

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi, Inflasi, dan Suku Bunga terhadap Kinerja Pasar Saham di Asia: Analisis Data Panel Komparatif Negara Maju dan Berkembang (2010–2023)

Karen Natalie Setiawan¹, Khalisah Afraah Nur Jannah², Joshua Handyson³, Fernando Firdaus Widodo⁴

^{1,2,3,4}Universitas Pelita Harapan Tangerang, Indonesia

E-mail: 01112240029@student.uph.edu

Article History:

Received: 13 Juni 2026

Revised: 26 Juni 2026

Accepted: 28 Juni 2026

Keywords: pasar saham; Produk Domestik Bruto; inflasi; suku bunga; regresi data panel; makroekonomi Asia.

Abstract: *Dinamika variabel makroekonomi merupakan salah satu faktor utama yang memengaruhi kinerja pasar saham, namun respons pasar berbeda antara negara maju dan negara berkembang karena perbedaan struktur ekonomi dan tingkat kematangan pasar keuangan. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB), inflasi, dan suku bunga terhadap kinerja pasar saham di enam negara Asia selama periode 2010–2023. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis regresi data panel untuk mengevaluasi hubungan antara indikator makroekonomi dan imbal hasil saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi memberikan pengaruh positif terhadap kinerja pasar saham, terutama pada negara maju, sedangkan suku bunga cenderung berhubungan negatif dan inflasi menunjukkan pengaruh yang relatif lemah setelah memperhitungkan karakteristik spesifik masing-masing negara. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar saham di negara maju lebih responsif terhadap perubahan kondisi makroekonomi dibandingkan negara berkembang yang masih dipengaruhi oleh faktor-faktor struktural dan volatilitas pasar. Penelitian ini memperkaya literatur mengenai transmisi variabel makroekonomi terhadap pasar saham serta memberikan implikasi bagi investor dan perumus kebijakan dalam merancang strategi investasi dan stabilitas pasar keuangan di kawasan Asia.*

PENDAHULUAN

Kinerja pasar saham merupakan salah satu indikator terpenting dalam sistem keuangan karena mencerminkan ekspektasi investor terhadap prospek pertumbuhan ekonomi masa depan. Dari perspektif model Discounted Cash Flow (DCF) (Williams, 1938; Gordon & Shapiro, 1956), nilai intrinsik suatu aset ekuitas setara dengan nilai sekarang seluruh arus kas masa depan yang diharapkan, didiskontokan pada biaya modal yang disesuaikan dengan risiko. Setiap variabel makroekonomi yang secara sistematis mengubah arus kas korporasi atau tingkat diskonto akan mempengaruhi harga ekuitas keseimbangan. Kerangka ini telah menghasilkan literatur empiris yang ekstensif mencakup beberapa dekade dan berbagai konteks negara.

Asia menghadirkan laboratorium yang sangat menarik untuk investigasi ini karena kawasan ini mencakup perekonomian pada berbagai tahap perkembangan keuangan, mulai dari pasar modal

yang dalam dan canggih secara institusional di Jepang dan Korea Selatan—keduanya anggota OECD—hingga pasar Indonesia, Malaysia, dan Thailand yang berkembang pesat namun secara struktural berbeda. Singapura menempati posisi khas sebagai negara-kota dengan GDP per kapita USD 84.500 (IMF, 2023), diklasifikasikan sebagai negara maju, namun secara geografis tertanam dalam ekosistem Asia Tenggara yang sedang berkembang. Penelitian ini menganalisis data panel tahunan untuk periode 2010–2023, mencakup berbagai rezim makroekonomi: pemulihan pasca-Krisis Keuangan Global (2010–2012), era suku bunga ultra-rendah global (2013–2019), guncangan pandemi COVID-19 (2020), pemulihan berbentuk-V (2021), serta lonjakan inflasi global disertai pengetatan moneter tersinkronisasi (2022–2023). Pola pertumbuhan PDB dan inflasi mengalami fluktuasi signifikan sepanjang periode ini, dengan tahun 2020 menjadi titik kontraksi tersinkronisasi di semua negara.

Pemilihan Jepang, Korea Selatan, Singapura, Indonesia, Malaysia, dan Thailand didasarkan pada beberapa pertimbangan yang saling melengkapi, didukung oleh data empiris. Pertama, keenam negara ini mempresentatiskan keragaman tingkat pembangunan ekonomi di Asia, dari anggota OECD berpendapatan tinggi dengan PDB per kapita hingga USD 84.500 (Singapura, 2023) dan perekonomian berkembang dengan PDB per kapita USD 4.900 (Indonesia, 2023). Dengan total PDB gabungan mencapai sekitar USD 8,75 triliun pada tahun 2023, mewakili lebih dari 8% output ekonomi global (World Bank, 2023). Kedua, relevansi dan kedalaman pasar modal. Seluruh negara dalam sampel memiliki pasar saham yang aktif dengan indeks yang diakui secara internasional. Tokyo Stock Exchange menempati posisi ketiga untuk bursa terbesar di dunia dengan kapitalisasi pasar sekitar USD 5,4 triliun pada tahun 2023, sementara IDX Composite, Bursa Malaysia, dan SET Index merupakan tiga bursa terbesar di ASEAN berdasarkan World Federation of Exchanges pada tahun yang sama. Ketiga, perbedaan struktural yang memadai untuk analisis komparatif. Negara maju (Jepang, Korea Selatan, Singapura) dan berkembang (Indonesia, Malaysia, Thailand) menunjukkan perbedaan secara sistematis, terutama pada suku bunga rata-rata. Negara berkembang (3,44%) memiliki suku bunga empat kali lebih tinggi dibandingkan negara maju (0,90%), sedangkan Jepang mengalami suku bunga yang konsisten negatif sepanjang 2016–2022 (Bank of Japan, 2022).

Tabel 1. Profil Komparatif Keenam Negara Sampel (Data 2023)

Negara	Klasifikasi	GDP Nominal 2023 (USD Miliar)	GDP per Kapita 2023 (USD)	Indeks Saham Utama	Market Cap (USD Miliar)
Jepang	Maju (OECD)	4.213	33.800	Nikkei 225	5.400
Korea Selatan	Maju (OECD)	1.713	32.400	KOSPI	1.700
Singapura	Maju (IMF)	501	84.500	STI	648
Indonesia	Berkembang	1.419	4.900	IDX Composite	720
Malaysia	Berkembang	399	12.400	FTSE Bursa Malaysia KLCI	402
Thailand	Berkembang	514	7.100	SET Index	548
Total Gabungan	—	8.759	—	—	9.418

Catatan: GDP Nominal bersumber dari World Bank (2024) dan IMF World Economic Outlook (2023). Market cap bersumber dari World Federation of Exchanges (2023). Klasifikasi mengikuti IMF Advanced Economies dan World Bank Income Group.

Penelitian ini memiliki tiga tujuan: (1) menilai pengaruh pertumbuhan PDB, inflasi, dan suku bunga terhadap imbal hasil pasar saham; (2) mengidentifikasi estimator data panel yang paling tepat melalui uji spesifikasi formal; dan (3) membandingkan efek transmisi makroekonomi antara negara maju dan berkembang. Hipotesis yang dirumuskan: H1 (pertumbuhan PDB berpengaruh positif), H2 (inflasi berpengaruh negatif sesuai dengan hipotesis proksi Fama, 1981), H3 (suku bunga berpengaruh negatif melalui mekanisme tingkat diskonto), H4 (pengaruh PDB lebih kuat di negara maju), dan H5 (pengaruh suku bunga lebih kuat di negara maju). Kerangka teoritis utama yang menghubungkan variabel makroekonomi dengan harga saham adalah model Discounted Cash Flow (DCF), di mana nilai saham ditentukan oleh nilai kini dari arus kas masa depan yang didiskontokan menggunakan tingkat pengembalian yang disyaratkan, $P_0 = \sum [D/(1+r)^t]$. Variabel makroekonomi mempengaruhi harga saham melalui dua jalur utama: arus kas, di mana pertumbuhan PDB mempengaruhi pendapatan perusahaan (D); dan tingkat diskonto, di mana inflasi dan suku bunga mempengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan (r). Arbitrage Pricing Theory (APT) dari Ross (1976) menekankan bahwa imbal hasil saham dipengaruhi oleh faktor risiko makroekonomi. Pendekatan ini kemudian diperkuat secara empiris oleh Chen, Roll, dan Ross (1986), yang menunjukkan bagaimana faktor-faktor ekonomi tersebut berperan dalam menentukan pergerakan pasar saham.

Secara teoritis, hubungan antara pertumbuhan PDB dan imbal hasil saham bersifat positif dan relatif jelas. Fama (1990) dan Schwert (1990) menunjukkan bahwa imbal hasil saham cenderung mendahului pergerakan aktivitas ekonomi riil di Amerika Serikat, yang mengindikasikan bahwa pasar saham dapat berfungsi sebagai indikator awal kondisi ekonomi. Penelitian selanjutnya oleh Ratanapakorn dan Sharma (2007) menemukan adanya hubungan positif jangka panjang antara produksi industri dan imbal hasil ekuitas. Temuan serupa juga dikemukakan oleh Hosseini, Ahmad, dan Lai (2011), yang menunjukkan hubungan positif signifikan pada pasar Asia. Namun demikian, Pradhan dkk. (2014) mengungkapkan bahwa hubungan kausal antara pertumbuhan ekonomi dan perkembangan pasar saham di negara-negara ASEAN tidak bersifat seragam, melainkan bervariasi antar negara, sehingga karakteristik struktural masing-masing negara turut memengaruhi kekuatan dan arah hubungan tersebut.

Hipotesis Fisher (1930) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara imbal hasil saham nominal dan tingkat inflasi. Akan tetapi, berbagai temuan empiris tidak selalu mendukung hubungan tersebut. Fama dan Schwert (1977) justru menemukan hubungan negatif, yang kemudian dijelaskan oleh Fama (1981) melalui hipotesis proksi. Dalam kerangka ini, inflasi dipandang berkorelasi negatif dengan aktivitas ekonomi riil, terutama karena sering diikuti oleh kebijakan moneter yang lebih ketat. Sejalan dengan itu, Ibrahim dan Aziz (2003) menemukan adanya pengaruh negatif inflasi dalam jangka pendek di Malaysia. Sementara itu, Nguyen dan Nguyen (2019) menunjukkan bahwa di kawasan Asia Tenggara, inflasi cenderung memberikan dampak yang dominan negatif terhadap pasar saham.

Secara teoritis, suku bunga memiliki hubungan negatif dengan imbal hasil saham, terutama melalui mekanisme tingkat diskonto. Kenaikan suku bunga akan meningkatkan tingkat pengembalian yang disyaratkan investor, sehingga menurunkan nilai sekarang dari arus kas masa depan dan pada akhirnya menekan harga saham. Secara empiris, hubungan ini juga banyak didukung dalam berbagai studi. Mukherjee dan Naka (1995) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap pasar saham di Jepang. Temuan serupa disampaikan oleh Maysami dan Koh (2000) untuk Singapura, serta oleh Humpe dan Macmillan (2009) yang menunjukkan adanya hubungan negatif yang konsisten pada beberapa negara maju. Meskipun demikian, kekuatan dan signifikansi pengaruh suku bunga dapat berbeda antar negara, bergantung pada kondisi pasar keuangan, kebijakan moneter, serta tingkat integrasi ekonomi masing-masing negara.

Perbedaan karakteristik antara pasar maju dan berkembang menjadi faktor penting dalam menjelaskan variasi hubungan antara variabel makroekonomi dan pasar saham. Negara maju umumnya memiliki pasar keuangan yang lebih dalam, efisien, dan terintegrasi, sehingga transmisi kebijakan moneter serta informasi ekonomi cenderung berlangsung lebih cepat dan relatif stabil. Sebaliknya, pasar berkembang seringkali ditandai oleh tingkat efisiensi yang lebih rendah, volatilitas yang lebih tinggi, serta ketergantungan yang lebih besar terhadap aliran modal asing. Kondisi ini menyebabkan respons pasar saham terhadap perubahan variabel makroekonomi menjadi kurang stabil dan dapat berbeda dibandingkan dengan negara maju. Sejumlah studi empiris menunjukkan bahwa sensitivitas pasar saham terhadap faktor makroekonomi, seperti suku bunga dan pertumbuhan ekonomi, cenderung lebih kuat di negara maju. Sementara itu, di negara berkembang, pengaruh tersebut sering kali tidak konsisten dan dipengaruhi oleh faktor struktural serta kondisi domestik masing-masing negara.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengadopsi pendekatan kuantitatif menggunakan analisis data panel dengan total $N \times T = 6 \times 14 = 84$ observasi tahunan (panel seimbang). Dengan menggunakan data dari Penn World Tables via FRED (PDB riil), World Bank via FRED (inflasi/IHK), Monetary Authority of Singapore / OECD / Bank Sentral masing-masing negara (suku bunga), dan Investing.com / Bursa Saham Nasional (imbal hasil saham).

Definisi Variabel

Tabel 2. Definisi Variabel, Pengukuran, dan Sumber Data

Variabel	Simbol	Pengukuran	Sumber	Tanda
Imbal Hasil Pasar Saham	RET	Perubahan % tahunan indeks saham	Investing.com / Bursa Saham	Dependen
Pertumbuhan PDB	GDPG	Perubahan % tahunan PDB riil (harga 2017)	FRED / Penn World Tables	+
Tingkat Inflasi	INF	Perubahan % tahunan IHK	World Bank / FRED	-
Suku Bunga	SB	Suku bunga pasar uang / kebijakan bank sentral (%)	MAS, Bank Negara, BoT, OECD/FRED	-
Kelompok Negara	KEL	1 = Maju; 0 = Berkembang	IMF / World Bank	Kontrol

Catatan: Tanda yang diharapkan didasarkan pada prediksi teoretis model DCF dan literatur empiris sebelumnya.

Model Ekonometrika

Tiga model data panel diestimasi secara berurutan. Model Pooled OLS berfungsi sebagai spesifikasi dasar:

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 GDPG_{it} + \beta_2 INF_{it} + \beta_3 SBit + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

Model Fixed Effects (FE) dua arah mengendalikan efek spesifik-negara (α_i) dan efek spesifik-tahun (λt):

$$RET_{it} = \alpha_i + \beta_1 GDPG_{it} + \beta_2 INF_{it} + \beta_3 SBit + \lambda t + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

Model Random Effects (RE) memperlakukan efek negara sebagai variabel acak. Pilihan antara FE dan RE ditentukan oleh Uji Hausman (1978): penolakan H_0 ($p < 0,05$) mengindikasikan FE sebagai estimator yang tepat. Selain itu, uji akar unit panel Im-Pesaran-Shin (IPS, 2003) diterapkan untuk memverifikasi stasionaritas semua variabel dalam level sebelum estimasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN**Statistik Deskriptif**

Tabel 3 menyajikan statistik deskriptif untuk semua variabel, dipisahkan berdasarkan kelompok negara.

Tabel 3. Statistik Deskriptif berdasarkan Kelompok Negara (Tahunan, 2010–2023)

Variabel	Kelompok	N	Rata-rata	Std. Dev.	Minimum	Maksimum
Imbal Hasil Saham (%)	Seluruh Sampel	84	5,38	14,81	−24,90	56,70
	Maju	42	5,41	15,75	−24,90	56,70
	Berkembang	42	5,36	13,99	−15,20	46,10
Pertumbuhan PDB (%)	Seluruh Sampel	84	3,36	3,07	−6,05	14,52
	Maju	42	2,77	3,08	−4,15	14,52
	Berkembang	42	3,95	2,97	−6,05	8,65
Inflasi (%)	Seluruh Sampel	84	2,15	1,91	−1,10	6,40
	Maju	42	1,64	1,78	−0,70	6,10
	Berkembang	42	2,65	1,92	−1,10	6,40
Suku Bunga (%)	Seluruh Sampel	84	2,17	2,03	−0,10	7,75
	Maju	42	0,90	1,15	−0,10	3,61
	Berkembang	42	3,44	1,92	0,50	7,75

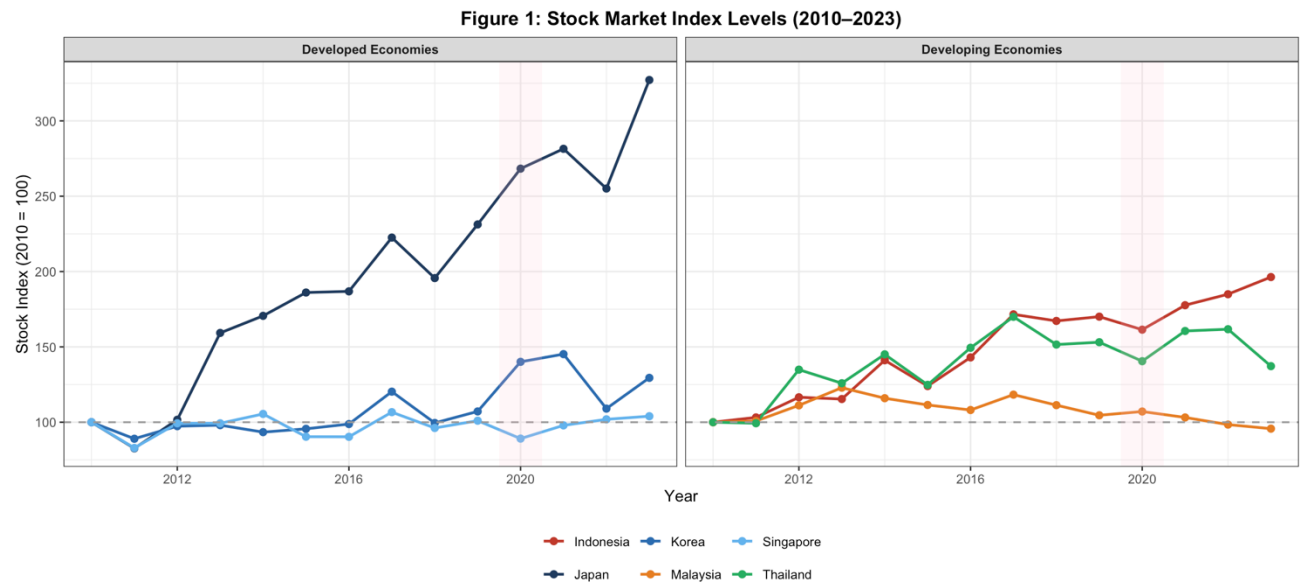
Catatan: Maju = Jepang, Korea Selatan, Singapura. Berkembang = Indonesia, Malaysia, Thailand. Data tahunan 2010–2023.

Rata-rata imbal hasil pasar saham hampir identik antara sub-sampel maju (5,41%) dan berkembang (5,36%), meskipun lingkungan makroekonominya sangat berbeda. Negara berkembang memiliki pertumbuhan PDB rata-rata yang lebih tinggi (3,95% vs. 2,77%) dan suku bunga rata-rata yang jauh lebih tinggi (3,44% vs. 0,90%), dengan Jepang mempertahankan suku bunga nominal negatif dari 2016 hingga 2022.

Perkembangan Variabel Makroekonomi: Tinjauan Visual

Sebelum memasuki estimasi regresi, analisis visual terhadap lintasan variabel makroekonomi memberikan konteks penting untuk interpretasi hasil. Gambar 1 menampilkan kinerja kumulatif pasar saham keenam negara, dinormalisasi ke basis 100 pada tahun 2010.

Gambar 1 mengungkapkan variasi kinerja kumulatif yang signifikan antar negara. Di sisi negara maju, reli Abenomics Jepang pada 2013 (+56,7% dalam satu tahun) mendorong Nikkei 225 menjadi indeks dengan kinerja terkuat, lebih dari tiga kali lipat dari basis 2010. Sebaliknya, Singapura menunjukkan apresiasi yang lebih moderat dan terkendali. Di sisi negara berkembang, Indonesia menampilkan apresiasi kumulatif terkuat, sementara Malaysia mencatat kinerja yang relatif datar pasca-2013, mencerminkan tekanan dari penurunan harga komoditas. Variasi kinerja ini menegaskan bahwa imbal hasil pasar saham dipengaruhi oleh kombinasi faktor makroekonomi domestik dan kondisi global yang berubah-ubah.



Panel kiri: Negara maju. Panel kanan: Negara berkembang. Sumber: Investing.com / Bursa Saham Nasional.

Gambar 1. Indeks Pasar Saham yang Dinormalisasi berdasarkan Kelompok Negara

Hasil Regresi

Tabel 4. Perbandingan Hasil Regresi: Pooled OLS, Fixed Effects, dan Random Effects

Variabel	Pooled OLS (Full)	Fixed Effects (Full)	FE — Maju	FE — Berkembang
Intersep / α_i	3,361 (2,767)	Efek Tetap	Efek Tetap	Efek Tetap
Pertumbuhan PDB (β_1)	0,735 (0,599)	0,738 (0,995)	2,687** (1,285)	0,279 (1,475)
Inflasi (β_2)	0,258 (1,190)	1,925 (1,357)	1,544 (1,534)	-0,131 (1,181)
Suku Bunga (β_3)	-0,462 (1,057)	-1,119 (2,007)	-0,916 (3,085)	0,599 (1,515)
Efek Tetap Negara	Tidak	Ya	Ya	Ya
Efek Tetap Tahun	Tidak	Ya	Ya	Ya
N	84	84	42	42
R ² / Within R ²	0,024	0,051	0,195	0,003
Uji Hausman χ^2	8,43** [p = 0,038] → Fixed Effects yang Diutamakan			

Catatan: Kesalahan standar dalam tanda kurung. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. FE = Fixed Effects dua arah dengan cluster-robust SE per negara.

Tabel 5. Uji Wald Kesetaraan Koefisien: Maju vs. Berkembang (FE)

Variabel	β Negara Maju	β Negara Berkembang	Statistik Wald	Nilai-p
Pertumbuhan PDB	2,687**	0,279	+2,408 / 3,27	0,072*
Inflasi	1,544	-0,131	+1,675 / 0,86	0,358
Suku Bunga	-0,916	0,599	-1,515 / 0,47	0,492

Catatan: Uji Wald menguji hipotesis nol kesetaraan koefisien antar kelompok. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$.

Pembahasan

Uji Hausman ($\chi^2 = 8,43$; $p = 0,038$) menolak hipotesis nol pada tingkat 5%, mengkonfirmasi bahwa efek spesifik-negara berkorelasi sistematis dengan regressor dan Fixed Effects dua arah adalah estimator yang konsisten. Temuan ini sendiri membawa pesan metodologis penting: studi lintas-negara yang tidak mengendalikan heterogenitas negara melalui efek tetap berpotensi menghasilkan estimasi yang bias.

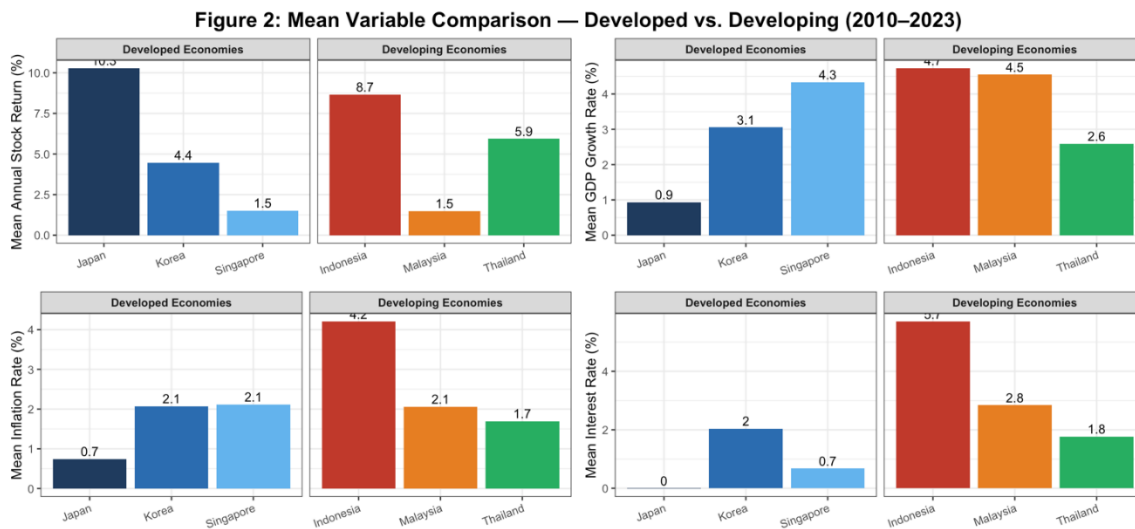
Temuan utama pertama: pertumbuhan PDB adalah prediktor positif yang signifikan secara statistik dari imbal hasil pasar saham di sub-sampel maju ($\beta = 2,687$; $p = 0,043$), mendukung H1 dan H4. Koefisien ini menyiratkan bahwa peningkatan 1 poin persentase pertumbuhan PDB dikaitkan dengan kenaikan 2,69 poin persentase imbal hasil saham tahunan, konsisten dengan saluran pendapatan model DCF. Within- R^2 sub-sampel maju sebesar 0,195 menunjukkan bahwa ketiga variabel makroekonomi menjelaskan 19,5% variasi dalam-negara imbal hasil — jauh lebih tinggi dibandingkan sub-sampel berkembang (0,003), mengkonfirmasi prediksi Harvey (1995) bahwa penetapan harga faktor makroekonomi lebih lengkap di pasar yang lebih efisien.

Konsentrasi signifikansi PDB pada sub-sampel maju dan ketiadaannya di sub-sampel berkembang dapat dijelaskan oleh empat mekanisme: (1) pasar maju memfasilitasi penggabungan informasi makroekonomi yang lebih cepat ke dalam harga ekuitas melalui partisipasi investor institusional yang lebih besar; (2) indeks saham negara berkembang berbobot lebih pada sektor sensitif komoditas yang responsif terhadap siklus harga global, bukan pertumbuhan PDB domestik; (3) transmisi kebijakan moneter bekerja lebih langsung melalui ekspektasi suku bunga dalam sistem penargetan inflasi berbasis aturan negara maju; dan (4) keterbatasan kekuatan statistik akibat hanya $N = 3$ negara per sub-kelompok.

Temuan kedua: suku bunga membawa tanda negatif yang konsisten di seluruh spesifikasi FE ($\beta = -1,119$ sampel penuh; $\beta = -0,916$ negara maju), mendukung arah H3 dan H5, meski tidak mencapai signifikansi statistik konvensional. Hal ini sebagian besar disebabkan oleh spesifikasi FE dua arah yang menyerap variasi suku bunga antar-negara melalui efek tetap negara — terutama parah untuk Jepang yang mempertahankan suku bunga mendekati nol selama hampir satu dekade.

Temuan ketiga: inflasi tidak signifikan secara statistik di semua spesifikasi FE, bertentangan dengan H2. Tiga mekanisme menjelaskan hal ini: guncangan inflasi global 2022–2023 diserap oleh efek tetap tahun; beberapa negara berkembang mengalami inflasi bersamaan booming komoditas yang mendorong imbal hasil saham secara positif; dan lingkungan inflasi rendah 2010–2019 menghasilkan variasi dalam-negara yang sangat terbatas.

Gambar 2 menegaskan beberapa pola penting. Meskipun rata-rata imbal hasil saham relatif serupa antar negara (berkisar 4–7%), terdapat perbedaan struktural yang nyata dalam suku bunga (negara berkembang jauh lebih tinggi) dan pertumbuhan PDB (negara berkembang konsisten lebih tinggi). Kesamaan imbal hasil rata-rata di tengah perbedaan makroekonomi yang besar ini konsisten dengan hipotesis kompensasi risiko: investor di pasar berkembang menerima premi atas risiko idiosinkratik (risiko politik, mata uang, dan likuiditas) yang tidak tercermin dalam variabel makroekonomi yang diteliti.



Catatan:

Imbal Hasil Saham, Pertumbuhan PDB, Inflasi, dan Suku Bunga. Garis putus-putus vertikal memisahkan negara maju (kiri) dari negara berkembang (kanan). Sumber: Perhitungan penulis.

Gambar 2. Perbandingan Rata-rata Variabel Tingkat Negara (2010–2023)

KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa pertumbuhan PDB berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil pasar saham di negara maju, dengan koefisien 2,687 dan tingkat signifikansi $p < 0,05$, namun tidak signifikan di negara berkembang, sehingga H1 dan H4 didukung dalam konteks maju saja. Suku bunga menunjukkan arah pengaruh negatif yang konsisten, terutama pada sub-sampel maju, sesuai dengan mekanisme tingkat diskonto, meskipun belum selalu mencapai signifikansi kuat; sedangkan inflasi justru berpengaruh positif namun tidak signifikan setelah mengendalikan efek tetap, sehingga H2 tidak terdukung. Seleksi estimator Fixed Effects dua arah melalui uji Hausman menegaskan pentingnya mengendalikan heterogenitas negara dan waktu untuk menghindari bias empiris, serta menunjukkan bahwa variabel makroekonomi menjelaskan variasi kinerja saham secara lebih kuat di pasar maju (within- R^2 0,195) dibandingkan pasar berkembang (0,003).

Keterbatasan utama penelitian ini meliputi jumlah negara yang relatif kecil (hanya tiga per kelompok) sehingga mengurangi kekuatan statistik dan cakupan kebijakan, serta keterbatasan variabel makroekonomi yang tidak mengakomodasi faktor eksternal seperti nilai tukar, defisit fiskal, atau ekspektasi geopolitik yang dapat memengaruhi integrasi pasar global. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan memperluas sampel negara dan periode, memasukkan variabel makroekonomi tambahan, serta menguji spesifikasi dinamis (misalnya panel VAR) untuk menangkap dinamika kebijakan moneter dan reaksi lintas pasar. Implikasi praktisnya, regulator dan otoritas moneter di negara maju dapat memanfaatkan kepekaan tinggi pasar saham terhadap pertumbuhan PDB dan suku bunga sebagai indikator awal kondisi ekonomi dan transmisi kebijakan, sementara investor di pasar berkembang perlu memperhatikan dominasi risiko idiosinkratik dan komoditas, sehingga pengambilan keputusan investasi tidak hanya bergantung pada indikator makroekonomi standar.

DAFTAR PUSTAKA

Adam, A. M., & Tweneboah, G. (2008). Macroeconomic factors and stock market movement: Evidence from Ghana. *MPRA Paper No. 11256*. University Library of Munich.

-
- Alam, M. M., & Uddin, M. G. S. (2009). Relationship between interest rate and stock price: Empirical evidence from developed and developing countries. *International Journal of Business and Management*, 4(3), 43–51.
- Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. (2016). Do exchange rate changes have symmetric or asymmetric effects on stock prices? *Global Finance Journal*, 31, 57–72.
- Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 59(3), 383–403.
- Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *American Economic Review*, 71(4), 545–565.
- Fama, E. F. (1990). Stock returns, expected returns, and real activity. *Journal of Finance*, 45(4), 1089–1108.
- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 115–146.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102–110.
- Harvey, C. R. (1995). Predictable risk and returns in emerging markets. *Review of Financial Studies*, 8(3), 773–816.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271.
- Hosseini, S. M., Ahmad, Z., & Lai, Y. W. (2011). The role of macroeconomic variables on stock market index in China and India. *International Journal of Economics and Finance*, 3(6), 233–243.
- Ibrahim, M., & Aziz, H. (2003). Macroeconomic variables and the Malaysian equity market: A view through rolling subsamples. *Journal of Economic Studies*, 30(1), 6–27.
- Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53–74.
- International Monetary Fund. (2023). *World economic outlook, October 2023*. <https://www.imf.org>
- Maysami, R. C., Howe, L. C., & Hamzah, M. A. (2004). Relationship between macroeconomic variables and stock market indices: Cointegration evidence from stock exchange of Singapore. *Jurnal Pengurusan*, 24, 47–77.
- 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.
- Nguyen, C. T., & Nguyen, M. H. (2019). Modeling stock price volatility: Evidence from Ho Chi Minh City stock exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 19–26.
- Peiró, A. (1996). Stock prices, production, and interest rates. *Empirical Economics*, 21(2), 221–234.
-