkan bahwa kualitas institusi mengurangi dampak perkembangan ekonomi sekaligus meningkatkan efek kebijakan moneter dan nilai tukar dalam jangka panjang. Hasil uji spesifikasi menunjukkan bahwa model ini memiliki daya penjelas yang substansial, dibuktikan dengan statistik F sebesar 46,8831 dan probabilitas 0,0000, serta nilai R² sebesar 0,7816, yang menandakan bahwa 78,16% variasi pada variabel dependen dijelaskan oleh model.

3.2. Pembahasan

Hasil analisis penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar saham di negara-negara ASEAN, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan aktivitas ekonomi dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan, mendorong investasi, dan memperkuat kepercayaan investor terhadap prospek ekonomi kawasan. Hal ini menguatkan pernyataan Keswani *et al.* (2024) bahwa imbal hasil saham sangat terkait erat dengan aktivitas ekonomi. Hasil ini sejalan dengan studi yang dilakukan oleh Olokoyo *et al.* (2020) dan Omar *et al.* (2022), yang menunjukkan bahwa pertumbuhan PDB mendorong ekspansi pasar modal melalui peningkatan investasi dan kapitalisasi pasar saham. Dalam kerangka ASEAN, pertumbuhan ekonomi yang konsisten sangat penting untuk mempertahankan kepercayaan investor dan memastikan ketahanan pasar keuangan selama volatilitas global.

Kebijakan moneter, yang tercermin dari tingkat suku bunga, memberikan pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja pasar saham di negara-negara ASEAN, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Studi ini menunjukkan bahwa kebijakan moneter kontraktif dapat mengurangi aktivitas pasar saham dengan cara menaikkan biaya pinjaman, menurunkan likuiditas pasar, dan mendorong investor untuk mengalihkan portofolio mereka ke aset yang lebih aman seperti obligasi dan deposito. Seiring waktu, dampak negatif ini semakin meningkat akibat meningkatnya sensitivitas pasar saham ASEAN terhadap fluktuasi suku bunga dan pergerakan modal global. Studi ini sejalan dengan Cobbinah *et al.* (2024) yang berpendapat bahwa kebijakan moneter memengaruhi pasar saham melalui perubahan likuiditas dan ekspektasi ekonomi. Hasil analisis ini sejalan dengan penelitian Nurmasari dan Ansari (2025) yang menetapkan bahwa kebijakan moneter yang restriktif biasanya menurunkan imbal hasil saham jangka panjang.

Analisis ketiga menunjukkan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja pasar saham di negara-negara ASEAN, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Stabilitas dan apresiasi nilai tukar dapat meningkatkan kepercayaan investor, mendorong arus masuk modal asing, dan menumbuhkan stabilitas makroekonomi yang mendukung perkembangan pasar modal di kawasan ini. Seiring berjalannya waktu, pengaruh ini semakin menguat karena nilai tukar yang stabil menandakan fundamental ekonomi yang kuat dan meningkatkan ekspektasi profitabilitas perusahaan, terutama di negara-negara ASEAN yang ditandai dengan keterbukaan perdagangan dan investasi yang signifikan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Javangwe dan Takawira (2022) yang menyatakan bahwa fluktuasi nilai tukar sangat terkait erat dengan dinamika pasar saham. Penelitian ini sejalan dengan El-Diftar (2023) yang menegaskan bahwa apresiasi nilai tukar dapat meningkatkan kinerja pasar saham di negara-negara pasar berkembang dengan memperkuat stabilitas pasar dan sentimen investor.

Kesimpulan keempat menunjukkan bahwa kualitas institusi memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja pasar saham di negara-negara ASEAN, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Kualitas institusi yang unggul, yang mencakup efektivitas pemerintahan, kualitas regulasi, pengendalian korupsi, dan kepatuhan terhadap supremasi hukum, dapat meningkatkan kepercayaan investor serta mendorong peningkatan efisiensi pasar keuangan. Seiring berjalannya waktu, signifikansi kualitas institusi semakin meningkat karena lembaga yang kuat dapat mengurangi ketidakpastian investasi, asimetri informasi, dan biaya transaksi, sehingga mendorong alokasi modal yang lebih efisien di pasar saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kuzey *et al.* (2021) dan Lin *et al.* (2021), yang menegaskan bahwa kualitas institusi merupakan faktor penentu yang sangat penting dalam meningkatkan stabilitas pasar saham dan daya tarik investor di pasar negara berkembang.

Analisis studi ini menunjukkan bahwa kualitas institusi secara signifikan memoderasi hubungan antara variabel makroekonomi dan kinerja pasar saham di negara-negara ASEAN. Kualitas institusi sangat memperkuat pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap pasar saham, yang menunjukkan bahwa efektivitas pemerintah, kualitas regulasi, penegakan hukum, dan inisiatif antikorupsi dapat meningkatkan kepercayaan investor serta efisiensi pasar keuangan. Penelitian ini sejalan dengan analisis Yilmazkuday (2025) dan Kuzey *et al.* (2021) yang berpendapat bahwa institusi yang kuat dapat memperkuat dampak positif pertumbuhan ekonomi dan pengembangan pasar saham. Selain itu, kualitas institusi diidentifikasi sebagai moderator negatif terhadap dampak kebijakan moneter terhadap pasar saham, sehingga meredam dampak negatif kebijakan moneter kontraktif terhadap stabilitas pasar. Sebaliknya, kualitas institusi secara positif memoderasi dampak nilai tukar terhadap pasar saham dengan meningkatkan stabilitas ekonomi dan arus masuk modal asing, sejalan dengan temuan Javangwe dan Takawira (2022) mengenai pentingnya stabilitas nilai tukar bagi kemajuan pasar saham di pasar negara berkembang.

4. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji dampak pembangunan ekonomi, kebijakan moneter, dan nilai tukar terhadap kinerja pasar saham, sekaligus mempertimbangkan pengaruh moderasi kualitas institusi di negara-negara ASEAN, dengan menggunakan metodologi panel Autoregressive Distributed Lag (ARDL). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar saham, sedangkan kebijakan moneter yang diwakili oleh suku bunga memiliki dampak negatif dan signifikan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa stabilitas makroekonomi dan kondisi moneter merupakan penentu penting bagi perkembangan pasar modal di kawasan ASEAN. Selain itu, kualitas institusi terbukti secara signifikan meningkatkan korelasi antara variabel makroekonomi dan kinerja pasar saham. Kualitas institusi memengaruhi hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar

terhadap pasar saham secara positif, sementara memengaruhi dampak kebijakan moneter secara negatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa institusi yang kuat dapat meningkatkan efektivitas pertumbuhan ekonomi dan stabilitas nilai tukar terhadap perkembangan pasar modal, sekaligus mengurangi dampak negatif dari kebijakan moneter kontraktif.

Penelitian ini menegaskan bahwa kualitas institusi yang mencakup enam dimensi: partisipasi dan kebebasan berpendapat, stabilitas politik, efektivitas pemerintah, kualitas regulasi, penegakan hukum, dan pengendalian korupsi merupakan faktor penentu yang krusial dalam memperkuat stabilitas dan daya saing pasar saham ASEAN selama periode ketidakstabilan ekonomi global. Oleh karena itu, pemerintah dan regulator pasar keuangan di negara-negara ASEAN harus meningkatkan tata kelola institusi serta menjaga stabilitas makroekonomi guna meningkatkan kepercayaan investor dan efisiensi pasar keuangan. Penelitian selanjutnya harus memperluas cakupan analitis dengan membandingkan kinerja pasar saham syariah dan konvensional di kawasan ASEAN untuk menyelidiki perbedaan sensitivitas terhadap kebijakan moneter, nilai tukar, dan kualitas institusi. Selain itu, penelitian selanjutnya harus mengkaji variabel tambahan, termasuk inflasi, stabilitas politik, digitalisasi sektor keuangan, dan arus modal asing, untuk mencapai pemahaman yang lebih menyeluruh tentang faktor-faktor penentu pasar saham di negara-negara pasar berkembang.

Referensi

- Agoraki, M. E. K., Kouretas, G. P., & Laopodis, N. T. (2022). Geopolitical risks, uncertainty, and stock market performance. *Economic and Political Studies*, 10(3), 253-265. <https://doi.org/10.1080/20954816.2022.2095749>
- Alloul, F., & Ferrouhi, E. M. (2024). Macroeconomic indicators and stock market returns: a comparative analysis. *International Journal of Revenue Management*, 14(4), 333-360. <https://doi.org/10.1504/IJRM.2024.143451>
- Alwadeai, A., Vlasova, N., Mareeh, H., & Aljonaid, N. (2024). Stock market responses to economic sanctions: Evaluating the roles of national reserves and financial market access. *Borsa Istanbul Review*, 24(6), 1358-1372. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.10.006>
- Akanbi, A. (2025). Macroeconomic factors and stock market performance based on new evidence: A case study from Nigeria. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 25(2), 275-289. <https://doi.org/10.9734/ajeba/2025/v25i21680>
- Cobbinah, B. B., Wen, Y., & Sarpong, F. A. (2024). Navigating Ghana's economic waters: Exploring the impact of Fiscal and Monetary policies on stock market performance. *Heliyon*, 10(20). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e3876>
- Edo, S. (2025). Capital market development in emerging African countries: the pandemic problem and role of macroeconomic policies. *African Journal of Economic and Management Studies*, 16(3), 471-486. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-01-2024-0046>

- El-Diftar, D. (2023). The impact of exchange rates on stock market performance of the Emerging 7. *Journal of Capital Markets Studies*, 7(2), 125-139. <https://doi.org/10.1108/JCMS-03-2023-0005>
- Javangwe, K. Z., & Takawira, O. (2022). Exchange rate movement and stock market performance: An application of the ARDL model. *Cogent Economics & Finance*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2075520>
- Kaur, J., & Chaudhary, R. (2022). Relationship between macroeconomic Variabels and sustainable stock market index: an empirical analysis. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–18. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2073957>
- Keswani, S., Puri, V., & Jha, R. (2024). Relationship among macroeconomic factors and stock prices: cointegration approach from the Indian stock market. *Cogent Economics & Finance*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2355017>
- Khan, H., Khan, S., & Zuojun, F. (2022). Institutional quality and financial development: Evidence from developing and emerging economies. *Global Business Review*, 23(4), 971-983. <https://doi.org/10.1177/0972150919892366>
- Kuzey, C., Uyar, A., Hamrouni, A., Kilic, M., & Boussaada, R. (2021). The link between institutional quality, ethical behaviors of firms, and market regulations on stock market developments. *Managerial and Decision Economics*, 42(4), 998-1021. <https://doi.org/10.1002/mde.3288>
- Le, T. H., Vo, L. H., & Taghizadeh-Hesary, F. (2024). A study on the Nonlinear Dynamics of ASEAN Financial Integration. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 31(1), 2-14. <https://doi.org/10.1108/JABES-03-2022-0040>
- Lin, W. L., Inam, A., & Law, S. H. (2021). The impact of institutional quality on stock market performance in emerging economy: Evidence from the ARDL Bound Approach. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620210000028011>
- Naik, P., & Reddy, Y. V. (2024). Determinants of stock market liquidity—a macroeconomic perspective. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 17(1), 153-173. <https://doi.org/10.1080/17520843.2021.1983705>
- Nayak, A. R., & Pradhan, K. C. (2026). Institutional quality and economic performance: A study of asian countries. *Millennial Asia*, 17(2), 181-211. <https://doi.org/10.1177/09763996241233818>
- Nurmasari, N. D., & Ansari, R. (2025). The Power of Global Economic Forces on Islamic Stock Returns in Indonesia: Storm or Opportunity?. *Journal of Islamic Economic and Business Research*, 5(2). <https://doi.org/10.18196/jiebr.v5i2.364>
- Nusair, S. A., & Al-Khasawneh, J. A. (2022). On the relationship between Asian exchange rates and stock prices: a nonlinear analysis. *Economic Change and Restructuring*, 55(1), 361-400. <https://doi.org/10.1007/s10644-021-09318-8>
- Olokoyo, F. O., Ibhagui, O. W., & Babajide, A. (2020). Macroeconomic indicators and capital market performance: Are the links sustainable?. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1792258. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1792258>
- Omar, A. B., Ali, A., Mouneer, S., Kouser, R., & Al-Faryan, M. A. S. (2022). Is stock market development sensitive to macroeconomic indicators? A fresh evidence using ARDL bounds testing approach. *Plos one*, 17(10), e0275708. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0275708>

- Singh, K. N., & Misra, G. (2023). Divergence between economic growth and stock market performance in India: implications for investor education and financial well-being. *International Journal of Indian Culture and Business Management*, 28(4), 542-568. <https://doi.org/10.1504/IJICBM.2023.130095>
- Syamni, G., Ansari, R., Abd Majid, M. S., Marzuki, M., & Akhyar, C. (2024). Determinants of Foreign Direct Investment in Indonesia: Do Presidential Regimes Matter?. *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi*, 13(1), 1-22. <https://doi.org/10.15408/sjie.v13i1.40690>
- Tekin, B., & Badwan, N. (2024). Interplay of financial market performance, macroeconomic indicators and business sentiment: a comprehensive study of the Turkish economy. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 17(3), 509-531. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2023-0483>
- Udeaja, E. A., Tule, J. M., Akadiri, S. S., Akanni, E. O., & Offum, P. F. (2024). Do economic policy uncertainty and geopolitical risk impede economic transformation? Evidence from resource rich country. *Journal of Economics and Finance*, 48(4), 1145-1165. <https://doi.org/10.1007/s12197-024-09690-x>
- Yilmazkuday, H. (2025). Stock market development and economic growth: The role of institutional quality. *Borsa Istanbul Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2025.07.018>