

**INTERAKSI DINAMIS ANTARA PASAR MODAL DAN PASAR UANG:
BUKTI DARI NEGARA ASEAN-5**



TESIS

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR
MAGISTER EKONOMI SYARIAH**

OLEH:

AHMAD KHOLID UBaidillah

NIM. 19208012028

**STATE ISLAMIC UNIVERSITY
PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA
2023**

**INTERAKSI DINAMIS ANTARA PASAR MODAL DAN PASAR UANG:
BUKTI DARI NEGARA ASEAN-5**



TESIS

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR
MAGISTER EKONOMI SYARIAH**

OLEH:

AHMAD KHOLID UBAIDILLAH
NIM. 19208012028

PEMBIMBING:

Dr. ABDUL OOYUM, S.E.I., M.Sc.Fin.
NIP: 19850630 201503 1 007

**PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA
2023**



KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

Jl. Marsda Adisucipto Telp. (0274) 550821, 512474 Fax. (0274) 586117 Yogyakarta 55281

PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-213/Un.02/DEB/PP.00.9/01/2023

Tugas Akhir dengan judul : INTERAKSI DINAMIS ANTARA PASAR MODAL DAN PASAR UANG: BUKTI DARI NEGARA ASEAN-5

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : AHMAD KHOLID UBAIDILLAH, S.E.
Nomor Induk Mahasiswa : 19208012028
Telah diujikan pada : Jumat, 20 Januari 2023
Nilai ujian Tugas Akhir : A

dinyatakan telah diterima oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Valid ID: 63d38fa891d6c

Ketua Sidang
Dr. Abdul Qoyum, S.E.I., M.Sc.Fin.
SIGNED



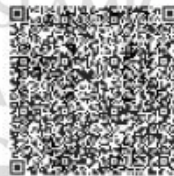
Valid ID: 63ef6c2ac749c

Penguji I
Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, M.Ag.
SIGNED



Valid ID: 63d24d6592cba

Penguji II
Dr. Sunaryati, SE., M.Si.
SIGNED



Valid ID: 63d495736d3e7

Yogyakarta, 20 Januari 2023
UIN Sunan Kalijaga
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
Dr. Afdawaiza, S.Ag., M.Ag.
SIGNED

SURAT PERSETUJUAN TESIS

Hal : Tesis Saudara Ahmad Kholid Ubaidillah
Kepada
Yth. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
Di Yogyakarta

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Setelah membaca, meneliti, memberikan petunjuk dan mengoreksi serta memperbaiki seperlunya, maka kami selaku pembimbing berpendapat bahwa tesis saudara:

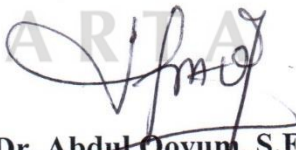
Nama : Ahmad Kholid Ubaidillah
NIM : 19208012028
Judul Tesis : **“Interaksi Dinamis antara Pasar Modal dan Pasar Uang: Bukti dari Negara ASEAN-5”**

Sudah dapat diajukan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Program Studi Magister Ekonomi Syariah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Ekonomi Islam.

Dengan ini kami berharap agar tesis saudara tersebut dapat segera dimunaqasyahkan. Atas perhatiannya kami ucapkan terima kasih.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Yogyakarta, 18 Januari 2023
Pembimbing,


Dr. Abdul Qovum, S.E.I., M.Sc.Fin.
NIP: 19850630 201503 1 007

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ahmad Kholid Ubaidillah
NIM : 19208012028
Program Studi : Magister Ekonomi Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam

Menyatakan bahwa tesis yang berjudul **“Interaksi Dinamis antara Pasar Modal dan Pasar Uang: Bukti dari Negara ASEAN-5”** adalah benar-benar merupakan hasil karya penyusun sendiri, bukan duplikasi ataupun saduran dari karya orang lain kecuali pada bagian yang telah dirujuk dan disebut dalam *body note* dan daftar pustaka. Apabila di lain waktu terbukti adanya penyimpangan dalam karya ini, maka tanggung jawab sepenuhnya ada pada penyusun.

Demikian surat pernyataan ini saya buat agar dapat dimaklumi.

Yogyakarta, 18 Januari 2023

Penyusun,



Ahmad Kholid Ubaidillah
NIM. 19208012028

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI

Sebagai *civitas* akademik UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ahmad Kholid Ubaidillah
NIM : 19208012028
Program Studi : Magister Ekonomi Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta Hak Bebas Royalti Non Eksklusif (*non-exclusive royalty free right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“Interaksi Dinamis antara Pasar Modal dan Pasar Uang: Bukti dari Negara ASEAN-5”

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non Eksklusif ini, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik hak cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Yogyakarta
Pada tanggal: 18 Januari 2023
Yang menyatakan,



Ahmad Kholid Ubaidillah
NIM. 19208012028

MOTTO

*Seseorang disebut pintar
Selama ia terus belajar. Begitu
Ia merasa pintar, saat itu ia bodoh*
(Bukan Sabda)

“La Taiasu Mirrauhillah”
(Q.S. Yusuf: 87)

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

PERSEMBAHAN

Karya ini saya persembahkan untuk

Kedua orang tua

Serta Seluruh Keluarga Besar Bani Adnan dan juga Almamater tercinta

*Yang senantiasa memberikan do'a, dukungan, semangat, dan
motivasi dalam kehidupan penulis*



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Transliterasi kata-kata Arab yang dipakai dalam penyusunan skripsi ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987.

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	Alif	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Bā'	b	be
ت	Tā'	t	te
ث	Šā'	š	es (dengan titik di atas)
ج	Jīm	j	je
ح	Hā'	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	Khā'	kh	ka dan ha
د	Dāl	d	de
ذ	Žāl	ž	zet (dengan titik di atas)
ر	Rā'	r	er
ز	Zāi	z	zet
س	Sīn	s	es
ش	Syīn	sy	es dan ye
ص	Šād	š	es (dengan titik di bawah)
ض	Ḍād	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	Ṭā'	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	Zā'	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	'Ain	‘	koma terbalik di atas
غ	Gain	g	ge
ف	Fā'	f	ef
ق	Qāf	q	qi

ك	Kāf	k	ka
ل	Lām	l	el
م	Mīm	m	em
ن	Nūn	n	en
و	Wāwu	w	w
هـ	Hā'	h	ha
ء	Hamzah	`	apostrof
ي	Yā'	Y	Ye

B. Konsonan Rangkap karena *Syaddah* Ditulis Rangkap

متعددة	Ditulis	<i>Muta'addidah</i>
عدة	Ditulis	<i>'iddah</i>

C. *Tā' marbūṭah*

Semua *tā' marbūṭah* ditulis dengan *h*, baik berada pada akhir kata tunggal ataupun berada di tengah penggabungan kata (kata yang diikuti oleh kata sandang “al”). Ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata Arab yang sudah terserap dalam bahasa Indonesia, seperti *shalat*, *zakat*, dan sebagainya kecuali dikehendaki kata aslinya.

حكمة	ditulis	<i>Ḥikmah</i>
علة	ditulis	<i>'illah</i>
كرامة الأولياء	ditulis	<i>karāmah al-auliyā'</i>

D. Vokal Pendek dan Penerapannya

-----َ-----	Fathah	ditulis	A
-----ِ-----	Kasrah	ditulis	i
-----ُ-----	Ḍammah	ditulis	u

فَعَلَ	Fathah	ditulis	<i>fa'ala</i>
ذُكِرَ	Kasrah	ditulis	<i>ẓukira</i>
يَذْهَبُ	Ḍammah	ditulis	<i>yaẓhabu</i>

E. Vokal Panjang

1. fathah + alif	ditulis	<i>Ā</i>
جَاهِلِيَّة	ditulis	<i>jāhiliyyah</i>
2. fathah + yā' mati	ditulis	<i>ā</i>
تَنْسَى	ditulis	<i>tansā</i>
3. Kasrah + yā' mati	ditulis	<i>ī</i>
كَرِيم	ditulis	<i>karīm</i>
4. Ḍammah + wāwu mati	ditulis	<i>ū</i>
فُرُوض	ditulis	<i>furūd</i>

F. Vokal Rangkap

1. fathah + yā' mati	ditulis	<i>Ai</i>
بَيْنَكُمْ	ditulis	<i>bainakum</i>
2. fathah + wāwu mati	ditulis	<i>au</i>

قول	ditulis	<i>qaul</i>
-----	---------	-------------

G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan Apostrof

أَنْتُمْ	ditulis	<i>a'antum</i>
أَعَدَّتْ	ditulis	<i>u'iddat</i>
لَنْ شَكَرْتُمْ	ditulis	<i>la'in syakartum</i>

H. Kata Sandang Alif + Lam

1. Bila diikuti huruf *Qamariyyah* maka ditulis dengan menggunakan huruf awal “al”

الْقُرْآن	ditulis	<i>al-Qur'ān</i>
الْقِيَاس	ditulis	<i>al-Qiyās</i>

2. Bila diikuti huruf *Syamsiyyah* ditulis sesuai dengan huruf pertama *Syamsiyyah* tersebut

السَّمَاء	ditulis	<i>as-Samā</i>
الشَّمْس	ditulis	<i>asy-Syams</i>

I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat

Ditulis menurut penulisannya

ذَوِي الْفُرُوضِ	ditulis	<i>ẓawi al-furūd</i>
أَهْلُ السُّنَّةِ	ditulis	<i>ahl as-sunnah</i>

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim

Puji syukur atas kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunianya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “**Interaksi Dinamis antara Pasar Modal dan Pasar Uang: Bukti dari Negara ASEAN-5**”. Sholawat dan salam semoga tetap terlimpahkan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW, semoga kita mendapat syafaat beliau di Hari Akhir nanti. Amiin.

Tesis ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Ekonomi Syariah pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta. Penyusunan tesis ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu dalam kesempatan ini, penyusun ingin menyampaikan terima kasih yang dalam kepada pihak-pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini, pihak-pihak tersebut adalah:

1. Bapak Prof. Dr. Phil. Al Makin, S.Ag., M.Ag., selaku Rektor Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Bapak Dr. Afdawaiza, S.Ag., M.Ag., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Bapak Dr. Muhammad Ghafur Wibowo, S.E., M.Sc., selaku Ketua Prodi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
4. Bapak Dr. Abdul Qoyum, S.E.I., M.Sc.Fin., selaku Dosen Pembimbing Tesis yang senantiasa sabar mengarahkan dan membimbing penulis dari awal hingga akhir penulisan tesis ini.
5. Bapak Dr. Ibnu Muhdhir, M.Ag., selaku Dosen Penasihat Akademik yang telah membimbing selama proses perkuliahan.
6. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta yang telah memberikan ilmu serta pengalaman pengetahuannya kepada penulis selama masa perkuliahan.
7. Seluruh pegawai dan staf Tata Usaha Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.

8. Kedua orang tua, Bapak Nur Rosid dan Ibu Siti Marhamah sebagai sumber motivasi terbesar dalam hidup penulis serta dengan tulus memberikan dorongan dan do'a sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
9. Seluruh keluarga Bani Yahya senantiasa memberikan dorongan yang kuat bagi penulis.
10. Abah KH. Fairuzi Afiq, Alh. dan Ibu Nyai Siti Mukaromah, selaku Pengasuh PP. Al-Munawwir Komplek Nurussalam Krpyak sekaligus orang tua kedua bagi penulis selama melangsungkan hidup di Yogyakarta yang senantiasa memberikan pelajaran kehidupan bagi penulis.
11. Teman-teman pengurus dan santri PP. Al-Munawwir Komplek Nurussalam Krpyak terutama temen kamar Sunan Giri dan Sunan Gresik yang menjadi *partner* dan teman melangsungkan hidup selama di Yogyakarta.
12. Teman-teman seperjuangan Magister Ekonomi Syariah 2019 sebagai partner dalam melalui manis pahitnya kuliah online.
13. Konco ngopi Lina, Meindah, Salam, Doni, Bia yang menjadi tempat bercerita dan bertukar kisah salam di Jogja.
14. Pribadi inspiratif dan semua pihak yang telah membantu penulis dalam penyusunan tugas akhir serta dalam menempuh studi yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Semoga segala kebaikan yang telah diberikan menjadi amal saleh dan mendapatkan balasan melebihi apa yang telah diberikan oleh Allah SWT, dan semoga skripsi ini bermanfaat bagi para pembaca pada umumnya. Amiin.

Yogyakarta, 18 Januari 2023

Penulis,



Ahmad Kholid Ubaidillah
NIM. 19208012028

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
PENGESAHAN TUGAS AKHIR	iii
SURAT PERSETUJUAN TESIS	iv
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN	v
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	vi
MOTTO	vii
PERSEMBAHAN	viii
PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN	ix
KATA PENGANTAR	xiii
DAFTAR ISI	xv
DAFTAR TABEL	xviii
DAFTAR GAMBAR	xix
DAFTAR LAMPIRAN	xx
ABSTRAK	xxi
ABSTRACT	xxii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	12
C. Tujuan dan Manfaat Penelitian	12
D. Sistematika Pembahasan	14
BAB II LANDASAN TEORI DAN KAJIAN PUSTAKA	16
A. Landasan Teori.....	16
1. Pasar Keuangan	16
2. Pasar Modal	17
3. Pasar Uang.....	26
4. Kebijakan Moneter	29
5. Faktor Makroekonomi	36
B. Kajian Pustaka.....	50
C. Pengembangan Hipotesis	63
1. Hubungan Pasar Uang Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5.....	63
2. Hubungan Nilai Tukar Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5	64
3. Hubungan Indeks Harga Konsumen (IHK) Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5	66
4. Hubungan Indeks Produksi Industri (IPI) Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5.....	67

D. Kerangka Pemikiran.....	68
BAB III METODE PENELITIAN	70
A. Desain Penelitian.....	70
B. Populasi dan Sampel	70
C. Jenis dan Sumber Data.....	71
D. Definisi Operasional Variabel.....	72
1. Pasar Modal	72
2. Pasar Uang.....	73
3. Nilai Tukar	73
4. Indeks Harga Konsumen	74
5. Indeks Produksi Industri.....	74
E. Metode Analisis	75
1. Uji Stasioneritas	78
2. Uji <i>Lag</i> Optimal.....	80
3. Uji Stabilitas	81
4. Uji Kausalitas	82
5. Uji Kointegrasi	83
6. Estimasi Model PVAR/PVECM	83
7. <i>Impulse Response Function</i> (IRF).....	86
8. <i>Variance Decomposition</i> (VD).....	86
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	87
A. Gambaran Umum Objek Penelitian	87
1. Pasar Modal	87
2. Pasar Uang.....	88
3. Nilai Tukar	89
4. Indeks Harga Konsumen	90
5. Indeks Produksi Industri.....	92
B. Analisis Statistika Deskriptif	93
C. Pengujian PVAR/PVECM	95
1. Uji Stasioneritas Data.....	95
2. Uji <i>Lag</i> Optimal.....	97
3. Uji Stabilitas	98
4. Uji Kausalitas	100
5. Uji Kointegrasi	101
6. Estimasi Model PVECM	103
7. <i>Impulse Response Function</i> (IRF).....	106
8. <i>Variance Decomposition</i> (VD).....	108
D. Pembahasan.....	110
1. Pengaruh Pasar Uang Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5	110
2. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5	115

3. Pengaruh Indeks Harga Konsumen Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5.....	118
4. Pengaruh Indeks Produksi Industri Terhadap Pasar Modal Negara ASEAN-5.....	122
BAB V PENUTUP.....	125
A. Kesimpulan	125
B. Keterbatasan.....	126
C. Saran dan Rekomendasi Kebijakan.....	126
DAFTAR PUSTAKA.....	128
LAMPIRAN.....	137



DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Indeks Harga Saham di Beberapa Negara.....	25
Tabel 2.2 Perbedaan Pasar Modal dan Pasar Uang.....	27
Tabel 2.3 Karakteristik Kebijakan dalam Siklus Bisnis	30
Tabel 2.4 Rangkuman Penelitian Terdahulu	61
Tabel 4.1 Analisis Statistika Deskriptif	93
Tabel 4.2 Hasil IPS <i>Test</i> Tingkat Level	96
Tabel 4.3 Hasil IPS <i>Test</i> Tingkat <i>First Difference</i>	97
Tabel 4.4 Hasil Pengujian <i>Lag</i> Optimal	98
Tabel 4.5 Hasil Uji Stabilitas	99
Tabel 4.6 Hasil Uji Kausalitas Granger	101
Tabel 4.7 Hasil Uji Kointegrasi	102
Tabel 4.8 Estimasi PVECM Jangka Panjang	103
Tabel 4.9 Estimasi PVECM Jangka Pendek	104
Tabel 4.10 Uji Signifikansi Jangka Panjang	105
Tabel 4.11 Hasil Uji Signifikansi Jangka Pendek.....	105
Tabel 4.12 Hasil Pengujian <i>Impulse Response Function</i>	107



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Pergerakan Indeks Saham Negara ASEAN-5	4
Gambar 1.2 Kapitalisasi Pasar Modal Negara ASEAN-5.....	5
Gambar 1.3 Tingkat Suku Bunga Pasar Uang Negara ASEAN-5	9
Gambar 2.1 Ilustrasi Aliran Modal dalam Sistem Keuangan	17
Gambar 2.2 Aliran Modal dengan Pasar Terpusat dan Tanpa Pasar Terpusat.....	18
Gambar 2.3 Hubungan Risiko dan <i>Return</i>	19
Gambar 2.4 Penentuan Harga Saham.....	23
Gambar 2.5 Grafik Siklus Bisnis	36
Gambar 2.6 Kerangka Pemikiran.....	69
Gambar 4.1 Perkembangan Nilai <i>Real Effective Exchange Rate</i>	90
Gambar 4.2 Pergerakan Indeks Harga Konsumen Negara ASEAN-5	91
Gambar 4.3 Perkembangan Indeks Produksi Industri.....	92
Gambar 4.4 Grafik <i>AR Roots</i>	100
Gambar 4.5 Respons SPI terhadap <i>Shock</i> dari MMR	108
Gambar 4.6 Hasil Uji <i>Variance Decomposition</i>	109
Gambar 4.7 Hasil Uji IRF Indeks Harga Saham.....	111
Gambar 4.8 Tingkat Suku Bunga Negara ASEAN-5.....	113
Gambar 4.9 Indeks Volume Ekspor ASEAN-5	117
Gambar 4.10 Hukum Permintaan dan Penawaran	119
Gambar 4.11 Fluktuasi Tingkat Inflasi Negara ASEAN-5	121
Gambar 4.12 Perbandingan Indeks Volume Ekspor dan Impor ASEAN-5.....	123

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Terjemahan dari Bahasa Arab	137
Lampiran 2: Data Penelitian.....	138
Lampiran 3: Hasil Analisis Deskriptif	151
Lampiran 4: Hasil Analisis PVECM.....	152
Lampiran 5: <i>Curriculum Vitae</i> (CV).....	167



ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melihat interaksi dinamis antara pasar modal dan pasar uang dalam kerangka transmisi kebijakan moneter di negara ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand). Variabel yang digunakan adalah SPI sebagai proksi dari pasar modal, MMR sebagai proksi dari pasar uang, REER sebagai proksi dari nilai tukar, Indeks Harga Konsumen (IHK), dan Indeks Produksi Industri (IPI) selama periode Januari 2010 sampai Juli 2020 dengan menggunakan metode *Panel Vector Error Correction Model* (PVECM). Hasil pengujian menunjukkan bahwa MMR berpengaruh positif signifikan terhadap SPI dalam jangka panjang dan jangka pendek. REER berpengaruh positif signifikan terhadap SPI dalam jangka panjang. Sedangkan IHK dan IPI berpengaruh negatif signifikan terhadap SPI dalam jangka pendek.

Kata kunci: Pasar Modal, Pasar Uang, Faktor Makroekonomi, PVECM.



ABSTRACT

This study aims to see the dynamic interaction between the capital market and the money market within the framework of monetary policy transmission in ASEAN-5 countries (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand). The variables used are SPI as a proxy from the capital market, MMR as a proxy from the money market, REER as a proxy for the exchange rate, Consumer Price Index (CPI), and Industrial Production Index (IPI) during the period January 2010 to July 2020 using the Panel Vector Error Correction Model (PVECM) method. The test results showed that MMR had a significant positive effect on SPI in the long and short term. REER has a significant positive effect on SPI in the long run. Meanwhile, CPI and IPI have a significant negative effect on SPI in the short term.

Keywords: *Capital Market, Money Market, Macroeconomic Factors, PVECM.*



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Association of Southeast Asian Nation (ASEAN) adalah sebuah jaringan ekonomi dan geopolitik untuk negara-negara di Asia Tenggara. Organisasi ini dibentuk pada tahun 1967 dengan lima anggota pertama Indonesia, Filipina, Malaysia, Singapura, dan Thailand yang kemudian disebut dengan negara ASEAN-5. Pembentukan organisasi ini pada mulanya didorong oleh alasan keamanan regional yang pada akhirnya juga berupaya dalam menjalin kerja sama ekonomi. Hal tersebut diwujudkan dengan dibentuknya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) tahun 2015 dalam upaya untuk mempercepat laju integrasi ekonomi (Atje & Titiharuw, 2016; Shimizu, 2014).

Integrasi ekonomi sendiri pertama kali diperkenalkan oleh Viner (1950), di mana integrasi dapat dilakukan melalui *trade creation*¹ dan *trade diversion*². Achsani (2008) menjelaskan bahwa integrasi merupakan sebuah wilayah perekonomian tanpa adanya *frontier* (batas antar negara), sehingga sumber daya yang berasal dari suatu negara dapat keluar masuk ke negara lain dalam satu kawasan tersebut secara leluasa. Hal tersebut menjadi dasar atau acuan dalam perkembangan integrasi pasar modal di negara-negara ASEAN. Pasar modal yang semakin terintegrasi akan membuat korelasi antara *return*

¹ *Trade Creation* adalah kegiatan ekspor impor oleh suatu negara dengan negara lain dalam satu keanggotaan wilayah integrasi sehingga dapat memberikan harga yang lebih murah.

² *Trade Diversion* adalah proses impor barang dari negara yang terintegrasi ekonomi sehingga akan mendapatkan harga yang lebih murah karena perlakuan khusus dalam penetapan tarif.

dan bursa semakin tinggi, sehingga akan memberikan dampak positif bagi bursa saham dan juga emiten (R. Brooks & Del Negro, 2004). Perkembangan pasar modal ASEAN-5 dinilai berada pada tren positif yang ditandai dengan pertumbuhan berkelanjutan selama dua puluh tahun terakhir dari negara ASEAN-5. Hal tersebut menjadikan negara ASEAN-5 sebagai negara dengan perkembangan paling pesat di antara negara *emerging market*³ (Corbacho & Peiris, 2018).

Qizam et al. (2020) menyampaikan bahwa integrasi pasar modal ASEAN akan memberikan banyak keuntungan dalam akses lintas batas yang lebih besar, sehingga akan memberikan tingkat yang kompetitif terhadap pasar modal ASEAN untuk menyediakan lebih banyak likuiditas, skala, dan kapasitas bagi investor dan emiten. Climent & Meneu (2003) menjelaskan bahwa pasar modal memiliki kecenderungan memiliki pergerakan yang relatif setara dan memberikan efek penularan (*contagion effect*) yang cukup tinggi, jika berada dalam satu kawasan regional yang sama. Pasar modal akan memiliki volatilitas indeks yang hampir setara dan juga saling berkorelasi, jika pasar modal tersebut saling terintegrasi. Adanya integrasi pasar modal ASEAN juga didukung oleh Barus (1997) dan Palac-McMiken (1997).

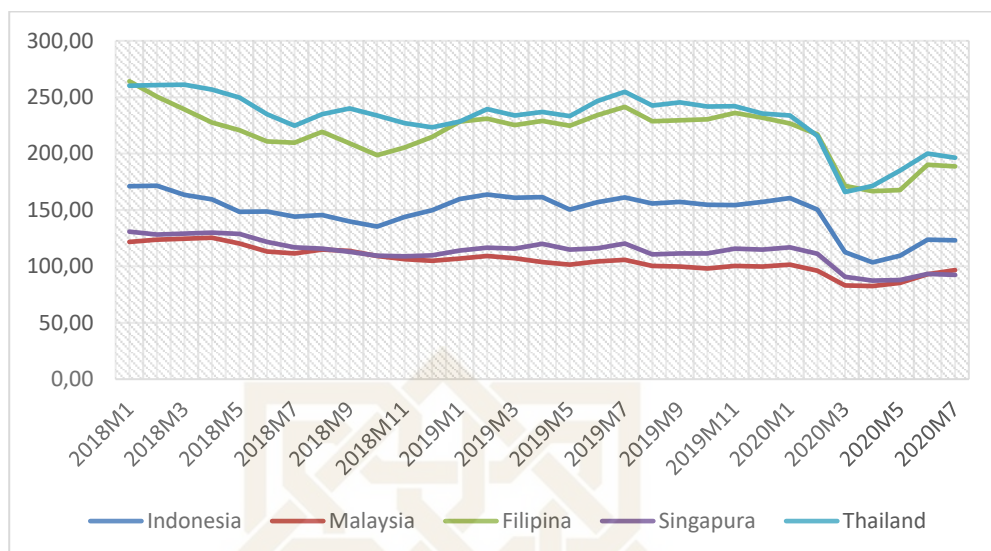
Pasar modal adalah salah satu indikator yang dapat digunakan untuk menilai perkembangan ekonomi di suatu negara (Tandelilin, 2017). Terdapat dua fungsi utama dalam pasar modal, yaitu sebagai sarana untuk mendapatkan

³ Negara *Emerging Market* adalah negara berkembang yang sedang mengalami perkembangan ekonomi, industrialisasi, dan modernisasi secara signifikan.

aliran modal dari pemodal (investor), dan juga sebagai sarana transaksi bagi pemodal dan pihak yang membutuhkan aliran modal dalam kerangka investasi (Ang, 1997, p. 3).

Secara umum, beberapa penelitian menggunakan indeks pasar saham sebagai indikator yang digunakan untuk menilai kinerja pasar modal (Barbic & Condic-Jurkic, 2011; Boonyanam, 2014; Hismendi et al., 2013; Hsing et al., 2012; Kganyago & Gumbo, 2015; Naik & Padhi, 2012; Wongbangpo & Sharma, 2002). Kemudian juga terdapat beberapa penelitian terdahulu yang menggunakan *return* saham sebagai indikator kinerja pasar modal (Aleke et al., 2022; Assefa et al., 2017; Kamal, 2018). Selain itu, likuiditas pasar saham juga dapat digunakan sebagai proksi dari kinerja pasar modal (Sun & Yuan, 2021). Namun ada beberapa indikator pasar modal lain selain pasar saham yaitu obligasi, reksa dana, dan juga instrumen lain yang bersifat jangka panjang (Martalena & Malinda, 2011).

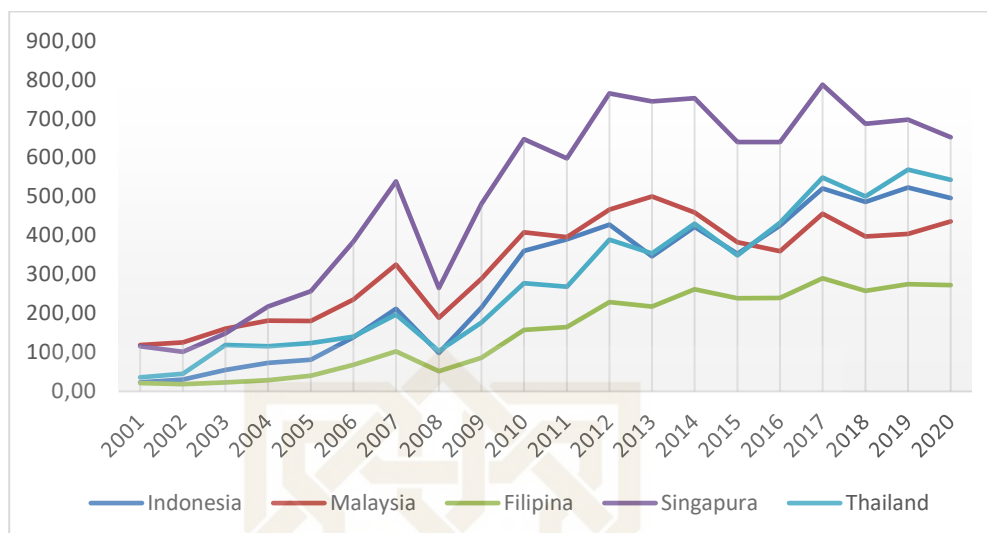
Aktivitas perdagangan yang terus berkembang di negara ASEAN-5 berdampak pada meningkatnya kebutuhan informasi terhadap pasar modal. Salah satu informasi tersebut adalah pergerakan indeks pasar saham. Informasi tersebut relatif penting dalam pengembangan kebijakan ataupun sebagai tolak ukur dalam penentuan portofolio yang digunakan investor untuk menanamkan modalnya. Pergerakan indeks saham di negara-negara ASEAN yang relatif sama menandakan bahwa terdapat hubungan integrasi pada pasar saham di negara ASEAN, khususnya di negara ASEAN-5. Pergerakan indeks pasar saham negara ASEAN-5 dapat diketahui pada gambar berikut:



Gambar 1.1 Pergerakan Indeks Saham Negara ASEAN-5

Sumber: *World Bank 2022*, data diolah

Gambar di atas memaparkan bahwa indeks pasar saham ASEAN-5 beberapa periode terakhir cukup bervariasi. Indeks pasar saham di negara Thailand cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan negara lain pada harga rata-rata sebesar 230,81 diikuti oleh negara Filipina dengan rata-rata sebesar 218,30 dan indeks pasar saham paling rendah berapa di negara Malaysia dengan rata-rata sebesar 105,33. Volatilitas indeks pasar saham ASEAN-5 cenderung stabil. Namun pada awal tahun 2020 indeks pasar saham ASEAN-5 mengalami penurunan. Pandemi COVID-19 merupakan salah satu faktor utama terjadinya penurunan tersebut. Pandemi COVID-19 mengakibatkan kondisi ekonomi melemah yang pada akhirnya berdampak pada pasar keuangan semakin fluktuatif dan cenderung memiliki risiko likuiditas yang besar (Sun & Yuan, 2021).



Gambar 1.2 Kapitalisasi Pasar Modal Negara ASEAN-5

Sumber: *World Bank 2022*, data diolah

Selain indeks pasar saham yang cukup tinggi, kapitalisasi pasar modal ASEAN-5 juga memiliki nilai yang cukup besar. Kapitalisasi pasar modal ASEAN-5 cukup fluktuatif namun cenderung mengalami pertumbuhan. Tahun 2008 kapitalisasi pasar modal ASEAN-5 mengalami penurunan yang cukup drastis yang merupakan dampak dari krisis keuangan global 2008. Tingginya pertumbuhan kapitalisasi pasar modal ASEAN-5 salah satunya di pengaruhi oleh adanya potensi *Initial Public Offering* (IPO)⁴ dari perusahaan kecil dan menengah (Setiawan & Hidayat, 2017). Phuan et al. (2009) mengatakan bahwa adanya regulasi dan liberalisasi pasar modal menjadi faktor penting dari perkembangan pasar modal ASEAN. Selain itu, tumbuhnya kapitalisasi pasar modal ASEAN juga menjadi daya tarik investor untuk melakukan diversifikasi portofolio di sesama negara ASEAN (Sundoro & Theovardo, 2019).

⁴ *Initial Public Offering* (IPO) adalah penjualan saham untuk pertama kali yang dilakukan oleh perusahaan kepada investor.

Negara ASEAN-5 memiliki aliran modal cukup tinggi namun hal tersebut tidak lepas dari tantangan risiko global seperti gejolak kebijakan moneter negara maju, aliran modal yang fluktuatif, serta peningkatan utang sektor publik swasta (Corbacho & Peiris, 2018). Berkaca pada beberapa dekade terakhir, krisis ekonomi dan finansial menjadi sebuah pelajaran yang berharga bagi beberapa negara di dunia, khususnya ASEAN. Bahkan ancaman resesi global menjadi isu yang sangat mungkin terjadi di tahun 2023. Pandemi COVID-19 serta terjadinya perang Rusia-Ukraina menjadi faktor utama adanya ancaman resesi global. Pemulihan efek pandemi yang lambat menjadikan aktivitas ekonomi menjadi terhambat. Selain itu perang Rusia-Ukraina berisiko pada pemecahan ekonomi global menjadi blok geopolitik dengan berbagai aturan yang berbeda sehingga akan berdampak pada birokrasi dalam pasokan bahan baku industri menjadi lebih rumit (IMF, 2022).

Miskhin (1995) mengatakan bahwa krisis keuangan terjadi karena dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu penurunan harga saham, peningkatan suku bunga, harga agregat yang tidak stabil, dan meningkatnya risiko industri perbankan. Hal tersebut dapat disimpulkan bahwa terjadinya krisis keuangan akan memberikan dampak secara langsung terhadap aktivitas pasar modal. Hal tersebut menjadi tantangan besar bagi negara ASEAN-5 dalam upaya merespons limpasan global (*global spillovers*) tersebut. Kebijakan fiskal dan kebijakan moneter menjadi tulang punggung utama bagi negara ASEAN-5 dalam memitigasi limpasan global tersebut. Transmisi kebijakan moneter

menjadi transformasi kebijakan yang harus diperhatikan dalam kaitannya dengan aliran pasar modal (Corbacho & Peiris, 2018).

Transmisi kebijakan moneter merupakan sebuah mekanisme kebijakan yang ditempuh oleh otoritas moneter untuk menjaga stabilitas ekonomi melalui lembaga keuangan dan pelaku ekonomi sektor riil. Mekanisme tersebut dilakukan melalui dua proses yaitu dengan melakukan sirkulasi modal antara bank sentral dan lembaga keuangan yang kemudian lembaga keuangan dan sektor riil (Pohan, 2008, p. 17). Cowder (2006) berpendapat bahwa ketika kebijakan moneter bersifat kontraksi, maka akan menurunkan harga saham. Sebaliknya jika kebijakan bersifat ekspansi, maka akan menaikkan harga saham. Salah satu bagian dari transmisi kebijakan moneter yang diasumsikan bersinggungan langsung dengan pasar modal adalah pasar uang.

Pasar modal (*capital market*) dan pasar uang (*money market*) adalah bagian dari pasar keuangan (*financial market*)⁵. Pasar modal pada dasarnya adalah pasar sekuritas jangka panjang seperti obligasi, ekuitas, dan juga produk turunan lainnya. Sedangkan pasar uang merupakan pasar sekuritas jangka pendek (Tandelilin, 2017, p. 29). Dalam teori finansial, kinerja pasar uang dan pasar modal berkorelasi negatif (Friedman, 1998). Kebijakan peningkatan tingkat suku bunga akan meningkatkan tingkat *return* pada pasar uang, sehingga para investor akan berpindah pada pasar uang. Sebaliknya, kebijakan penurunan suku bunga akan meningkatkan likuiditas pada pasar modal (Reilly

⁵ Pasar Keuangan (*Financial Market*) merupakan pasar yang memperjual belikan segala bentuk sekuritas.

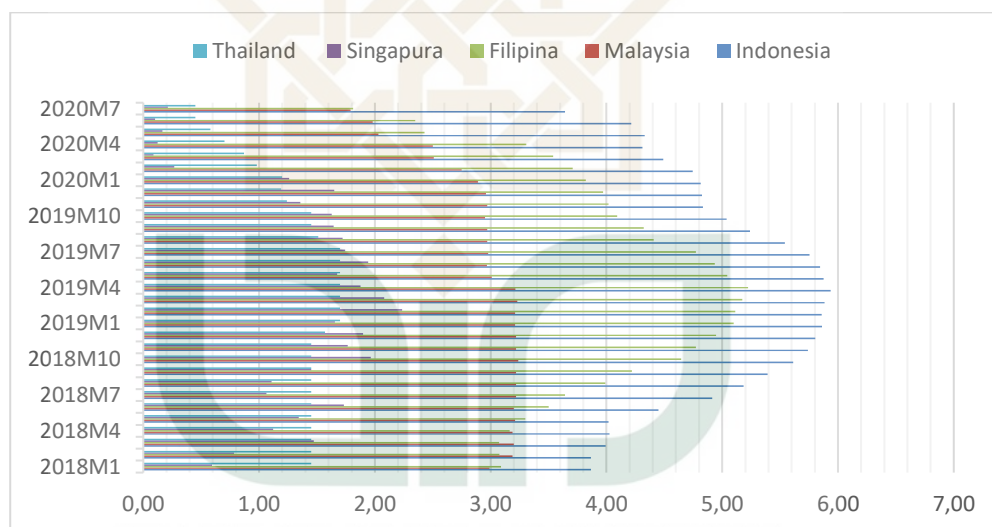
& Brown, 2003, p. 422). Corbacho & Peiris (2018) menjelaskan suku bunga jangka pendek dan suku bunga jangka panjang domestik memiliki pengaruh yang kuat terhadap transmisi kebijakan moneter. Hal ini dilakukan untuk tetap menjaga likuiditas perbankan serta tetap menunjang perkembangan aliran modal sehingga keseimbangan stabilitas ekonomi akan tetap terjaga.

Beberapa literatur menggunakan proksi yang beragam untuk digunakan sebagai indikator pasar uang. Secara umum, beberapa penelitian menjadikan suku bunga pasar uang (*money market rate*) sebagai proksi dari pasar uang (Barbic & Condic-Jurkic, 2011; Hsing, 2013; Hsing et al., 2012; Kganyago & Gumbo, 2015; Wongbangpo & Sharma, 2002), *interbank offered rate* (Gong & Dai, 2017; Li, 2018; Majid, 2016; Sun & Yuan, 2021), *treasury bill rate* (Abbas et al., 2018; Aleke et al., 2022; Kamal, 2018; Naik & Padhi, 2012; Otieno et al., 2017), selain itu juga menggunakan suku bunga acuan sebagai proksi dari pasar uang (Boonyanam, 2014; S. Chen et al., 2019; Jareno & Negrut, 2016; Nasab & Sohaili, 2019).

Beberapa penelitian memberikan hasil yang berbeda-beda terkait korelasi antara pasar modal dan pasar uang. Pengujian yang dilakukan oleh Wongbangpo & Sharma (2002) menunjukkan hasil yang sejalan dengan teori yang ada, yang mana pasar uang memberikan dampak negatif terhadap kinerja pasar modal. Hasil tersebut didukung penelitian Abbas et al. (2018), Aleke et al. (2022), Hsing et al. (2012), Hismendi et al. (2013), Kganyago & Gumbo (2015), Majid (2016), dan Sun & Yuan (2021). Selain itu, literatur lain memberikan pandangan bahwa terdapat korelasi positif antara pasar modal dan

pasar uang (Nasab & Sohaili, 2019). Beberapa penelitian juga menunjukkan hubungan tidak signifikan antara pasar modal dan pasar uang (Barbic & Condic-Jurkic, 2011; S. Chen et al., 2019; Li, 2018; Naik & Padhi, 2012).

Stabilitas ekonomi menjadi tujuan utama aktivitas perdagangan di negara ASEAN-5. Kondisi ekonomi yang stabil dapat tercermin dari beberapa indikator makro ekonomi seperti terkendalinya inflasi, mata uang yang stabil serta GDP per kapita yang terus meningkat. Selain itu juga dapat dilihat dari suku bunga yang lebih rendah (Hismendi et al., 2013).



Gambar 1.3 Tingkat Suku Bunga Pasar Uang Negara ASEAN-5

Sumber: IMF 2022, data diolah

Grafik di atas menunjukkan bahwa suku bunga pasar uang (*money market rate*) di negara ASEAN-5 memiliki pola yang bervariasi. Suku bunga pasar uang di Malaysia dan Thailand cenderung stagnan dan mengalami penurunan pada akhir periode penelitian. Sedangkan di Indonesia dan Filipina mengalami kenaikan di awal periode kemudian mengalami penurunan di akhir periode penelitian. Suku bunga pasar uang di negara Singapura cenderung

fluktuatif. Suku bunga pasar uang di Indonesia memiliki tingkatan yang cukup tinggi di sekitar 4,96%. Sedangkan suku bunga pasar uang paling rendah berada di Thailand dan Singapura yang masing-masing sekitar 1,34% dan 1,28%. Tingginya suku bunga pasar uang di Indonesia mengindikasikan bahwa pasar uang Indonesia memiliki likuiditas lebih tinggi dibandingkan dengan negara ASEAN-5 yang lain. Sedangkan pasar uang Thailand dan Singapura tidak cukup likuid, karena memiliki suku bunga pasar uang yang rendah. Namun likuiditas yang tinggi pada pasar uang sebenarnya mengindikasikan bahwa terjadi penurunan aliran modal pada pasar modal, sehingga menimbulkan penurunan produktivitas perusahaan.

Kinerja pasar modal sangat dipengaruhi oleh faktor fundamental makroekonomi. Chen et al. (1986) dan Siegel (1991) menjelaskan bahwa harga saham dan faktor makroekonomi memiliki hubungan yang kuat. Hal tersebut juga dijelaskan oleh Tandililin (2017) bahwa faktor makroekonomi secara empiris berpengaruh terhadap pasar modal di berbagai negara. Sedangkan Chan et al. (1998) menolak adanya relevansi makroekonomi dengan pasar modal. Hal tersebut didasarkan bahwa faktor eksogen memberikan dampak buruk terhadap penetapan harga aset.

Secara teoritis, hubungan antara faktor eksogen dan pasar modal menarik untuk dikaji, namun masih terdapat kesenjangan antara identifikasi teoritis dan empiris dari faktor makroekonomi tersebut. Dengan demikian, penelitian ini mencoba menjembatani kesenjangan tersebut dengan mempertimbangkan variabel makroekonomi untuk digunakan dalam penelitian

yaitu nilai tukar, Indeks Harga Konsumen (IHK), dan Indeks Produksi Industri (IPI).

Variabel nilai tukar diharapkan memiliki pengaruh terhadap pasar modal. Nilai tukar merupakan sejumlah mata uang domestik yang digunakan untuk mendapatkan mata uang negara lain. Teori tentang hubungan nilai tukar dan pasar modal menyatakan bahwa nilai tukar yang tinggi maka volume ekspor akan meningkat karena harga yang lebih murah. Hal tersebut akan meningkatkan arus kas dan meningkatkan harga saham (Ma & Kao, 1990; Mukherjee & Naka, 1995; Soenen & Hennigar, 1988; Solnik, 1987). Indeks Harga Konsumen (IHK) merupakan suatu indikator yang digunakan untuk mengukur perubahan harga suatu barang pada periode tertentu. Kenaikan harga barang akan mengakibatkan penurunan pada pasar modal (N.-F. Chen et al., 1986; Fama, 1981; Fama & Schwen, 1977).

Selain itu, penelitian ini juga menggunakan variabel Indeks Produksi Industri (IPI) yang merupakan indikator ekonomi yang digunakan untuk mengukur aktivitas produksi pada sektor industri. Chen et al. (1986), Fama (1990), Geske & Roll (1983) dan Mukherjee & Naka (1995) menyatakan bahwa peningkatan aktivitas ekonomi baik dalam segi produktivitas industri akan meningkatkan *output* yang selanjutnya akan berdampak pada kenaikan pasar modal.

Penelitian ini berfokus pada pengujian interaksi dinamis antara pasar modal dengan pasar uang dalam kaitannya dengan transmisi kebijakan moneter di negara ASEAN-5. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melengkapi

berbagai penelitian terdahulu, dan memperkaya literatur dengan memberikan bukti lebih lanjut. Harapannya penelitian ini dapat berkontribusi bagi pengambil kebijakan sehingga stabilitas ekonomi akan tetap terjaga. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu alat pertimbangan bagi otoritas moneter dalam menentukan kebijakan dan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam melakukan investasi.

B. Rumusan Masalah

Penelitian ini dilakukan untuk menguji hubungan pasar modal ASEAN-5 dan pasar uang dan juga hubungan integrasi pasar modal ASEAN-5. Selain itu, penelitian ini mengkaji bagaimana korelasi faktor makroekonomi terhadap pasar modal.

Berikut merupakan rumusan masalah yang digunakan dalam penelitian ini:

1. Apakah pasar uang berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5?
2. Apakah nilai tukar berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5?
3. Apakah Indeks Harga Konsumen (IHK) berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5?
4. Apakah Indeks Produksi Industri (IPI) berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5?

C. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka penelitian ini memiliki tujuan untuk:

1. Menguji pasar uang berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5;

2. Menguji nilai tukar berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5;
3. Menguji Indeks Harga Konsumen (IHK) berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5;
4. Menguji Indeks Produksi Industri (IPI) berpengaruh terhadap pasar modal ASEAN-5.

Penelitian ini diharapkan juga memiliki manfaat sebagai berikut:

1. Penelitian ini diharapkan dapat mengisi *gap in literature* khususnya mengenai pasar modal ASEAN-5;
2. Bagi negara ASEAN-5: Memperkuat hubungan bilateral maupun multilateral negara ASEAN-5 dalam konteks integrasi pasar modal;
3. Bagi pemerintah: Penelitian ini dapat menjadi sumber rujukan bagi pemerintah dalam pengambilan kebijakan sebagai upaya untuk menjaga stabilitas ekonomi negara;
4. Bagi bursa efek: Penelitian ini dapat digunakan sebagai tolok ukur bursa efek dalam menetapkan kebijakan pada pasar modal;
5. Bagi pelaku industri: Penelitian ini dapat menjadi salah acuan bagi pelaku industri dalam mengambil tindakan kebijakan untuk menjaga likuiditas perusahaan;
6. Bagi akademisi: Menambah wawasan mengenai korelasi pasar modal dengan pasar uang. Serta menambah wawasan pasar modal dalam kaitannya dengan ekonomi Islam;

7. Bagi peneliti: Penelitian ini dapat menambah wawasan bagi penulis dalam hal ekonomi dan keuangan serta dapat diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan ekonomi dan keuangan.

D. Sistematika Pembahasan

Secara garis besar penelitian ini terdiri dari lima bab pembahasan yang saling berkaitan. Bagian ini memberikan gambaran umum terkait penyajian penelitian. Pembahasan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

Bab pertama, Pendahuluan, merupakan sebuah pengantar yang harus disiapkan, sehingga akan memberikan kemudahan dalam melakukan penelitian yang lebih lanjut. Pendahuluan memuat berbagai informasi seperti latar belakang penelitian yang menjadi dasar permasalahan atau gap penelitian. Kemudian permasalahan tersebut disusun dalam kerangka pertanyaan sehingga menjadi sebuah rumusan masalah. Selanjutnya, dalam sub bab tujuan dan manfaat penelitian akan menjawab pertanyaan-pertanyaan penelitian tersebut. Sistematika pembahasan menjadi penutup bab pendahuluan yang berisi tentang proses atau tahapan yang dilalui dalam melakukan penelitian.

Bab kedua, Landasan Teori dan Kajian Pustaka, menjelaskan tentang teori-teori ekonomi yang memiliki keterkaitan dengan penelitian yang dilakukan. Selain itu juga memuat literatur terdahulu yang relevan untuk menjadi dasar penelitian. Kemudian dilakukan penyusunan pengembangan hipotesis sebagai penduga hasil penelitian.

Bab ketiga, Metode Penelitian, menjelaskan tahapan operasional yang dilakukan dalam penelitian serta memaparkan penjelasan masing-masing

variabel yang digunakan. Selanjutnya juga menjelaskan tentang desain penelitian yang dilakukan, jenis data yang digunakan, populasi dan sampel, serta teknis analisis data.

Bab keempat, Hasil Penelitian dan Pembahasan, memaparkan hasil pengujian yang telah dilakukan yang selanjutnya dikaitkan dengan hipotesis penelitian juga kondisi perekonomian yang terjadi. Selain itu juga menjelaskan tentang gambaran umum dan deskripsi objek penelitian. Pertanyaan-pertanyaan penelitian yang telah disusun akan dijawab pada bagian ini.

Bab kelima, Penutup, memuat tentang kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan. Selain itu juga berisi terkait saran maupun rekomendasi untuk pengembangan penelitian yang lebih lanjut. Pada bagian ini peneliti juga menjelaskan keterbatasan penelitian sehingga dapat disempurnakan pada penelitian selanjutnya.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Penelitian ini berfokus pada pengujian hubungan pasar uang terhadap pasar modal ASEAN-5 dengan tetap mempertimbangkan faktor fundamental makroekonomi. Hasil pengujian yang dilakukan dengan metode analisis PVECM menunjukkan bahwa pasar uang berpengaruh positif signifikan terhadap pasar modal pada jangka pendek dan keseimbangan jangka pendek. Artinya perubahan pasar uang direspons secara dinamis oleh pasar modal. Hasil tersebut juga mengartikan bahwa kebijakan suku bunga secara langsung maupun tidak langsung berdampak pada pertumbuhan kinerja pasar modal.

Nilai tukar menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap pasar modal ASEAN-5 dalam jangka panjang. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa perubahan nilai tukar membutuhkan *lag* untuk bisa mempengaruhi pergerakan harga saham. Adanya pengaruh positif mengartikan bahwa kenaikan nilai tukar atau terdepresiasi akan menyebabkan kenaikan pada harga saham.

Indeks Harga Konsumen (IHK) menunjukkan hubungan negatif dalam jangka pendek. Kenaikan tingkat harga akan direspons langsung oleh perilaku investor sehingga tingkat harga dapat berpengaruh pada jangka pendek. Tingginya tingkat harga akan menyebabkan pada penurunan harga saham.

Indeks Produksi Industri (IPI) memiliki hubungan negatif signifikan terhadap pasar modal ASEAN-5. Semakin tinggi produksi industri belum

mampu menaikkan tingkat harga saham. Hal tersebut terjadi karena masih banyak masyarakat yang memilih barang impor dibandingkan dengan barang domestik.

B. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang harapannya dapat disempurnakan pada penelitian yang akan datang. Penelitian ini menggunakan data indeks saham ASEAN-5 hasil dari *adjustment* World Bank. Walaupun data tersebut memiliki kelebihan pada penggunaan satuan yang sama, namun data tersebut tidak dapat menunjukkan karakteristik dari masing-masing indeks saham ASEAN-5. Penelitian ini hanya terbatas pada penggunaan lima variabel, sehingga masih menimbulkan *error* yang cukup tinggi. Selain itu keterbatasan literatur yang menjelaskan transmisi kebijakan moneter di negara ASEAN-5 menyebabkan pemahaman transmisi kebijakan moneter masih terbatas pada konteks negara Indonesia.

C. Saran dan Rekomendasi Kebijakan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, diharapkan penelitian selanjutnya dapat menggunakan model konstruksi yang berbeda. Selain itu perkembangan ekonomi Islam dapat menjadi landasan bagi penelitian selanjutnya untuk melihat hubungan pasar modal syariah dengan pasar uang syariah, yang mana dewasa ini mekanisme transmisi kebijakan moneter juga mengalami perkembangan dalam konteks transmisi kebijakan moneter syariah.

Penelitian ini juga dapat menjadi dasar bahwa dengan adanya integrasi pasar modal, investor menjadi memiliki opsi lebih dalam melakukan diversifikasi portofolio. Selain itu, transmisi kebijakan moneter juga lebih fleksibel dalam mencapai tujuan akhir, karena transmisi kebijakan moneter tidak berpengaruh secara langsung terhadap perkembangan pasar modal.



DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, G., McMillan, D. G., & Wang, S. (2018). Conditional Volatility Nexus between Stock Markets and Macroeconomic Variables: Empirical Evidence of G-7 Countries. *Journal of Economic Studies*, 45(1), 77–99. <https://doi.org/10.1108/JES-03-2017-0062>
- Abdullah, D. A., & Hayworth, S. C. (1993). Macroeconometrics of Stock Price Fluctuations. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 50–67.
- Achsani, N. A. (2008). Integrasi Ekonomi ASEAN+3: Antara Peluang dan Ancaman. *The Brighten Institute*, 1–10.
- Ahmed, S. (2008). Aggregate Economic Variables and Stock Markets in India. *Journal of Finance and Economics*, 14, 141–164.
- Ajija, S. R., Sari, D. W., Setianto, R. H., & Primanthi, M. (2011). *Cara Cerdas Menguasai EvIEWS* (1st ed.). Salemba Empat.
- Al-Farran, A. bin M. (2008). *Tafsir Imam Syafi'i: Surah al-Fatihah - Surah al-Imran*. Al-Mahira.
- Aleke, S. F., Obidike, P. C., Okeke, F. C. S. A., Echeonwu, S. I., & Emineke, K. O. (2022). Sensitivity of Stock Returns Volatility and Money Market Rates: Insight from Nigeria. *Talaa Journal of Islamic Finance*, 2(1), 01–20. <https://doi.org/10.54045/talaa.v2i1.385>
- Ang, R. (1997). *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia* (1st ed.). Mediasoft Indonesia.
- Ascarya. (2002). *Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter* (No. 3; Kebanksentralan).
- Assefa, T. A., Esqueda, O. A., & Mollick, A. V. (2017). Stock returns and Interest Rates around the World: A panel Data Approach. *Journal of Economics and Business*, 89, 20–35. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.10.001>
- Atje, R., & Titiheruw, I. S. (2016). ASEAN Capital Market Integration: The Way Forward. In *CSIS Working Paper Series* (Vol. 1).
- Barbic, T., & Condic-Jurkic, I. (2011). Relationship between Macroeconomic Fundamentals and Stock Market Indices in Selected CEE Countries. *Ekonomski Pregled*, 62(3–4), 113–133.
- Barus, A. (1997). *An Investigation of the Dynamic Behavior and Characteristics of Indonesia Capital Markets*. University of New Orleans.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (1995). *Investment* (2 (ed.)). Hoffman Press Inc.

- Boediono. (2004). *Ekonomi Makro*. BPFE-Yogyakarta.
- Boediono. (2009). *Ekonomi Makro*. BPFE-Yogyakarta.
- Boonyanam, N. (2014). Relationship of Stock Price and Monetary Variables of Asian Small Open Emerging Economy: Evidence from Thailand. *International Journal of Financial Research*, 5(1), 52–63. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v5n1p52>
- Boyes. (1991). *Macroeconomics: Intermediate Theory and Policy* (3rd ed.). South Western Publishing Company.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (2nd ed.). Salemba Empat.
- Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance* (3rd ed.). Cambridge University Press.
- Brooks, R., & Del Negro, M. (2004). The Rise in Comovement Across Nation Stock Market: Market Integration or IT Bubble? *Journal of Empirical Finance*, 11(5), 659–680.
- Chan, L. K. C., Karceski, J., & Lakonishok, J. (1998). The Risk and Return from Factor. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(2), 159–188.
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 383–403.
- Chen, S., Wei, W., Huang, P., & Elkassabgi, A. (2019). Influence of Macroeconomic Variables on Stock Market in China: an Empirical Analysis. Available at SSRN 3519674.
- Climent, F. J., & Meneu, V. (2003). Has 1997 Asean Crisis Increased Information Flows between International Market? *International Review of Economic and Finance*, 12, 111–143.
- Copeland, T. E., & Weston, J. F. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*. In *The Economic Journal* (3rd ed., Vol. 92, Issue 366). Addison-Wesley. <https://doi.org/10.2307/2232461>
- Corbacho, A., & Peiris, S. J. (2018). *The ASEAN Way: Sustaining Growth and Stability*. International Monetary Fund.
- Crowder, W. J. (2006). The Interaction of Monetary Policy and Stock Returns. *Journal of Financial Research*, 29(4), 523–535.
- Darvas, Z. (2012). *Real Effective Exchange Rates for 178 Countries: A New Database*.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for

- Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427–431. <https://doi.org/10.2037/2286348>
- Eakin, N., & Rosen. (1988). Estimating Vector Autoregressions with Panel Data. *Econometrica*, 56(6), 1371–1395.
- Ekananda, M. (2016). *Analisis Ekonometrika Data Panel* (2nd ed.). Mitra Wacana Media.
- Engle, R. f., & Granger, C. W. J. (1987). Cointegration and Error Corection: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 251–276.
- Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *The American Economic Review*, 71(4), 545–565.
- Fama, E. F. (1990). Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. *The Journal of Finance*, 45(4), 1089–1108.
- Fama, E. F., & Schwen, G. W. (1977). Asset Return and Inflation. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 115–146.
- Firdaus, M. (2004). *Ekonomterika Suatu Pendekatan Aplikatif*. Bumi Akasara.
- Friedman, M. (1998). Money and the Stock Market. *Journal of Political Economy*, 96(2), 221–245.
- Fuddin, M. K. (2014). *Efektivitas Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter ASEAN-5*. Universitas Brawijaya.
- Geske, R., & Roll, R. (1983). The Fiscal and Monetary Linkage between Stock Return and Inflation. *The Journal of Finance*, 38(1), 1–33.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). Pearson Education Limited.
- Gong, P., & Dai, J. (2017). Monetary Policy, Exchange Rate Fluctuation, and Herding Behavior in the Stock Market. *Journal of Business Research*, 76, 34–43. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.018>
- Granger, C. W. J., Huang, B., & Yang, C. (1998). A Bivariate Causality between Stock Price and Exchange Rates. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 337–354.
- Greene, W. H. (2007). *Econometric Analysis* (5th ed.). Macmillan Publishing Company.
- Gujarati, D. N. (2003). *Ekonometrika Dasar* (S. Zain (ed.)). Erlangga.
- Hasan, A. (2005). *Mata Uang Islam*. PT Raja Grafindo Persada.

- Hismendi, Hamzah, A., & Musnadi, S. (2013). Analisis Pengaruh Nilai Tukar, SBI, Inflasi dan Pertumbuhan GDP terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Ekonomi*, 1(2), 16–28.
- Hsiao, C. (1989). *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of Panel Data 3th*. Cambridge University Press.
- Hsing, Y. (2013). Effects of Fiscal Policy and Monetary Policy on the Stock Market in Poland. *Economies*, 1(3), 19–25. <https://doi.org/10.3390/economies1030019>
- Hsing, Y., Budden, M. C., & Phillips, A. S. (2012). Macroeconomic Determinants of the Stock Market Index for a Major Latin American Country and Policy Implications. *Business and Economic Research*, 2(1), 1–10. <https://doi.org/10.5296/ber.v2i1.1152>
- Huda, N., Nasution, M. E., Idris, H. R., & Wiliasih, R. (2018). *Ekonomi Makro Islam: Pendekatan Teoritis*. Prenadamedia Group.
- Humpe, A., & Macmillan, P. (2009). Can Macroeconomic Variable Explain Long-Term Stock Market Movement? A Comparison of the USA and Japan. *Applied Financial Economics*, 19(2), 111–119.
- Ifham, A. (2010). *Buku Pintar Ekonomi Syariah*. PT Gramedia.
- ILO, IMF, OECD, UNECE, Eurostat, & Bank, W. (2004). *Consumer Price Index: Theory and Practice*. International Labour Office.
- Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53–74.
- IMF. (2022). Crisis upon Crisis. In *IMF Annual Report*. <https://doi.org/10.1136/bmj.287.6406.1705>
- James, T. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1(1), 15–29.
- Jareno, F., & Negrut, L. (2016). US Stock Market and Macroeconomic Factors. *The Journal of Applied Business Research*, 32(1), 325–340. <https://doi.org/10.19030/jabr.v32i1.9541>
- Jogiyanto, H. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE-Yogyakarta.
- Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vector in Gaussian Vector. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1551–1580.
- Jones, P. C. (2000). *Investments: Analysis and Management* (7th ed.). John Wiley & Son.

- Kamal, A. L. M. (2018). The Impact of Treasury Bill Rate and Interest Rate on the Stock Market Returns in Egypt. *International Journal of Development and Sustainability*, 7(2), 604–619. www.isdsnet.com/ijds
- Kamminsky, G. L., Reinhart, C. M., & Vegh, C. A. (2004). When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. *NBER Macroeconomics Annual*, 11–53.
- Karim, A. A. (2013). *Ekonomi Makro Islam*. PT Raja Grafindo Persada.
- Kganyago, T., & Gumbo, V. (2015). An Empirical Study of the Relationship between Money Market Interest Rate and Stock Market Performance: Evidence from Zimbabwe (2009-2013). *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(3), 638–646.
- Kuncoro, H. (2018). *Statistika Deskriptif untuk Analisis Ekonomi* (R. A. Kusumaningtyas (ed.)). PT Bumi Aksara.
- Kuncoro, M. (2011). *Metode Kuantitatif: Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi* (4th ed.). Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen.
- Li, S. (2018). A Study on the Relationship between Monetary Policy Variables and Stock Market. *International Journal of Business and Management*, 13(1), 218–224. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n1p218>
- Ma, C. K., & Kao, G. W. (1990). On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(3), 441–449.
- Madura, J. (1995). *International Financial Management* (4th ed.). West Publishing Company.
- Mahfuz. (2020). Produksi dalam Islam. *El-Arbah: Jurnal Ekonomi, Bisnis, Dan Perbankan Syariah*, 4(1).
- Majid, M. S. A. (2016). Dynamic Interactions Between the Islamic Stock Prices and Macroeconomic Variables: Evidences from Malaysia. *DLSU Business & Economics Review*, 26(1), 92–100.
- Makridakis, S., Wheelwright, S. C., & McGee, V. E. (1999). *Metode dan Aplikasi Peramalan (Jilid I)*. Erlangga.
- Mankiw, G. N. (2007). *Teori Makroekonomi* (6th ed.). Erlangga.
- Mannan, M. A. (1997). *Teori dan Praktek Ekonomi Islam*. PT Dana Bhakti Prima Yasa.
- Martalena, & Malinda, M. (2011). *Pengantar Pasar Modal* (1st ed.). Penerbit Andi.
- Marunung, J., & Marunung, A. H. (2009). *Ekonomi Keuangan dan Kebijakan Moneter* (N. Setianingsih (ed.)). Salemba Empat.

- Maski, G. (2007). *Transmisi Kebijakan Moneter: Kajian Teoritis dan Empiris*. BPFEE-UNIBRAW.
- Maysami, R. C., Howe, L. C., & Hamzah, M. A. (2004). Relationship between Macroeconomic Variable and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices. *Jurnal Pengurusan*, 24(1), 47–77.
- Maysami, R. C., & Koh, T. S. (2000). A Vector Error Corection Model of the Singapore Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, 9(1).
- Meltzer, A. H. (1995). Transmission Processes: A Monetarist Perspectives. *The Journal of Economics Perspestives*, 9(4).
- Mishkin, F. (1995). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (4th ed.). Harper Collins.
- Mishkin, F. S. (1995). *Financial Markets, Institutions, and Money*. Harper Collins College.
- Mukherjee, T. K., & Naka, A. (1995). Dynamic Relations between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market: an Application of a Vector Error Correction Model. *Journal of Financial Research*, 18(2), 223–237.
- Naik, P. K., & Padhi, P. (2012). Interaction of Macroeconomic Factors and Stock Market Index: Empirical Evidence from Indian Data. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2150208>
- Nasab, Z. H., & Sohaili, K. (2019). The Effect of the Main Variable of Money Market on Stock Price Index in Iran. *Iranian Journal of Finance*, 3(2), 88–104.
http://www.ijfifsa.ir/&url=http://www.ijfifsa.ir/article_105645.html%0Ahttp://www.ijfifsa.ir/article_105645_df934a8ffdaf2b62c907931a45263ccd.pdf
- Nasrullah, A. (2016). Sistem Moneter Islam: Menuju Kesejahteraan Hakiki. *Hunafa: Jurnal Studia Islamika*, 13(2), 272–287.
- Nopirin. (2014a). *Ekonomi Moneter Buku 1*. BPFEE UGM.
- Nopirin. (2014b). *Ekonomi Moneter Buku 2*. BPFEE UGM.
- Otieno, D. A., Ngugi, R. W., & Wawire, N. H. W. (2017). Effects of Interest Rate on Stock Market Returns in Kenya. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), 40–50. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n8p40>
- Palac-McMiken, E. (1997). An Eximination of ASEAN Stock Market. *ASEAN Economic Bulletin*, 13(3), 299–310.
- Peiro, A. (1996). Stock Price, Production and Interest Rates: Comparison of the

- Three European Countries with the USA. *Empirical Economics*, 21(2), 221–234.
- Phuan, S.-M., Lim, K.-P., & Ooi, A.-Y. (2009). Financial Liberalization and Stock Market Integration for ASEAN-5 Countries. *International Business Research*, 2(1), 100–111.
- Pohan, A. (2008). *Kerangka Kebijakan Moneter & Implementasinya di Indonesia*. PT Raja Grafindo Persada.
- Purwanto, S. (2009). *Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern* (3rd ed.). Salemba Empat.
- Qizam, I., Ardiansyah, M., & Qoyum, A. (2020). Integration of Islamic Capital Market in ASEAN-5 Countries. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(4). <https://doi.org/10.1108/JIABR-08-2019-0149>
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2003). *Investment Analysis and Portofolio Management* (7th ed.). The Dryden Pres.
- Rivai, V. (2013). *Financial Institution Management*. PT Raja Grafindo Persada.
- Ross, S. A. (1976). The Arbitrage Thoery of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341–360.
- Rusdin. (2008). *Pasar Modal: Teori, Masalah, dan Kebijakan dalam Praktik*. Alfabeta.
- Salvatore, D. (2014). *Ekonomi Internasional*. Salemba Empat.
- Samuelson, P. A. (1992). *Economics* (15th ed.). McGraw Hill Company.
- Sartono, A. (2014). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi* (4th ed.). BPFE-Yogyakarta.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Reseach Methods for Business: A Skill Building Approach* (7th ed.). John Wiley & Son.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2017). *Metode Penelitian untuk Bisnis* (6th ed.). Salemba Empat.
- Setiawan, B., & Hidayat, M. (2017). Pengaruh Pasar Modal Negara G-3 terhadap Pasar Modal ASEAN-5. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini*, 8(3), 11–15. <http://ejournal.uigm.ac.id/index.php/EGMK/article/view/348>
- Setiawan, & Kusriani, D. E. (2010). *Ekonomika*. C.V. Andi Offset.
- Shimizu, S. (2014). ASEAN Financial and Capital Markets: Policies and Prospects of Regional Integration. *Pacific Business and Industries*, 14(54), 1–36.
- Siegel, J. J. (1991). Does It Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle.

Journal of Portfolio Management, 18(1), 27.

- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), 1–48. <https://doi.org/10.2307/1912017>
- Situmorang, P. M. (2008). *Pengantar Pasar Modal*. Mitra Wacana Media.
- Soenen, L. A., & Hennigar, E. S. (1988). An Analysis of Exchange Rates and Stock Price The US Experience between 1980 and 1986. *Arkon Business and Economic Review*, 19(4), 7–16.
- Solnik, B. (1987). Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models. *The Journal of Finance*, 42(1), 141–149.
- Subagyo, P., & Djarwanto. (2005). *Statistika Induktif*. BPFE-Yogyakarta.
- Sudarmanto, E., Khairad, F., Damanik, D., Purba, E., Peranginangin, A. M., Arfandi, S. N., Purba, B., Basmar, E., Sriwiyanti, E., & Astuti. (2021). *Pasar Uang dan Pasar Modal* (A. Karim (ed.)). Yayasan Kita Menulis.
- Sudirman. (2015). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Sultan Amai Press.
- Sukirno, S. (2004a). *Makroekonomi Teori Pengantar*. PT Raja Grafindo Perkasa.
- Sukirno, S. (2004b). *Pengantar Teori Makroekonomi*. PT Raja Grafindo Perkasa.
- Sun, Y., & Yuan, X. (2021). Nonlinear Relationship between Money Market Rate and Stock Market Liquidity in China: A Multifractal Analysis. *Plos One*, 16(4), 1–18. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0249852>
- Sundoro, H. S., & Theovardo. (2019). Analisis Kointegrasi Pasar Modal Indonesia dengan Pasar Modal Pada Negara-negara ASEAN selama Era MEA. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 1(2), 99–110. <https://doi.org/https://doi.org/10.36407/akurasi.v1i2.119>
- Svensson, L. E. (1999). Inflation Targeting as Monetary Rule. *Journal of Monetary Economic*, 43, 607–654.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE-Yogyakarta.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*. PT Kanisius.
- Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9.
- Viner, J. (1950). *The Custom Union Issues*. Carnegie Endowment for International Peace.
- Wardiyah, M. L. (2017). *Manajemen Pasar Uang & Pasar Modal*. CV. Pustaka

Setia.

- Warjiyo, P. (2004). *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia* (Issue 11). Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia.
- Warjiyo, P., & Juhro, S. M. (2016). *Kebijakan Bank Sentral: Teori dan Praktik*. PT Raja Grafindo Persada.
- Warjiyo, P., & Solikin. (2003). *Kebijakan Moneter di Indonesia* (No. 6; Kebanksentralan).
- Waworundeng, J. H., & Rate, P. Van. (2018). Analisis Hubungan Pasar Modal Asean Dengan Pasar Modal Indonesia Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 6(1), 271–280. <https://doi.org/10.35794/emba.v6i1.19049>
- Weston, J. F., & Brigham, F. E. (1993). *Essential of Managerial Finance* (10th ed.). The Dryden Pres.
- Wibowo, M. G., & Mubarak, A. (2017). Analisis Efektivitas Transmisi Moneter Ganda Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Pembangunan*, 25(2).
- Widarjono, A. (2009). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Ekonisia-FE UII.
- Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Ekonisia-FE UII.
- Winarno, W. W. (2007). *Analisis Ekonometrika dan Statistika Eviews*. UPP STIM YKPN.
- Wongbangpo, P., & Sharma, S. C. (2002). Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions : ASEAN-5 Countries. *Journal of Asian Economics*, 13, 27–51.