

**PENGARUH RISIKO GEOPOLITIK, KETIDAKPASTIAN KEBIJAKAN  
EKONOMI, DAN VARIABEL EKONOMI MAKRO TERHADAP HARGA  
SAHAM *DOW JONES ISLAMIC MARKET WORLD INDEX***



**TESIS**

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

**OLEH:**

**ELSA ESTIANI**  
**NIM: 21208011011**

**DOSEN PEMBIMBING:**

**Dr. JEIHAN ALI AZHAR, S.Si., M.E.I**  
**NIP. 198712072019031009**

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



## PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-551/Un.02/DEB/PP.00.9/04/2023

Tugas Akhir dengan judul : **PENGARUH RISIKO GEOPOLITIK, KETIDAKPASTIAN KEBIJAKAN EKONOMI, DAN VARIABEL EKONOMI MAKRO TERHADAP HARGA SAHAM *DOW JONES ISLAMIC MARKET WORLD INDEX***

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : ELSA ESTIANI, S.E.,  
Nomor Induk Mahasiswa : 21208011011  
Telah diujikan pada : Rabu, 29 Maret 2023  
Nilai ujian Tugas Akhir : A

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

### TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Ketua Sidang

Dr. Jeihan Ali Azhar, S.Si.,M.E.I  
SIGNED

Valid ID: 642bc8557d41f



Penguji I

Prof. Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, M.Ag.  
SIGNED

Valid ID: 642a1d70e886e



Penguji II

Dr. Ibnu Muhdir, M.Ag.  
SIGNED

Valid ID: 642b922ean19f



Yogyakarta, 29 Maret 2023  
UIN Sunan Kalijaga  
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam

Dr. Afdawaiza, S.Ag., M.Ag.  
SIGNED

Valid ID: 642bccba8e4c5

## HALAMAN PERSETUJUAN TESIS

Hal : Tesis Saudari Elsa Estiani

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 mengadakan perbaikan seperlunya, maka kami selaku pembimbing berpendapat bahwa Tesis saudara:

Nama : Elsa Estiani

NIM : 21208011011

Judul Tesis : Pengaruh Risiko Geopolitik, Ketidakpastian Kebijakan  
Ekonomi, dan Variabel Ekonomi Makro terhadap Harga  
Saham *Dow Jones Islamic Market World Index*

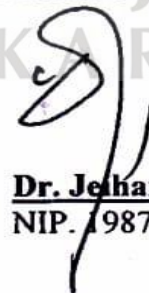
Sudah dapat diajukan kepada Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Islam Prodi Magister Ekonomi Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Ekonomi Islam.

Dengan ini kami mengharap agar Tesis saudara tersebut dapat segera dimunaqosahkan. Untuk itu kami ucapkan terimakasih.

*Wassalamu'alaikum Wr. Wb.*

Yogyakarta, 8 Maret 2023

Pembimbing



**Dr. Jehan Ali Azhar, S.Si., M.E.I**  
NIP. 19871207 201903 1 009

## SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Assalamualaikum Wr. Wb

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Elsa Estiani  
NIM : 21208011011  
Program Studi : Magister Ekonomi Syariah  
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam  
Jenis Karya : Tesis

Menyatakan bahwa tesis saya yang berjudul “**Pengaruh Risiko Geopolitik, Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi, dan Variabel Ekonomi Makro terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market World Index**” adalah benar-benar merupakan hasil karya penulis sendiri, bukan duplikasi ataupun saduran dari karya orang lain kecuali pada bagian yang dirujuk dan disebutkan dalam *body note* dan daftar pustaka. Apabila di lain waktu terbukti adanya penyimpangan dalam karya ini, maka tanggung jawab sepenuhnya pada penulis.

Dengan surat pernyataan ini penulis buat agar dapat dimaklumi dan dipergunakan sebagaimana perlunya.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

Yogyakarta, 8 Maret 2023

Hormat saya,



Elsa Estiani

**HALAMAN MOTTO**

*“Mercy Of Allah and Power Of Dua”*



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
**SUNAN KALIJAGA**  
YOGYAKARTA

## HALAMAN PERSEMBAHAN

“Tesis ini saya persembahkan untuk kedua orangtua dan anggota keluarga besar saya tercinta serta untuk almamater saya UIN Sunan Kalijaga”





## KATA PENGANTAR

Segala Puji bagi Allah SWT tuhan semesta alam yang telah memberikan kasih dan sayang kepada seluruh makhluknya. Shalawat dan Salam kepada Rasulullah Muhammad SAW sebagai manusia paling mulia yang telah berhasil menyampaikan ajaran Allah SWT kepada manusia, sehingga memiliki petunjuk hidup yang terang.

Tesis ini adalah karya tulis yang digunakan sebagai prasyarat untuk memperoleh gelar Magister Ekonomi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta. Setelah melalui proses yang relatif panjang, alhamdulillah akhirnya tesis ini selesai dikerjakan dengan berbagai macam kekurangan dan keterbatasannya. Penulis merasa suatu kelegaan dan kebahagiaan tersendiri ketika mengingat waktu pertama kali mencari topik penelitian, membuat proposal penelitian, mengikuti seminar penelitian, dan pada akhirnya memperoleh dosen pembimbing tesis. Tentu penulis menemukan dan mengalami berbagai kesulitan dalam proses pembuatan tesis ini, tetapi alhamdulillah berbagai masalah tersebut dapat diatasi dengan bantuan berbagai pihak sampai akhirnya tesis ini dapat diselesaikan.

Atas bantuan berbagai pihak dalam penyelesaian tesis ini, baik secara langsung maupun tidak langsung, penulis dengan tulus mengucapkan terimakasih kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Phil. Al Makin, S.Ag., M.A., selaku Rektor Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Bapak Dr. Afdawaiza, S.Ag., M.A., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Bapak Dr. Muhammad Ghafur Wibowo, S.E., M.Sc., selaku Ketua Program Studi Magister Ekonomi Syariah dan selaku dosen penasihat akademik.

4. Bapak Dr. Joko Setyono, S.E., M.Si., selaku Sekretaris Program Studi Magister Ekonomi Syariah dan Ibu Herin Ratnaningsih, S.Pd., M.Pd. BI selaku Staf Tata Usaha Magister Ekonomi Syariah.
5. Bapak Dr. Jeihan Ali Azhar, S.Si., M.E.I. selaku dosen pembimbing Tesis yang senantiasa memberikan bimbingan, arahan, nasihat, kritik, saran, serta motivasi dalam menyelesaikan naskah tesis ini.
6. Seluruh jajaran dosen dan pengajar di Program Studi Magister Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga yang senantiasa membimbing penulis semasa studi.
7. Seluruh pegawai dan staf tata usaha Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga yang tidak bisa penulis sebut satu persatu.
8. Kepada kedua orang tua saya yang selalu mencintai dan memberikan *support* terbaik.
9. Kepada kakak dan adik saya, Elva Yulia, Elda Apriana. dan Elmi Safitri.
10. Semua teman-teman yang sudah banyak membantu dalam menyelesaikan tesis ini khususnya Arini Izzati, Risma Saraswati, Wiqya Azmi, dan Mursyid Al-Fadhil.

Semoga segala kebaikan yang diberikan mendapatkan balasan dari Allah SWT. Dan semoga tesis ini dapat memberikan manfaat bagi siapa saja yang membacanya. Amīn Allāhumma Amīn.

Yogyakarta, 8 Maret 2023

Penulis,



**Elsa Estiani**

**NIM.21208011011**



## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN SAMPUL</b> .....	<b>i</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN</b> .....	<b>ii</b>
<b>HALAMAN PERSETUJUAN TESIS</b> .....	<b>iii</b>
<b>SURAT PERNYATAAN KEASLIAN</b> .....	<b>iv</b>
<b>HALAMAN MOTTO</b> .....	<b>v</b>
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN</b> .....	<b>vi</b>
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	<b>vii</b>
<b>DAFTAR ISI</b> .....	<b>ix</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>xiii</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>xiv</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	<b>xv</b>
<b>ABSTRAK</b> .....	<b>xvi</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>xvii</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
A. Latar Belakang .....	1
B. Rumusan Masalah .....	8
C. Tujuan Penelitian .....	9
D. Manfaat Penelitian .....	9
E. Sistematika Pembahasan .....	10
<b>BAB II LANDASAN TEORI DAN KAJIAN PUSTAKA</b> .....	<b>12</b>
<b>A. Landasan Teori</b> .....	<b>12</b>
1. <i>Asset Pricing Theory</i> .....	12
2. <i>Arbitrage Pricing Theory</i> .....	15
3. <i>The Efficient Market Hypothesis</i> .....	18
4. <i>Teori Contagion Effect</i> .....	23
5. <i>Dow Jones Islamic Market Index</i> .....	26
6. Risiko Geopolitik.....	28
7. Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi .....	29
8. Inflasi .....	31

9. Nilai Tukar .....	34
10. Suku Bunga.....	37
B. Kajian Pustaka.....	39
1. Resiko Geopolitik .....	39
2. Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi .....	41
3. Variabel Ekonomi Makro .....	45
C. Pengembangan Hipotesis .....	49
1. Pengaruh Risiko Geopolitik terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	50
2. Pengaruh Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi (X2) terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index.....	51
3. Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	52
4. Pengaruh Nilai Tukar terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	53
5. Pengaruh Suku Bunga terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	55
D. Kerangka Pemikiran.....	56
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>57</b>
A. Desain Penelitian.....	57
B. Definisi Operasional Variabel.....	57
C. Populasi dan Sampel .....	61
D. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data .....	62
E. Teknik Analisis Data.....	62
1. Uji Stasioneritas .....	63
2. Uji Lag Optimum.....	64
3. Uji Stabilitas.....	64
4. Uji Kausalitas Granger.....	65
5. Uji Kointegrasi.....	66
6. Estimasi VECM .....	67
7. Impulse Response Function (IRF) .....	68
8. Variance Decomposition.....	68

<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>70</b>
A. Gambaran Umum Objek Penelitian .....	70
1. Perkembangan Dow Jones Islamic Market World Index .....	70
2. Perkembangan Risiko Geopolitik (X1).....	74
3. Perkembangan Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi (X2).....	76
4. Perkembangan Inflasi (X3).....	78
5. Perkembangan Nilai Tukar (X4).....	79
6. Perkembangan Suku Bunga (X5).....	81
B. Analisis Statistik Deskriptif .....	82
C. Analisis Vector Error Correction Model (VECM) .....	84
1. Uji Stasioneritas .....	84
2. Uji Lag Optimum.....	85
3. Uji Stabilitas.....	87
4. Uji Kausalitas Granger.....	88
5. Uji Kointegrasi.....	91
6. Estimasi Model VECM.....	92
7. Impulse Response Function (IRF) .....	98
8. Variance Decomposition.....	104
D. Pembahasan.....	106
1. Pengaruh Risiko Geopolitik terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	107
2. Pengaruh Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	109
3. Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	113
4. Pengaruh Nilai Tukar terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	115
5. Pengaruh Suka Bunga (INR) terhadap Harga Saham Dow Jones Islamic Market Index .....	116
<b>BAB V PENUTUP.....</b>	<b>119</b>
A. Kesimpulan .....	119
B. Saran.....	122
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>124</b>

<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN .....</b>	<b>124</b>
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP .....</b>	<b>142</b>



## DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	Data Statistik Deskriptif .....	83
Tabel 4.2	Uji Stasioner Metode ADF .....	84
Tabel 4.3	Penentuan Lag Optimum .....	86
Tabel 4.4	Hasil Uji Lag Optimum .....	86
Tabel 4.5	Hasil Uji Stabilitas .....	87
Tabel 4.6	Hasil Uji Kausalitas Granger .....	88
Tabel 4.7	Hasil Uji Kointegrasi .....	91
Tabel 4.8	Hasil Estimasi Jangka Panjang .....	93
Tabel 4.9	Hasil Estimasi Jangka Pendek .....	95
Tabel 4.10	Hasil <i>Impulse Response Function</i> (IRF) .....	99
Tabel 4.11	Hasil <i>Variance Decomposition</i> .....	105



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1	Grafik Perkembangan <i>Dow Jones IslamicMarket World Index</i> .....	7
Gambar 2	Kerangka Pemikiran .....	56
Gambar 4.1	Grafik Perkembangan Indeks Saham <i>Dow Jones Islamic Market World Index</i> .....	71
Gambar 4.2	Grafik Perkembangan Risiko Geopolitik .....	75
Gambar 4.3	Grafik Perkembangan Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi .....	77
Gambar 4.4	Grafik Perkembangan Inflasi .....	79
Gambar 4.5	Grafik Perkembangan Nilai Tukar .....	80
Gambar 4.6	Grafik Perkembangan Suku Bunga .....	81
Gambar 4.7	Grafik Polynomial .....	88
Gambar 4.8	IRF DJIMI terhadap DJIMI .....	100
Gambar 4.9	IRF DJIMI terhadap GPR .....	101
Gambar 4.10	IRF DJIMI terhadap GEPU .....	101
Gambar 4.11	IRF DJIMI terhadap CPI .....	102
Gambar 4.12	IRF DJIMI terhadap REER .....	103
Gambar 4.13	IRF DJIMI terhadap INR .....	103

STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Data Penelitian
- Lampiran 2. Hasil Analisis Data Deskriptif
- Lampiran 3. Hasil Analisis Data Eviews
  - Lampiran 3.1 Uji Stasioneritas
  - Lampiran 3.2 Uji Penentuan Lag
  - Lampiran 3.3 Uji Stabilitas
  - Lampiran 3.4 Uji Kausalitas Granger
  - Lampiran 3.5 Uji Kointegrasi
  - Lampiran 3.6 Estimasi VECM
  - Lampiran 3.7 Uji IRF
  - Lampiran 3.8 Uji Variance Decomposition
- Daftar Riwayat Hidup



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis dampak dari risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi, dan variabel ekonomi makro secara global terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI) pada periode 2007-2022 menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM). Studi ini menemukan bahwa estimasi VECM menangkap dampak risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi, dan variabel ekonomi makro secara global terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World* (DJIMI) memiliki pengaruh yang berbeda-beda. Hasil menunjukkan bahwa risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi, dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap DJIMI dalam jangka panjang, sementara variabel inflasi dan nilai tukar tidak berpengaruh signifikan. Dalam jangka pendek hanya variabel ketidakpastian kebijakan ekonomi yang berpengaruh signifikan terhadap DJIMI.

**Kata Kunci:** DJIMI, Risiko Geopolitik, Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi, Inflasi, Nilai Tukar, Suku Bunga, VECM.



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

## **ABSTRACT**

*This study analyzes the impact of global geopolitical risk, economic policy uncertainty, and macroeconomic variables on the Dow Jones Islamic Market World (DJIMI) stock price index in 2007-2022 using the Vector Error Correction Model (VECM). This study finds that the VECM captures the impact of geopolitical risk, economic policy uncertainty, and global macroeconomic variables on the Dow Jones Islamic Market World (DJIMI) stock price index differently. The results show that geopolitical risk, economic policy uncertainty, and interest rates have a significant effect on DJIMI in the long term, while inflation and exchange rate have not. In the short term, only the economic policy uncertainty variable has a significant effect on DJIMI.*

**Keywords:** *DJIMI, Geopolitical Risk, Economic Policy Uncertainty, Inflation, Exchange Rate, Interest Rate, VECM.*



STATE ISLAMIC UNIVERSITY  
SUNAN KALIJAGA  
YOGYAKARTA

# BAB I PENDAHULUAN

## A. Latar Belakang

Saham selalu menjadi topik hangat untuk diperbincangkan. Tak jarang hari berlalu tanpa pasar saham menjadi berita utama. Pengamat telah menyaksikan ayunan besar di pasar saham dalam beberapa tahun terakhir. Tahun 1990-an adalah dekade yang luar biasa untuk saham di seluruh dunia, misalnya indeks *Dow Jones* dan S&P 500 di Amerika Serikat meningkat lebih dari 400%, sedangkan indeks NASDAQ yang sarat teknologi naik lebih dari 1.000%. Di Inggris FTSE 100 naik 220% dan di Jerman DAX naik 380%. Pada awal tahun 2000, kelima indeks telah mencapai rekor tertinggi. Sayangnya, masa-masa tersebut tidak bertahan lama (Focardi, 2018).

Pada awal tahun 2000, pasar saham mulai menurun. NASDAQ jatuh lebih dari 50%, sedangkan indeks *Dow Jones* dan S&P 500 turun 30% hingga Januari 2003. FTSE 100 turun sekitar 50% hingga pertengahan 2002 dan DAX turun sebesar 45% hingga akhir 2001. Setelah kemudian pulih secara global, pasar saham jatuh lagi selama krisis keuangan subprime, yaitu turun lebih dari 50% dari puncaknya pada akhir 2007 hingga akhir 2008 dan hingga 2009 (Focardi, 2018).

Beberapa tahun terakhir, peristiwa seperti pandemi COVID-19 kembali menyebabkan kegagalan ekonomi dunia termasuk pasar saham global (Wu *et al.*, 2022). Risiko pandemi merupakan jenis guncangan ekonomi yang belum pernah terjadi sebelumnya yang mengubah harga saham (Jin *et al.*, 2022).

Sentimen investor selama pandemi ini terkait dengan ketidakpastian pasar saham menjadi lebih tinggi (Hsu & Tang, 2022). Dibandingkan dengan kinerja saham konvensional, performa saham syariah masih lebih baik bahkan terhadap harga minyak, risiko geopolitik, dan ketidakpastian kebijakan ekonomi selama pandemi COVID-19 (Salisu & Shaik, 2022). Selain pandemi, peristiwa lain seperti jatuhnya pasar saham Shanghai dan perang tarif antara Amerika Serikat dan Cina meningkatkan insiden penularan pasar saham pada mitra dagangnya baik di negara maju ataupun berkembang (Shi, 2022). Pergerakan bersama di antara pasar saham Cina, Hong Kong dan Amerika Serikat dipengaruhi secara positif oleh rilis berita dan meningkat secara signifikan (Shi *et al.*, 2021).

Peristiwa terbaru yaitu perang antara Rusia dan Ukraina yang secara konsisten memberikan pengaruh negatif terhadap indeks pasar saham dunia. Dampak yang lebih besar dirasakan pada awal perang, terutama selama dua minggu pertama setelah invasi ke Ukraina dilakukan, kemudian melemah diminggu-minggu berikutnya (Boungou & Yatie, 2022). Kejadian-kejadian ini meningkatkan risiko geopolitik dunia. Risiko geopolitik adalah salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh para pelaku pasar karena berpengaruh terhadap nilai dan volatilitas aset yang diperdagangkan di pasar keuangan (Sahin & Arslan, 2021). Sebagaimana diutarakan dalam penelitian Caldara dan Iacoviello (2022) bahwa pengusaha, pelaku pasar, dan pejabat bank sentral memandang risiko geopolitik sebagai penentu utama keputusan investasi dan dinamika pasar saham. Sebuah peningkatan risiko geopolitik menekan pengembalian saham untuk perusahaan karena adanya keterlibatan kerjasama ekonomi antar negara.

Perusahaan dengan sebagian besar saham dari investor asing menunjukkan pengembalian saham yang relatif tinggi selama periode ketegangan meningkat. Hasil ini menyiratkan bahwa diversifikasi portofolio internasional dan irreversibilitas investasi adalah saluran penting di mana risiko geopolitik mempengaruhi pengembalian saham (Jung *et al.*, 2021).

Risiko geopolitik yang spesifik secara nasional tidak memiliki dampak yang berarti pada laba saham, namun ketika dipertimbangkan pada skala besar, risiko geopolitik secara global berdampak pada kestabilan secara ekonomi dan secara statistik lebih kuat dari pada yang diperoleh dari laporan keuangan, yang berarti risiko geopolitik menonjolkan dominasi global dan bukan guncangan domestik (Bouras *et al.*, 2019). Gejolak geopolitik dapat mempengaruhi sinkronisasi pasar saham melalui respon sentimental investor dan setiap peristiwa geopolitik mereorientasi hubungan ekonomi dan perdagangan, demikian juga sinkronisasi pasar saham (Sohag *et al.*, 2022). Dampak sentimen investor pada pengembalian saham melalui dua saluran yaitu pada rezim *bullish*, pergeseran optimis sentimen investor akan meningkatkan return saham sedangkan pada rezim *bearish*, pergeseran pesimistis akan menurunkan return saham (Wang *et al.*, 2022).

Sebagai fenomena global, risiko geopolitik (GPR) telah lama dianggap sebagai faktor utama yang mempengaruhi siklus bisnis dan pasar keuangan. Dengan pesatnya perkembangan teknologi informasi, transaksi saham menjadi lebih mudah dan harga saham menjadi lebih sensitif terhadap pengungkapan guncangan GPR. Sebagai ketidakpastian, peningkatan GPR akan menunda



proses pengambilan keputusan para pelaku pasar. Peningkatan GPR dapat mendorong biaya perusahaan dengan mempengaruhi secara negatif baik saluran permintaan maupun penawaran. Peningkatan GPR juga akan meningkatkan risiko investasi di pasar keuangan (M. Yang *et al.*, 2021).

Namun, peristiwa geopolitik tidak selamanya memiliki efek negatif. pada kinerja pasar saham di rezim volatilitas rendah, GPR dapat memberikan pengaruh positif. Sementara itu, pada kinerja pasar saham di rezim volatilitas sedang dipengaruhi secara negatif. Dampak peningkatan risiko geopolitik dapat berubah dari waktu ke waktu, tergantung pada kondisi pasar dan perubahan struktural, bahwa hubungan antara ketidakpastian geopolitik global dan pengembalian pasar saham bersifat asimetris dan nonlinier. Investor yang ingin berinvestasi di pasar modal dapat mengambil risiko ketidakpastian geopolitik global selama keadaan volatilitas rendah sebagai risiko (Hoque & Zaidi, 2020).

Munculnya tantangan besar seperti peristiwa geopolitik menimbulkan perubahan besar dalam status quo global. Signifikansi ketidakpastian dalam kebijakan terkait keputusan ekonomi menjadi lebih tinggi dari sebelumnya di dunia yang saling terhubung saat ini. Peristiwa-peristiwa seperti pencaplokan suatu negara dan meningkatnya ancaman teror telah mengganggu hubungan diantara negara-negara di dunia (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019). Baker *et al.* (2016) mengembangkan indeks ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU) berdasarkan frekuensi liputan surat kabar yang diringkas dalam satu indeks sederhana. Ketidakpastian kebijakan mempengaruhi volatilitas harga saham yang lebih besar dan berkurangnya investasi serta lapangan kerja di sektor-

sektor yang sensitif terhadap kebijakan seperti pertahanan, perawatan kesehatan, keuangan, dan konstruksi infrastruktur.

Ketidakpastian kebijakan ekonomi ditemukan memiliki hubungan yang dinamis dengan variabel ekonomi makro (Ghirelli et al., 2021). Pasar saham dan variabel ekonomi makro menjadi perhatian serius bagi ahli ekonomi dan keuangan, karena perannya, pasar saham bermain dalam mencapai pertumbuhan ekonomi dan pembangunan suatu negara melalui mobilisasi dan pengarahannya dana yang efisien dari unit surplus ke unit defisit. Bertahannya volatilitas yang tinggi di pasar cenderung memicu *crash* dan krisis keuangan yang dapat mendorong ekonomi ke dalam resesi (Okechukwu et al., 2019).

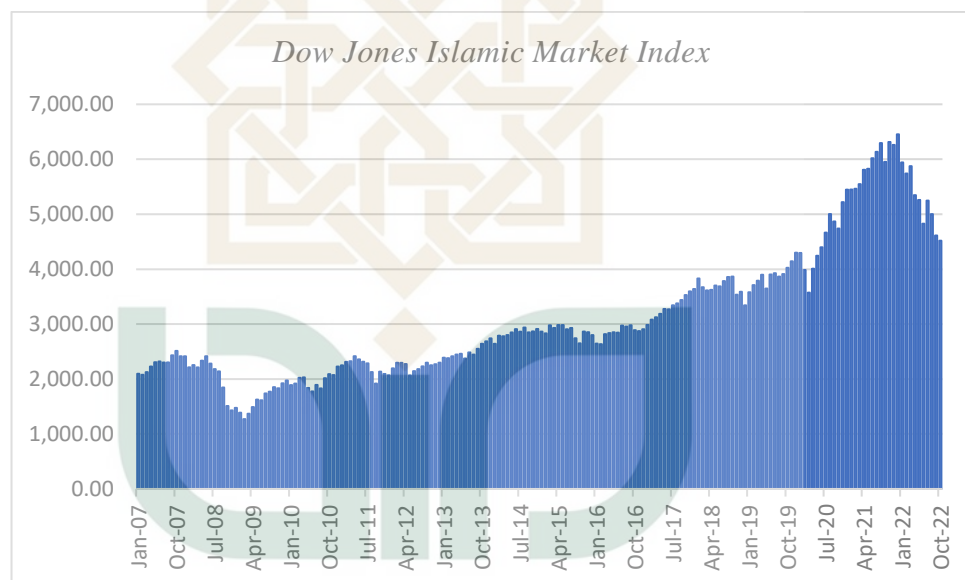
Inflasi menjadi salah satu variabel ekonomi makro yang dapat berpengaruh terhadap harga saham. Dampaknya dapat bersifat negatif atau positif, tergantung pada kekuatan berbagai saluran teoretis perusahaan. Kemungkinan inflasi mengarah ke pengembalian saham yang lebih rendah juga memiliki beberapa penjelasan (Antonakakis et al., 2017). Pertama, adanya inflasi yang berkelanjutan membuat agen mendiskontokan penilaian aset pada tingkat artifisial yang tinggi karena sulit untuk membedakan antara pengembalian riil dan nominal ketika termasuk premi inflasi (Modigliani & Cohn, 1979). Kedua, bahwa tingkat inflasi yang tinggi mempengaruhi harga saham karena volatilitas tingkat inflasi (Alexakis et al., 1996). Kenaikan inflasi berkelanjutan mengurangi harga saham riil karena kode pajak memberikan efek distorsi antara biaya penyusutan dan keuntungan modal (Feldstein, 2017). Ketiga, berdasarkan efek proxy hipotesis (PEH), percaya bahwa korelasi negatif

disebabkan oleh hubungan positif antara pengembalian saham dan aktivitas ekonomi yang diharapkan seperti yang diproksikan oleh inflasi dan kebalikannya hubungan antara kegiatan ekonomi yang diharapkan dan inflasi (Fama & Schwert, 1977).

Lebih lanjut, nilai tukar efektif riil juga salah satu variabel ekonomi makro yang termasuk dalam penelitian ini. Secara teoritis, hubungan antara nilai tukar dan return saham bisa negatif atau positif. Akan berhubungan negatif antara harga saham dan mata uang dalam negeri apabila ekspor menjadi prioritas bagi suatu negara, karena apresiasi nilai tukar riil menurunkan daya saing dan berdampak negatif terhadap harga atau imbal hasil saham domestik. Nilai tukar merupakan faktor yang paling signifikan diantara variabel ekonomi makro yang mempengaruhi pengembalian saham (Tiryaki & Tiryaki, 2018).

Selain itu, perubahan suku bunga memegang peranan penting dalam pergerakan harga saham. Perubahan suku bunga mempengaruhi biaya pinjaman dan profitabilitas masa depan perusahaan. Penurunan suku bunga mengurangi biaya pinjaman bagi perusahaan dan mendorong mereka untuk ekspansi dengan harapan menghasilkan pengembalian yang diharapkan di masa depan bagi perusahaan (Tiryaki & Tiryaki, 2018). Suku bunga rendah menawarkan antisipasi stabilitas sistem keuangan dalam jangka panjang, dapat menjadi sumber risiko sistem global, terutama dalam jangka pendek (X. Wang, 2020). Krisis di pasar saham diatasi dengan pengendalian suku bunga dalam jangka panjang (Toraman & Basarir, 2014).

Jika dibandingkan dengan ekuitas Islam, pasar ekuitas konvensional negara maju terbukti jauh lebih sensitif terhadap ketidakpastian. Meskipun demikian, pasar ekuitas Islam tampaknya tidak kebal terhadap sumber risiko global atau terlindung dari penularan dampak yang dipicu oleh krisis keuangan dan krisis ekonomi (W. M. A. Ahmed, 2018). Dalam beberapa tahun terakhir, pasar keuangan syariah global telah menarik arus modal internasional baik dari investor muslim maupun non muslim (Bahloul *et al.*, 2017).



**Gambar Indeks Saham Dow Jones Islamic Market World (DJIMI) tahun 2007-2022 (USD)**

Sumber: Investing.com (data diolah, 2023)

Berdasarkan gambar 1.1 grafik indeks saham *Dow Jones Islamic* (DJIMI) bulanan 2007-2022 dalam USD, diketahui nilai DJIMI berfluktuasi dari tahun ke tahun, didorong oleh berbagai faktor ekonomi, politik, dan sosial. Secara keseluruhan, kinerja DJIMI bertumbuh secara signifikan. Tren jangka panjang telah menjadi salah satu pertumbuhan yang mencerminkan meningkatnya popularitas dan pentingnya investasi syariah di pasar keuangan global.

Adanya keterkaitan dunia, serta apa yang terjadi di satu negara dapat mempengaruhi negara yang lain, meningkatkan kompleksitas secara signifikan yang dengan sendirinya mengarah pada ketidakpastian yang lebih besar. Mengingat peristiwa terkini, tinjauan ini membantu menunjukkan dengan tepat dampak ketidakpastian pada pasar saham. Secara keseluruhan, meskipun studi sebelumnya mencoba mengeksplorasi dampak risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi, dan variabel ekonomi makro pada pasar saham, akan tetapi peneliti terdahulu hanya berfokus pada negara-negara tertentu dan menggunakan indeks nasional, sedangkan penelitian ini mencoba untuk melihat pengaruh seluruh variabel dengan menggunakan indeks secara global.

#### **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka penulis merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh risiko geopolitik terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*?
2. Bagaimana pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*?
3. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*?
4. Bagaimana pengaruh nilai tukar terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*?
5. Bagaimana pengaruh suku bunga terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*?

### C. Tujuan Penelitian

Dari rumusan masalah, penulis bertujuan sebagai berikut:

1. Untuk menjelaskan pengaruh risiko geopolitik terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*
2. Untuk menjelaskan pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*
3. Untuk menjelaskan pengaruh inflasi terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*
4. Untuk menjelaskan pengaruh variabel nilai tukar terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*
5. Untuk menjelaskan pengaruh suku bunga terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index*

### D. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terkait beberapa pihak sebagai berikut:

1. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan menjadi bahan informasi mengenai risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi, inflasi, nilai tukar dan suku bunga kaitannya dengan saham yang dapat digunakan sebagai referensi dan dapat memperkuat penelitian sebelumnya dengan menambahkan variabel baru dengan metode yang berbeda sehingga dapat memperkuat pemahaman mengenai risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi.

2. Bagi Investor



Penelitian ini dapat digunakan dalam mengambil keputusan investasi sebagai tanggapan terhadap risiko geopolitik dan ketidakpastian kebijakan ekonomi, inflasi, nilai tukar, dan suku bunga.

### 3. Bagi Pemerintah

Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan referensi pemerintah dalam menentukan kebijakan strategis dalam menghadapi permasalahan geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi, inflasi, nilai tukar, dan suku bunga.

## **E. Sistematika Pembahasan**

Tesis ini berjumlah lima bab. Pertama adalah pendahuluan. Pada bab ini berisikan pemaparan latar belakang dari penelitian, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika pembahasan. Penjelasan lebih rinci mengenai bab pertama dijelaskan lebih lanjut pada bab kedua dalam penelitian ini.

Bab kedua adalah landasan teori dan pengembangan hipotesis. Pada bab kedua, penulis menyajikan landasan teori penelitian, kajian pustaka (penelitian terdahulu), penjelasan pengembangan hipotesis serta kerangka penelitian. Pada landasan teori, penulis memaparkan penjelasan tentang teori-teori yang relevan dengan penelitian. Pada kajian pustaka, penulis menguraikan kajian penelitian terdahulu yang relevan dengan model penelitian tesis ini. Selanjutnya, penulis memaparkan tentang pengembangan hipotesis dan kerangka pemikiran pada penelitian ini.

Bab ketiga adalah metode penelitian. Pada bab ini, penulis memaparkan bagian-bagian dari metode penelitian yang terdiri dari: populasi, sampel, definisi operasional variabel, metode pengumpulan data, teknik analisis data dan pengujian hipotesis.

Bab keempat adalah hasil analisis data serta pembahasan. Pada bab ini, penulis menguraikan penjelasan mendalam mengenai analisis deskriptif responden dan hasil penelitian berdasarkan hasil analisis data yang telah di uji. Dalam bab ini, akan didapatkan bagian yang menjelaskan diterima atau tidaknya hipotesis penelitian yang telah diajukan dan pembahasan terhadap hasil pengujian hipotesis.

Bab kelima adalah penutup. Pada bab ini, terdiri dari empat bagian yaitu: kesimpulan, implikasi penelitian, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

## BAB V PENUTUP

### A. Kesimpulan

Saham selalu menjadi topik hangat untuk diperbincangkan. Tak jarang hari berlalu tanpa pasar saham menjadi berita utama. Terjadinya volatilitas harga saham dipengaruhi oleh banyak faktor, beberapa diantaranya yaitu risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi dan variabel ekonomi makro seperti inflasi, nilai tukar, dan suku bunga. Untuk mengetahui pengaruhnya, pengujian telah dilakukan menggunakan *vector error correction model* (VECM). Dari hasil uji dapat disimpulkan bahwa:

1. Variabel risiko geopolitik berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI) dalam jangka panjang. Beberapa peneliti mengungkapkan alasan mengapa risiko geopolitik berpengaruh positif terhadap saham. Pertama, selama periode guncangan, saham syariah menyediakan investasi safe-haven (Bugan *et al.*, 2022). Kedua, risiko geopolitik dapat menciptakan peluang bagi sektor tertentu (Oanh & Hoang, 2020). Ketiga, risiko geopolitik dapat menyebabkan fluktuasi nilai tukar mata uang dimana depresiasi mata uang menguntungkan perusahaan yang mengandalkan perdagangan luar negeri sehingga meningkatkan permintaan untuk saham mereka dan mendorong harga mereka (Endri *et al.*, 2021). Keempat, bahwa *The Fed* mengadopsi kebijakan moneter yang longgar dengan menurunkan suku bunga di tengah risiko dan ketidakpastian yang tinggi. Teori ekonomi moneter tradisional menunjukkan bahwa suku bunga yang lebih rendah akan meningkatkan

harga aset (Istiak & Serletis, 2020). Dalam jangka pendek, variabel risiko geopolitik tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI). Temuan ini konsisten dengan Wet (2023) bahwa peningkatan risiko geopolitik tidak berpengaruh signifikan dalam rezim ekstrim pada kuantil tertentu.

2. Variabel ketidakpastian kebijakan ekonomi berdampak positif dan signifikan terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI) dalam jangka panjang dan jangka pendek. Hal ini karena pemerintah dan bank sentral sering merespons peningkatan ketidakpastian dengan menerapkan langkah-langkah stimulus seperti pemotongan suku bunga dan pengeluaran fiskal untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Langkah-langkah ini dapat merangsang permintaan dan menaikkan harga saham, terutama di sektor yang sensitif terhadap perubahan suku bunga (Istiak & Serletis, 2020). Temuan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI) sesuai dengan Yu dan Huang (2021) yang mengindikasikan bahwa GEPU dapat meningkatkan akurasi peramalan volatilitas saham.
3. Variabel Inflasi tidak berpengaruh terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI). Nilai rata-rata cpi sebesar 2.3% dianggap sehat untuk perekonomian AS sebagaimana Federal Reserve telah menetapkan target inflasi sekitar 2 persen sebagai tingkat normal sehingga dalam kasus ini inflasi tidak berpengaruh negatif. Uji kausalitas granger

tidak ditemukan hubungan antara inflasi dan harga saham DJIMI sehingga inflasi tidak dapat memberikan informasi lebih terhadap perubahan harga saham. Selain itu, uji kointegrasi juga membuktikan bahwa tidak dapat kointegrasi antara keduanya. Tidak terdapat hubungan Hasil penelitian ini sesuai dengan Floros (2004).

4. Variabel nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI). Berdasarkan analisis statistik deskriptif, nilai mean, median, dan modus semua memiliki perbedaan yang kecil, sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai tukar tidak berpengaruh pada harga saham perusahaan. Pada estimasi jangka panjang koefisien positif nilai tukar terhadap harga saham juga ditemui dalam penelitian AbdulRahman dan Adamu (2018). Adanya koefisien positif menandakan apresiasi mata uang domestik atau depresiasi mata uang asing menjadi kabar baik bagi produksi dalam negeri karena input impor yang murah. Hal ini dapat berdampak positif pada harga saham (Bahmani Oskooee & Saha, 2015). Dalam jangka pendek, variabel nilai tukar tidak berpengaruh terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI). Hasil penelitian bahwa nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham sesuai dengan Adeniyi dan Kumeka (2020), alasan yang masuk akal adalah peran yang dimainkan oleh pemerintah dan otoritas moneter dalam mengelola nilai tukar.
5. Suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market World Index* (DJIMI) dalam jangka panjang.

Penelitian ini konsisten dengan Mohidin (2009), Tehseen dan Ul Haq (2012), dan Setiawan (2020) bahwa suku bunga mempunyai hubungan negatif yang signifikan dengan perubahan harga saham dalam jangka panjang. Berdasarkan pada teori APT, Rashid (2010) menjelaskan bahwa kenaikan suku bunga riil menyebabkan penurunan nilai sekarang dari arus kas masa depan perusahaan yang mengakibatkan penurunan harga saham. Dalam jangka pendek, variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI). Hasil penelitian bahwa suku bunga berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap indeks harga saham sesuai dengan Kumar dan Padhi (2012) serta Ayub dan Masih (2014).

## **B. Saran**

Hasil empiris yang telah dibahas memberikan beberapa implikasi bagi pembuat kebijakan, perusahaan dan bagi peneliti selanjutnya, sebagai berikut:

1. Bagi pembuat kebijakan untuk memperdalam dan membangun pengetahuan tentang pasar saham yang kuat sehingga dapat bertahan dalam ujian waktu guna menjaga momentum kinerja pasar saham dan perlunya intervensi pada saat volatilitas nilai tukar yang tidak normal untuk tetap menjaga kepercayaan investor.
2. Untuk perusahaan, perlu meningkatkan penggunaan instrumen lindung nilai yang efisien di pasar saham sehingga menghilangkan efek negatif.



3. Untuk peneliti selanjutnya, dapat meneliti hal yang sama dengan mengembangkan variabel-variabel yang telah diuji atau menambahkan variabel ekonomi makro lainnya.



## DAFTAR PUSTAKA

- Aamd, A. (2014). Dynamic relationship between Exchange rate and Stock Returns ; Empirical Evidence from Colombo Stock Exchange. *International Journal of Liberal Arts and Social Science*, 2(5), 129–137.
- AbdulRahman, B. S., & Adamu, H. (2018). Arabian Journal of Business and Exchange Rate and Stock Market Interactions : Evidence from Nigeria. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 8(1), 1–5.
- Adebowale, E. A., & Akosile, A. I. (2018). Interest Rate, Foreign Exchange Rate, and Stock Market Development in Nigeria. *Binus Business Review*, 9(3), 247–253. <https://doi.org/10.21512/bbr.v9i3.4941>
- Adeniyi, O., & Kumeka, T. (2020). Exchange Rate and Stock Prices in Nigeria: Firm-Level Evidence. *Journal of African Business*, 21(2), 235–263. <https://doi.org/10.1080/15228916.2019.1607144>
- Ahmed, H. (2001). *Exchange Rate Stability : Theory and Policies from an Islamic Perspective* (Issue 57).
- Ahmed, W. M. A. (2018). How do Islamic versus conventional equity markets react to political risk? Dynamic panel evidence. *International Economics*, 156, 284–304. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2018.05.001>
- Al-Maadid, A., Caporale, G. M., Spagnolo, F., & Spagnolo, N. (2020). The impact of business and political news on the GCC stock markets. *Research in International Business and Finance*, 52. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101102>
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *Journal of Economic Asymmetries*, 20. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00133>
- Alam, M. M., Gazi, M., & Uddin, S. (2009). Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries. In *Available International Journal of Business and Management* (Vol. 4, Issue 3).
- Alexakis, P., Apergis, N., & Xanthakis, E. (1996). Inflation volatility and stock prices: Evidence from ARCH effects. *International Advances in Economic*

- Research*, 2(2), 101–111. <https://doi.org/10.1007/BF02295049>
- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21(1), 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.01.001>
- Antonakakis, N., Gupta, R., & Tiwari, A. K. (2017). Has the correlation of inflation and stock prices changed in the United States over the last two centuries? *Research in International Business and Finance*, 42, 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.005>
- Apergis, N., Bonato, M., Gupta, R., & Kyei, C. (2018). Does Geopolitical Risks Predict Stock Returns and Volatility of Leading Defense Companies? Evidence from a Nonparametric Approach. *Defence and Peace Economics*, 29(6), 684–696. <https://doi.org/10.1080/10242694.2017.1292097>
- Armstrong, W. J., Knif, J., Kolari, J. W., & Pynnönen, S. (2012). Exchange risk and universal returns: A test of international arbitrage pricing theory. *Pacific Basin Finance Journal*, 20(1), 24–40. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2011.08.003>
- Arouri, M., Estay, C., Rault, C., & Roubaud, D. (2016). Economic policy uncertainty and stock markets: Long-run evidence from the US. *Finance Research Letters*, 18, 136–141. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.04.011>
- Asari, F. F. A. H., Baharuddin, N. S., Jusoh, N., Mohamad, Z., Shamsudin, N., & Jusoff, K. (2011). A Vector Error Correction Model ( VECM ) Approach in Explaining the Relationship Between Interest Rate and Inflation Towards Exchange Rate Volatility in Malaysia. *World Applied Sciences Journal*, 12, 49–56.
- Ayub, A., & Masih, M. (2014). *Munich Personal RePEc Archive Interest Rate , Exchange Rate , and Stock Prices of Islamic Banks : A Panel Data Analysis Interest Rate , Exchange Rate , and Stock Prices of Islamic Banks : A Panel Data Analysis*. 58871. <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/58871/>
- Azeez, A. A., & Yonezawa, Y. (2006). Macroeconomic factors and the empirical content of the Arbitrage Pricing Theory in the Japanese stock market. *Japan and the World Economy*, 18(4), 568–591. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2005.05.001>

- Bahloul, S., Mroua, M., & Naifar, N. (2017). The impact of macroeconomic and conventional stock market variables on Islamic index returns under regime switching. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 62–74. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.09.003>
- Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. (2016). Asymmetry cointegration between the value of the dollar and sectoral stock indices in the U.S. *International Review of Economics and Finance*, 46, 78–86. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.08.005>
- Bahmani Oskooee, M., & Saha, S. (2015). On the relation between stock prices and exchange rates: a review article. *Journal of Economic Studies*, 42(4), 707–732. <https://doi.org/10.1108/JES-03-2015-0043>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Hassett, K., Ip, G., Makin, J., Pfeifer, J., Saporta, I., Schulhofer-Wohl, S., Shapiro, J., & Sims, E. (2013). *Measuring Economic Policy Uncertainty*. June. [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)
- Balcilar, M., Bonato, M., Demirer, R., & Gupta, R. (2018). Geopolitical risks and stock market dynamics of the BRICS. *Economic Systems*, 42(2), 295–306. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2017.05.008>
- Basu, D., & Chawla, D. (2012). An Empirical Test of the Arbitrage Pricing Theory-The Case of Indian Stock Market. *Global Business Review*, 13(3), 421–432. <https://doi.org/10.1177/097215091201300305>
- Baur, D. G., Mcdermott, T. K. J., & Dublin, T. C. (2012). *Safe Haven Assets and Investor Behaviour under Uncertainty* Dirk G . Baur , University of Technology , Sydney Thomas K . J . McDermott , Trinity College Dublin. 392.
- Będowska-Sójka, B., Demir, E., & Zaremba, A. (2022). Hedging Geopolitical Risks with Different Asset Classes: A Focus on the Russian Invasion of Ukraine. *Finance Research Letters*, 50, 103192. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103192>

- Bekiros, S. D. (2013). International Review of Financial Analysis Contagion , decoupling and the spillover effects of the US financial crisis : Evidence from the BRIC markets ☆. *International Review of Financial Analysis*. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.007>
- Boungou, W., & Yatie, A. (2022). *The impact of the Ukraine-Russia war on world stock market returns*. <https://hal.science/hal-03624985>
- Bouras, C., Christou, C., Gupta, R., & Suleman, T. (2019). Geopolitical Risks, Returns, and Volatility in Emerging Stock Markets: Evidence from a Panel GARCH Model. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(8), 1841–1856. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1507906>
- Bouri, E., Demirer, R., Gupta, R., & Marfatia, H. A. (2019). Geopolitical Risks and Movements in Islamic Bond and Equity Markets: A Note. *Defence and Peace Economics*, 30(3), 367–379. <https://doi.org/10.1080/10242694.2018.1424613>
- Bugan, M. F., Cevik, E. I., & Dibooglu, S. (2022). Emerging market portfolios and Islamic financial markets: Diversification benefits and safe havens. *Borsa Istanbul Review*, 22(1), 77–91. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.01.007>
- Cagnetti, A. (2002). *Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory in the Italian Stock Market: an Empirical Study*.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2018). *Measuring Geopolitical Risk Geopolitical Risks Receive a Lot of Attention ...*
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). *Measuring Geopolitical Risk*. <https://doi.org/10.17016/IFDP.2022.1222r1>
- Chandrashekar, R., Sakthivel, P., Sampath, T., & Chittedi, K. R. (2018). Macroeconomic variables and stock prices in emerging economies: A panel analysis. In *Theoretical and Applied Economics: Vol. XXV* (Issue 3).
- Combes, J.-L., Kinda, T., & Plane, P. (2013). Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate. *IMF Working Paper*, 12–26.
- Cooper, R. N. (2014). Exchange Rate Choices. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 53(9), 1689–1699.
- Das, D., Kannadhasan, M., & Bhattacharyya, M. (2019). Do the emerging stock markets react to international economic policy uncertainty, geopolitical risk



- and financial stress alike? *North American Journal of Economics and Finance*, 48, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.01.008>
- Demian, C. (2003). Working Paper Series. *Review*, 85(6). <https://doi.org/10.20955/r.85.67>
- Demonier, G. B., de Almeida, J. E. F., & Bortolon, P. M. (2015). O impacto das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 17(57), 1264–1278. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i57.2326>
- Dincer, M. Z., Dincer, F. I., & Ustaoglu, M. (2015). Reel Effective Exchange Rate Volatilities Impact on Tourism Sector in Turkey: An Empirical Analysis of 2003-2014. *Procedia Economics and Finance*, 23(October 2014), 1000–1008. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00352-4](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00352-4)
- Ding, L. (2021). Conditional correlation between exchange rates and stock prices. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 452–463. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.02.004>
- Dornbusch, R. (1980). Exchange Where Do Rate We Economics . Stand? *Brookings Papers On Economic Activity*, 1980(1), 143–205.
- Dorothy H . Bower, Bower, R. S. ., & Logue, D. E. . (1984). Arbitrage Pricing Theory and Utility Stock Returns. *The Journal of Finance*, 39(4), 1041–1054. <https://www.jstor.org/stable/2327611>
- Eldomiaty, T., Saeed, Y., Hammam, R., & AboulSoud, S. (2020). The associations between stock prices, inflation rates, interest rates are still persistent: Empirical evidence from stock duration model. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(49), 149–161. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-10-2018-0105>
- Endri, E., Amrullah, D. F., Suparmun, H., Mary, H., Sova, M., & Indrasari, A. (2021). Determinants Of Stock Return Of Property And Real Estate Companies In The Developing Market. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 5(2 Special Issue), 184–193. <https://doi.org/10.22495/cgobrv5i2sip6>
- Fahlevi, M. (2019). *The Influence of Exchange Rate, Interest Rate and Inflation on*



*Stock Price of LQ45 Index in Indonesia.*

- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 115–146. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90014-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90014-9)
- Feldstein, B. M. (2017). *American Economic Association Inflation and the Stock Market* Author ( s ): Martin Feldstein Published by : American Economic Association Stable URL : <http://www.jstor.org/stable/1805765> *Inflation and the Stock Market*. 70(5), 839–847.
- Fitriyanto, N., Ardiansyah, M., Wibowo, M. G., & Satibi, I. (2021). Dinamika Hubungan Foreign Direct Investment (Fdi), Makroekonomi Dan Return Indeks Saham Syariah Di Empat Negara Asean. *An-Nisbah: Jurnal Ekonomi Syariah*, 8(2), 322–365. <https://doi.org/10.21274/an.v8i2.4471>
- Floros, C. (2004). Stock returns and inflation in Greece. *Applied Econometrics and International Development*, 4(2), 55–68. <http://eprints.port.ac.uk/6989/>
- Focardi, S. (2018). *Money*. <http://dx.doi.org/10.4324/9781315391069-4>
- Franses, P. H. (2021). Time-varying lag cointegration. *Journal of Computational and Applied Mathematics*, 390. <https://doi.org/10.1016/j.cam.2020.113272>
- Ftiti, Z., & Hadhri, S. (2019). Can economic policy uncertainty, oil prices, and investor sentiment predict Islamic stock returns? A multi-scale perspective. *Pacific Basin Finance Journal*, 53, 40–55. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.09.005>
- Geyser, J. M., & Lowies, G. A. (2001). The impact of inflation and stock prices in two SADC countries. *Meditari Accountancy Research*, 9(1), 109–122. <https://doi.org/10.1108/10222529200100006>
- Ghirelli, C., Gil, M., Pérez, J. J., & Urtasun, A. (2021). Measuring economic and economic policy uncertainty and their macroeconomic effects: the case of Spain. *Empirical Economics*, 60(2), 869–892. <https://doi.org/10.1007/s00181-019-01772-8>
- Ghoffar, M. A., Mu'thi, A., & Al-Atsari, A. I. (2001). *Tafsir Ibnu Katsir 2.3.pdf*.
- Godil, D. I., Sarwat, S., Sharif, A., & Jermisittiparsert, K. (2020). How oil prices, gold prices, uncertainty and risk impact Islamic and conventional stocks?

- Empirical evidence from QARDL technique. *Resources Policy*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101638>
- Gordon, M. J. (2014). The Savings Investment and Valuation of a Cooperation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37–51. <http://www.jstor.org/stable/1926621>
- Guirguis, H., Dutra, V. B., & McGreevy, Z. (2022). The impact of global economies on US inflation: A test of the Phillips curve. *Journal of Economics and Finance*, 46(3), 575–592. <https://doi.org/10.1007/s12197-022-09583-x>
- Gul, F. A., Kim, J. B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 425–442. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.005>
- Gulen, H., Ion, M., Barron, J., Bhattacharya, U., Bertrand, M., Bloom, N., Denis, D., Denis, D., Faccio, M., Forbes, M., Greenland, A., Howe, J., Julio, B., Kejriwal, M., Martin, I., McConnell, J., Mckeon, S., Myers, B., Rau, R., ... Yavuz, D. (2015). *Policy Uncertainty and Corporate Investment* \*. <http://ssrn.com/abstract=2188090> Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2188090> Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2188090>
- Guyot, A. (2011). Efficiency and dynamics of Islamic investment: Evidence of geopolitical effects on Dow Jones Islamic market indexes. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(6), 24–45. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X470602>
- Habib, M., & Islam, K. U. (2017). Impact of Macroeconomic Variables on Islamic Stock Market Returns : Evidence From Nifty 50 Shariah Index. *Journal of Commerce & Accounting Research*, 6(1).
- Hope, O. K., Thomas, W., & Vyas, D. (2011). Financial credibility, ownership, and financing constraints in private firms. *Journal of International Business Studies*, 42(7), 935–957. <https://doi.org/10.1057/jibs.2011.23>
- Hoque, M. E. (2018). *The impacts of global economic policy uncertainty on stock market returns in regime switching environment : Evidence from sectoral perspectives*. September, 1–26. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1702>

- Hoque, M. E., Soo Wah, L., & Zaidi, M. A. S. (2019). Oil price shocks, global economic policy uncertainty, geopolitical risk, and stock price in Malaysia: Factor augmented VAR approach. *Economic Research-Ekonomika Istrazivanja*, 32(1), 3701–3733. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1675078>
- Hoque, M. E., & Zaidi, M. A. S. (2020). Global and country-specific geopolitical risk uncertainty and stock return of fragile emerging economies. *Borsa Istanbul Review*, 20(3), 197–213. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.05.001>
- Hsu, Y. L., & Tang, L. (2022). Effects of investor sentiment and country governance on unexpected conditional volatility during the COVID-19 pandemic: Evidence from global stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 82. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102186>
- Huberman. (n.d.). *Arbitrage pricing theory Standard-Nutzungsbedingungen*. <http://hdl.handle.net/10419/60653>
- India Group, P., Habib, M., & Ul Islam, K. (2017). *Impact Of Macroeconomic Variables On Islamic Stock Market Returns: Evidence From Nifty 50 Shariah Index*. <http://www.publishingindia.com>
- Iqbal, J., & Haider, A. (2005). *Munich Personal RePEc Archive Arbitrage pricing theory: evidence from an emerging stock market Arbitrage Pricing Theory: Evidence From An Emerging Stock Market*. 8699.
- Istiak, K., & Serletis, A. (2020). Risk, uncertainty, and leverage. *Economic Modelling*, 91(September 2019), 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.010>
- Iwanicz-Drozdowska, M., Rogowicz, K., Kurowski, Ł., & Smaga, P. (2021). Two decades of contagion effect on stock markets: Which events are more contagious? *Journal of Financial Stability*, 55. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100907>
- Jarrow, R. A. (2022). *Correction to: Continuous-Time Asset Pricing Theory*. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-74410-6\\_24](https://doi.org/10.1007/978-3-030-74410-6_24)
- Jin, J., Liu, Y., Zhang, Z., & Zhao, R. (2022). Voluntary disclosure of pandemic exposure and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 47.

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102799>

- Jufri, A., Adhillah, M., & Qoyum, A. (2022). Efek Asimetris Spillover Indeks Syariah Amerika Serikat dan Cina terhadap Indeks Syariah ASEAN selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 9(3), 286–298. <https://doi.org/10.20473/vol9iss20223pp286-298>
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *Journal of Finance*, 67(1), 45–83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Jung, S., Lee, J., & Lee, S. (2021). *The Impact of Geopolitical Risk on Stock Returns: Evidence from Inter-Korea Geopolitics*. <https://ssrn.com/abstract=3904489>
- Kanagaretnam, K., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2010). Auditor reputation and earnings management: International evidence from the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2318–2327. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.020>
- Kanagaretnam, K., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2014). Influence of national culture on accounting conservatism and risk-taking in the banking industry. *Accounting Review*, 89(3), 1115–1149. <https://doi.org/10.2308/accr-50682>
- Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014). Economic policy uncertainty and firm-level investment. *Journal of Macroeconomics*, 39(PA), 42–53. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.10.006>
- Kang, W., Perez de Gracia, F., & Ratti, R. A. (2021). Economic uncertainty, oil prices, hedging and U.S. stock returns of the airline industry. *North American Journal of Economics and Finance*, 57. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101388>
- Kannadhasan, M., & Das, D. (2020). Do Asian emerging stock markets react to international economic policy uncertainty and geopolitical risk alike? A quantile regression approach. *Finance Research Letters*, 34. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.08.024>
- Kementerian Agama. (2019). *Al-Qur'an dan Terjemahnya*.
- Khalid, W. (2017). Effects of Interest Rate and Exchange Rate on the Stock Market

- Performance of Pakistan: A Cointegration Approach. *Journal of Finance and Economics*, 5(5), 219–232. <https://doi.org/10.12691/jfe-5-5-4>
- Kia, A. (2014). Inflation : Islamic and Conventional Economic Systems - Evidence from the United States. *International Journal of Economic Perspectives*, 8(3), 19–40.
- Kim, K. H. (2003). Dollar exchange rate and stock price: Evidence from multivariate cointegration and error correction model. *Review of Financial Economics*, 12(3), 301–313. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(03\)00026-0](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(03)00026-0)
- Kisman, Z., & Shintabelle, R. M. (2015). The Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange. In *American Journal of Economics* (Vol. 1, Issue 3). <http://www.aiscience.org/journal/ajefmhttp://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>
- Kumar, N. P., & Padhi, P. (2012). The impact of Macroeconomic Fundamentals on Stock Prices revisited: An Evidence from Indian Data. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 5(10), 25–44. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/38980>
- Kumar Oad Rajput, S., Aziz Siyal, T., Kumari Bajaj, N., & Professor of Finance, A. (2019). *Islamic Stock Markets and Geopolitical Risk*. <https://ssrn.com/abstract=3484057>
- Kwofie, C., & Ansah, R. K. (2018). A Study of the Effect of Inflation and Exchange Rate on Stock Market Returns in Ghana. *International Journal of Mathematics and Mathematical Sciences*, 2018. <https://doi.org/10.1155/2018/7016792>
- Laeven, L., & Tong, H. (2010). U.S. Monetary Shocks and Global Stock Prices. *IMF Working Papers*, 10(278), 1. <https://doi.org/10.5089/9781455210855.001>
- Lee, J. E. (2019). The world stock markets under geopolitical risks: Dependence structure. In *World Economy* (Vol. 42, Issue 6, pp. 1898–1930). Blackwell Publishing Ltd. <https://doi.org/10.1111/twec.12731>
- Lee, J. W., & Brahmaasrene, T. (2018). An exploration of dynamical relationships



- between macroeconomic variables and stock prices in Korea. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 5(3), 7–17.  
<https://doi.org/10.13106/jafeb.2018.vol5.no3.7>
- Leković, M. (2018). Evidence for and Against the Validity of Efficient Market Hypothesis. *Economic Themes*, 56(3), 369–387.  
<https://doi.org/10.2478/ethemes-2018-0022>
- Leung, H., Schiereck, D., & Schroeder, F. (2017). Volatility spillovers and determinants of contagion: Exchange rate and equity markets during crises. *Economic Modelling*, 61(October 2016), 169–180.  
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.12.011>
- Li, L., Narayan, P. K., & Zheng, X. (2010). An analysis of inflation and stock returns for the UK. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 20(5), 519–532. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2010.07.002>
- Li, X. L., Balcilar, M., Gupta, R., & Chang, T. (2016). The Causal Relationship between Economic Policy Uncertainty and Stock Returns in China and India: Evidence from a Bootstrap Rolling Window Approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(3), 674–689.  
<https://doi.org/10.1080/1540496X.2014.998564>
- Lin, J.-L. (2006). Teaching notes on impulse response function and structural VAR. *Institute of Economics, Academia Sinica, Department of Economics, National Chengchi University*, 1–9.
- Lin, Y. E., Chu, C. C., Omura, A., Li, B., & Roca, E. (2020). Arbitrage risk and the cross-section of stock returns: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 43. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.03.007>
- Liu, L., & Zhang, T. (2015). *Economic policy uncertainty and stock market volatility*. <http://www.elsevier.com/open-access/userlicense/1.0/>
- Liu, T. Y., & Lee, C. C. (2022). Exchange rate fluctuations and interest rate policy. *International Journal of Finance and Economics*, 27(3), 3531–3549.  
<https://doi.org/10.1002/ijfe.2336>
- Lotfy, A., & Kamal, M. (2018). The impact of Treasury bill rate and interest rate on the stock market returns in Egypt. In *International Journal of Development*



- and Sustainability* (Vol. 7, Issue 2). [www.isdsnet.com/ijds](http://www.isdsnet.com/ijds)
- Luo, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101112. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101112>
- Malik, F. (2021). Volatility spillover between exchange rate and stock returns under volatility shifts. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 605–613. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.04.011>
- Malkiel, B. G. (2003). *Critics*. 17(1), 59–82.
- Mishkin, S. F., Matthews, K., & Giuliadori, M. (2013). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets: European Edition. In *Research.Stlouisfed.Org*. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/86/conf/mishkin.pdf>
- Modigliani, F., & Cohn, R. A. (1979). Inflation, Rational Valuation and the Market. *Financial Analysts Journal*, 35(2), 24–44. <https://doi.org/10.2469/faj.v35.n2.24>
- Mohidin, R. (2011). The Relationship Between Inflation And Stock Market: Evidence From Malaysia, United States And China. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2), 01–16. [www.managementjournals.org](http://www.managementjournals.org)
- Mumo, M. P. (2017). Effects of Macroeconomic Volatility on Stock Prices in Kenya: A Cointegration Evidence from the Nairobi Securities Exchange (NSE). *International Journal of Economics and Finance*, 9(2), 1. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n2p1>
- Mundell, R. (2000). Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform. *Journal of Applied Economics*, 3(2), 217–256. <https://doi.org/10.1080/15140326.2000.12040550>
- Munk, C. (2013). Financial Asset Pricing Theory. *Financial Asset Pricing Theory*. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199585496.001.0001>
- Naresh, G., Vasudevan, G., Mahalakshmi, S., & Thiyagarajan, S. (2018). Spillover effect of US dollar on the stock indices of BRICS. *Research in International Business and Finance*, 44(January 2017), 359–368.

<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.105>

- Naseer, M., & Bin Tariq, Y. (2015). *The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of the Literature Capital Budgeting View project The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of the Literature View project*. <https://www.researchgate.net/publication/289952213>
- Ndako, U. B., Salisu, A. A., & Ogunsiji, M. O. (2021). Geopolitical Risk and the Return Volatility of Islamic Stocks in Indonesia and Malaysia: A GARCH-MIDAS Approach. *Asian Economics Letters*, 2(3). <https://doi.org/10.46557/001c.24843>
- Neifar, S., & Ajili, H. (2019). CEO characteristics, accounting opacity and stock price synchronicity: Empirical evidence from German listed firms. *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 30(2), 29–43. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22386>
- Nguyen, T. (2010). *Arbitrage Pricing Theory: Evidence from an Emerging Stock Market*.
- Nordin, N., Nordin, S., & Ismail, R. (2014). The Impact Of Commodity Prices, Interest Rate And Exchange Rate On Stock Market Performance: An Empirical Analysis From Malaysia. In *Malaysian Management Journal* (Vol. 18).
- O'Neill, R., Smith, P. A., & Ralph, J. (2017). Inflation: History and measurement. *Inflation: History and Measurement*, 1–375. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-64125-6>
- Oanh, H. K., & Hoang, K. (2020). The bright side of geopolitical risk: evidence from Chinese firms. *Journal of Financial Economic Policy*, 13(3), 353–370. <https://doi.org/10.1108/JFEP-04-2020-0076>
- Okechukwu, I. A., Samuel Mbadike, N., Geoffrey, U., & Ozurumba, B. A. (2019). Effects of Exchange Rate, Interest Rate, and Inflation on Stock Market Returns Volatility in Nigeria. *INTERNATIONAL JOURNAL OF MANAGEMENT SCIENCE AND BUSINESS ADMINISTRATION*, 5(6), 38–47. <https://doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.56.1005>
- Okorie, D. I., & Lin, B. (2021). Stock markets and the COVID-19 fractal contagion

- effects. *Finance Research Letters*, 38.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101640>
- Omran, M., & Pointon, J. (2001). *Does the inflation rate affect the performance of the stock market? The case of Egypt*. 2(3), 263–279.  
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(01\)00020-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1566-0141(01)00020-6)
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2011). *The Asset Pricing Implications of Government Economic Policy Uncertainty\**. <http://www.gpo.gov>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2000). Structural analysis of vector error correction models with exogenous I(1) variables. *Journal of Econometrics*, 97(2), 293–343. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(99\)00073-1](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(99)00073-1)
- Prasetyo, A. S. (2020). Peran Ketidak pastian Kebijakan Ekonomi dan Resiko Geopolitik Amerika Serikat Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Sketsa Bisnis*, 7(1), 56–71.  
<https://jurnal.yudharta.ac.id/v2/index.php/SKETSABISNIS/index>  
<https://jurnal.yudharta.ac.id/v2/index.php/SKETSABISNIS>
- Qizam, I., Ardiansyah, M., & Qoyum, A. (2020). Integration of Islamic capital market in ASEAN-5 countries: Preliminary evidence for broader benefits from the post-global financial crisis. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(3), 811–825. <https://doi.org/10.1108/JIABR-08-2019-0149>
- Rakhal, R. (n.d.). *Determinants of Stock Market Performance*.
- Rashid, A. (2010). *Exchange Rates or stock prices, what causes what: a firm level empirical investigation*. 27209.
- Rehman, M. U., Sensoy, A., Eraslan, V., Shahzad, S. J. H., & Vo, X. V. (2021). Sensitivity of US equity returns to economic policy uncertainty and investor sentiments. *North American Journal of Economics and Finance*, 57.

<https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101392>

- Rigobon, R. (2002). *International Financial Contagion: Theory and Evidence in Evolution*.
- Rigobon, R. (2019). Contagion, Spillover, and Interdependence. *JSTOR*, 19(2), 69–100. <https://www.jstor.org/stable/10.2307/26628926>
- Roncaglia de Carvalho, A., Ribeiro, R. S. M., & Marques, A. M. (2018). Economic development and inflation: a theoretical and empirical analysis. *International Review of Applied Economics*, 32(4), 546–565. <https://doi.org/10.1080/02692171.2017.1351531>
- S&P Dow Jones Indices. (2014). *Dow Jones Islamic Market TM World Index Fact Sheet*.
- Sahin, E. E., & Arslan, H. (2021). An Analysis of the Effects of Geopolitical Risks on Stock Returns and Exchange Rates Using a Nonparametric Method. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 237–250. <https://doi.org/10.25095/mufad.852174>
- Salisu, A. A., & Shaik, M. (2022). Islamic Stock indices and COVID-19 pandemic. *International Review of Economics and Finance*, 80, 282–293. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.073>
- Sani, I. A. (2016). Effecte of exchange rate volatility on the Nigerian stock market performance. *Lafia Journal of Economics and Management Sciences*, 1(1), 1–15.
- Sathyanarayana, S., & Gargesa, S. (2018). An Analytical Study of the Effect of Inflation on Stock Market Returns. *IRA-International Journal of Management & Social Sciences* (ISSN 2455-2267), 13(2), 48. <https://doi.org/10.21013/jmss.v13.n2.p3>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2013). *Research Methods for Business. Paper Knowledge . Toward a Media History of Documents*.
- Selmi, R., Bouoiyour, J., & Wohar, M. E. (2022). “Digital Gold” and geopolitics. *Research in International Business and Finance*, 59(December 2020), 101512. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101512>
- Setiawan, S. A. (2020). Does Macroeconomic Condition Matter for Stock Market?

- Evidence of Indonesia Stock Market Performance for 21 Years. *The Indonesian Journal of Development Planning*, IV(1), 27–39.
- Shamsuddin, A. (2014). Are Dow Jones Islamic equity indices exposed to interest rate risk? *Economic Modelling*, 39, 273–281. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.03.007>
- Shen, H., Liu, R., Xiong, H., Hou, F., & Tang, X. (2021). Economic policy uncertainty and stock price synchronicity: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 65. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101485>
- Shi, Y. (2022). What influences stock market co-movements between China and its Asia-Pacific trading partners after the Global Financial Crisis? *Pacific Basin Finance Journal*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101722>
- Shi, Y., Wang, L., & Ke, J. (2021). Does the US-China trade war affect co-movements between US and Chinese stock markets? *Research in International Business and Finance*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101477>
- Sohag, K., Vasilyeva, R., Urazbaeva, A., & Voytenkov, V. (2022). Stock Market Synchronization: The Role of Geopolitical Risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(5). <https://doi.org/10.3390/jrfm15050204>
- Solnik, B. (1983). International Arbitrage Pricing Theory. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 38, Issue 2).
- Spiegel, H. W. (2018). Scholastic Economic Thought. In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. [https://doi.org/10.1057/978-1-349-95189-5\\_1687](https://doi.org/10.1057/978-1-349-95189-5_1687)
- Suharsono, A., Aziza, A., & Pramesti, W. (2017). Comparison of vector autoregressive (VAR) and vector error correction models (VECM) for index of ASEAN stock price. *AIP Conference Proceedings*, 1913(December). <https://doi.org/10.1063/1.5016666>
- Suriani, S., Kumar, M. D., Jamil, F., & Muneer, S. (2013). Impact of Foreign Exchange rate on stock prices. *IOSR Journal of Business and Management*, 7(3), 45–51. <https://doi.org/10.9790/487x-0734551>
- talla tagne josep. (2013). Impact of Macroeconomic Variables on the Stock Market Prices of the Stockholm Stock Exchange ( OMXS30 ). *Jonkoping International Business School*, May, 3–48.



- Tam Cho, W. K., Professor, A., Anselin, L., Bailey, M., Bernhard, B., Gaines, B., Kanthak, K., Kuklinski, J., Mooney, C., & Nardulli, P. (1954). Contagion Effects and Ethnic Contribution Networks Thanks to. In *Huckfeldt and Sprague*.
- Tehseen, J. S., & Ul Haq, anwar. (2012). Effects of interest rate, exchange rate and their volatilities on stock prices: evidence from banking industry of Pakistan. *Theoretical and Applied Economics*, 19(8), 153–166.
- Tiryaki, A., & Tiryaki, H. N. (2018). Determinants Of Turkish Stock Returns Under The Impact Of Economic Policy Uncertainty. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*. <https://doi.org/10.18092/ulikidince.424369>
- Toraman, C., & Başarir, Ç. (2014). The Long Run Relationship Between Stock Market Capitalization Rate and Interest Rate: Co-integration Approach. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143, 1070–1073. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.07.557>
- Umar, Z., Mokni, K., & Escribano, A. (2022). Connectedness between the COVID-19 related media coverage and Islamic equities: The role of economic policy uncertainty. *Pacific-Basin Finance Journal*, 75, 101851. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101851>
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2022). The conditional impact of investor sentiment in global stock markets: A two-channel examination. *Journal of Banking and Finance*, 138. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106458>
- Wang, X. (2020). Frequency dynamics of volatility spillovers among crude oil and international stock markets: The role of the interest rate. *Energy Economics*, 91. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.104900>
- Wensheng Kang, by, & Ratti, R. A. (2013). *Munich Personal RePEc Archive Oil shocks, policy uncertainty and stock market return Oil Shocks, Policy Uncertainty and Stock Market Return Oil Shocks, Policy Uncertainty and Stock Market Return*.
- Wet, M. C. De. (2023). Geopolitical Risks and Yield Dynamics in the Australian Sovereign Bond Market. *Journal Risk and Financial Management*, ii. <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/jrfm16030144>



- Wiyono, G. (2011). *Merancang Penelitian Bisnis dengan Alat Analisis SPSS 17.0 & SmartPLS 2.0 (Pertama)*. STIM YKPN.
- Wong, H. T. (2022). The impact of real exchange rates on real stock prices. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2021-0011>
- Wu, J. F., Zhang, C., & Chen, Y. (2022). Analysis of risk correlations among stock markets during the COVID-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102220>
- Wu, T. P., Liu, S. B., & Hsueh, S. J. (2016). The Causal Relationship between Economic Policy Uncertainty and Stock Market: A Panel Data Analysis. *International Economic Journal*, 30(1), 109–122. <https://doi.org/10.1080/10168737.2015.1136668>
- Yang, J., & Yang, C. (2021). The impact of mixed-frequency geopolitical risk on stock market returns. *Economic Analysis and Policy*, 72, 226–240. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.08.008>
- Yang, M., Zhang, Q., Yi, A., & Peng, P. (2021). Geopolitical Risk and Stock Market Volatility in Emerging Economies: Evidence from GARCH-MIDAS Model. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2021. <https://doi.org/10.1155/2021/1159358>
- Yu, X., & Huang, Y. (2021). The impact of economic policy uncertainty on stock volatility: Evidence from GARCH–MIDAS approach. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 570, 125794. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2021.125794>
- Yu, X., Huang, Y., & Xiao, K. (2021). Global economic policy uncertainty and stock volatility: evidence from emerging economies. *Journal of Applied Economics*, 24(1), 416–440. <https://doi.org/10.1080/15140326.2021.1953913>