



PENGARUH PASAR MODAL SYARIAH TERHADAP PERTUMBUHAN EKONOMI NASIONAL: PENDEKATAN METODE VECTOR ERROR CORRECTION MODEL (VECM)

Ayif Fathurrahman¹ & Hamiyah Al-Islami²

^{1&2}*Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Yogyakarta*
Email : *ayif.fathurrahman@umy.ac.id, hamiyah.al.feb17@mail.umy.ac.id*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh saham syariah, obligasi syariah (*sukuk*), reksadana syariah terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan data *time series* berjumlah 60 sampel dengan data bulanan dari Januari 2015 sampai dengan Desember 2019. Analisis dasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Error Correction Model* (VECM), dan *Granger Causality Test* digunakan untuk menentukan arah kausalitas. Penelitian ini juga menggunakan fungsi *Impulse Response Function* dan *Variance Decomposition* untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel terhadap variabel lainnya. Hasil penelitian menunjukkan, dalam jangka pendek secara parsial saham syariah, *sukuk*, dan reksadana berpengaruh tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Dalam jangka panjang, saham syariah memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional, sedangkan *sukuk* dan reksadana syariah memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Sementara itu, saham syariah, *sukuk*, dan reksadana syariah secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional.

Kata Kunci : Saham Syariah, Sukuk, Reksadana Syariah.

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of Islamic stocks, Islamic bonds (sukuk), and Islamic mutual funds on national economic growth. This type of research is quantitative research using time series data totaling 60 samples with monthly data from January 2015 to December 2019. The basic analysis used in this research is the Vector Error Correction Model (VECM) and the Granger Causality Test is used to determine the direction of causality. This study also uses Impulse Response Function and Variance Decomposition to determine the impact of shock on each variable on other variables. The results showed, in the short term partially sharia stocks, sukuk, and mutual funds had no significant effect on national economic growth. In the long term, Islamic stocks have a negative and insignificant effect on national economic growth, while sukuk and mutual funds have a negative and significant effect on national economic growth. Simultaneously, Islamic stocks, sukuk, and Islamic mutual funds have a significant effect on national economic growth.

Keywords : Islamic Stocks, Sukuk, Islamic Mutual Fund.

PENDAHULUAN

Keberhasilan pembangunan dalam suatu negara dapat diukur dengan menggunakan indikator dari perkembangan dan pertumbuhan ekonomi dari satu periode ke periode berikutnya. Pertumbuhan ekonomi adalah peningkatan *output* atau pendapatan nasional keseluruhan dalam jangka waktu tertentu. Apabila jumlah barang dan jasa yang sebenarnya pada suatu periode lebih besar dari periode sebelumnya, maka perekonomian negara tersebut dapat dikatakan telah mengalami pertumbuhan (Widiyanti & Sari, 2019).

Dalam jangka panjang, pertumbuhan ekonomi yang cepat dan berkelanjutan merupakan prasyarat mutlak bagi keberlanjutan pembangunan ekonomi dan peningkatan kesejahteraan serta perubahan fundamental ekonomi suatu negara, sehingga dapat terus meningkatkan kesejahteraan dan kemakmuran rakyat.

Menurut Badan Pusat Statistik (BPS), salah satu indikator penting yang digunakan dalam mengukur pertumbuhan ekonomi di Indonesia adalah Produk Domestik Bruto (PDB) baik itu atas dasar harga berlaku atau atas dasar harga konstan.

Sebagai negara berkembang, Indonesia membutuhkan banyak upaya dalam memperbaiki dan meningkatkan perekonomian negara untuk menjadi negara yang maju. Untuk meningkatkan perekonomian negara, Indonesia memerlukan banyak modal untuk mendukung pembangunan ekonominya. Upaya untuk memperoleh modal dalam jumlah besar salah satunya dengan mengembangkan sektor investasi melalui pemanfaatan alat pasar modal.

Stok modal atau investasi merupakan salah satu faktor penting dalam menentukan pertumbuhan ekonomi dan pembangunan ekonomi. Dengan

adanya investasi-investasi baru, maka dapat tercipta barang modal baru sehingga nantinya akan menyerap faktor produksi baru yaitu dalam menciptakan lapangan kerja baru yang akan menyerap tenaga kerja dan akan dapat mengurangi pengangguran. Selain itu, adanya investasi-investasi baru dapat meningkatkan *output* dan pendapatan baru pada faktor produksi tersebut, sehingga akan merangsang terjadinya pertumbuhan ekonomi.

Salah satu upaya untuk meningkatkan PDB Indonesia adalah dengan meningkatkan investasi melalui penggunaan instrumen pasar modal syariah. Pasar modal syariah merupakan wadah untuk umat Islam maupun non-Muslim yang ingin berinvestasi sesuai dengan syariat Islam karena dapat memberikan ketenangan dan kepercayaan dalam bertransaksi halal.

Indonesia memiliki pangsa pasar modal syariah sangat besar dan mempunyai peluang bersinergi dengan penerapan sistem keuangan syariah (Antonio, 2013). Hal ini karena Indonesia merupakan negara dengan jumlah penduduk yang beragama Islam terbesar di dunia. Menurut data *Global Religious Future*, jumlah penduduk beragama Islam di Indonesia pada tahun 2010 mencapai 209,12 juta jiwa atau sekitar 87% dari total populasi. Pada tahun 2020, penduduk Muslim diperkirakan mencapai 229,62 juta jiwa.

Menurut Irawan & Siregar (2019), saat ini sektor pasar modal syariah merupakan salah satu sektor investasi yang diminati di Indonesia. Bahkan pasar modal syariah merupakan salah satu instrumen investasi penting bagi perekonomian Indonesia dan dunia. Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia sangat baik dan berkembang pesat dari setiap tahunnya. Pertumbuhan ini terlihat pada perkembangan instrumen

pasar modal syariah yaitu saham syariah, obligasi syariah (*sukuk*), dan reksadana syariah. Pertumbuhan yang sangat pesat akan sangat mempengaruhi perkembangan pasar modal secara keseluruhan, juga mempengaruhi perekonomian negara.

Perkembangan saham syariah di Indonesia dalam tujuh tahun terakhir berkembang sangat pesat, terbukti dengan bertambahnya nilai investasi dari setiap instrumen pasar modal syariah dari tahun ke tahun. Hal ini menandakan bahwa terjadi peningkatan minat para investor dalam berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah.

Penelitian terdahulu yang melatar belakangi penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Sari et al, (2018) Ardi (2018); Irawan & Siregar (2019); Ala'uddin (2020); Santoso & Nurzaman (2020) yang menggunakan variabel independen yaitu bank syariah, saham syariah, obligasi syariah, dan inflasi terhadap pertumbuhan ekonomi nasional.

TINJAUAN PUSTAKA

Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan sebagai perkembangan kegiatan ekonomi, seperti peningkatan jumlah produksi hasil industri, perkembangan infrastruktur, peningkatan dan kuantitas produksi sektor jasa, serta peningkatan produksi barang dan modal dari suatu periode ke periode lainnya (Radjak & Kartika, 2013). Perkembangan kegiatan ekonomi ini menyebabkan peningkatan barang dan jasa yang dihasilkan oleh masyarakat, dan kemakmuran masyarakat juga meningkat.

Pasar Modal Syariah

Pasar modal adalah pasar untuk memperdagangkan berbagai instrumen keuangan (sekuritas jangka panjang) berupa hutang dan ekuitas yang diterbitkan oleh perusahaan swasta (Heykal, 2012). Pasar modal

mempertemukan pemilik dana (*supplier of fund*) dan pengguna dana (*user of fund*), yang bertujuan untuk mewujudkan investasi jangka menengah (*middle term investment*) dan investasi jangka panjang (*long term investment*) (Nurafiati, 2019).

Saham Syariah

Saham merupakan surat berharga keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan saham sebagai sarana untuk menambah modal jangka panjang. Saham adalah pernyataan atau tanda kepemilikan seseorang atau suatu badan tertentu pada perusahaan penerbit yang bersangkutan, di mana pemilik saham memiliki hak untuk mengklaim dan aktiva perusahaan tersebut. Akan tetapi, hal tersebut tergantung dari perkembangan perusahaan yang mengeluarkan saham terkait. Surat berharga pemilik saham mempresentasikan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan (Manan, 2012).

Obligasi Syariah (Sukuk)

Menurut Fatwa Dewan syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002, "obligasi syariah (*sukuk*) adalah surat berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh badan usaha seperti Badan Pelaksana Pasar Modal (*emiten*) kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah. Pendapatan tersebut berupa bagi hasil *margin* atau *fee* serta membayar dana obligasi pada saat jatuh tempo" (Sari & Ratno, 2019).

Reksadana Syari'ah

Arti reksadana menurut bahasa, berasal dari dua kata yaitu reksa yang berarti penjaga dan dana yang berarti uang yang disediakan untuk suatu keperluan atau biasa disebut biaya. Dari segi terminologi, reksadana adalah suatu instrumen dalam sektor keuangan yang berguna untuk mengumpulkan dana dari

masyarakat pemodal secara kolektif. Dana yang terkumpul akan dikelola dan diinvestasikan melalui saham, obligasi, valuta asing, atau deposito oleh seorang manajer investasi (Farid, 2015).

METODE PENELITIAN

Objek dan Subjek Penelitian

Objek penelitian ini adalah pertumbuhan ekonomi di Indonesia pada periode tahun 2015-2019. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian adalah saham syariah, *sukuk*, reksadana syariah, serta Produk Domestik Bruto (PDB). Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan jenis *time series* data dalam bentuk bulanan selama periode Januari 2015 sampai dengan Desember 2019. Sumber data yang digunakan diperoleh dari Badan Pusat Statistik (BPS), dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Metode Pengumpulan Data

Data dalam penelitian ini diperoleh dengan metode *library research* atau kepustakaan. Metode ini merupakan penelitian yang menggunakan bahan-bahan kepustakaan yang diperoleh dari jurnal, artikel, karya ilmiah dan penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan topik yang diteliti. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini bersumber dari laman situs *online* BPS yaitu www.bps.go.id dan laman situs *online* OJK yaitu www.ojk.go.id. Teknik pengumpulan data dilakukan dengan cara pencatatan langsung berupa *time-series* data pada tahun 2015-2019.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis *Vector Error Correction Model* (VECM) berikut tahap-tahap yang dilalui dalam analisis menggunakan metode VAR/VECM : Uji Stasioner/Uji Akar Unit (Unit Root Tests) dengan menggunakan uji *Augmented Dickey Fuller test* (ADF-test) an uji *Phillips-Perron* (PP-Test). Kedua uji tersebut

dapat mengindikasi keberadaan akar unit sebagai hipotesis null (Rusyiana, 2009 dalam Basuki & Prawoto, 2017). Kedua, Uji Panjang Lag Optimal yang berfungsi untuk membuktikan pengaruh dari setiap variabel terhadap variabel lainnya. (Nugroho, 2009 dalam Basuki & Prawoto, 2017). Ketiga, Uji kointegrasi yang difungsikan untuk mengetahui adanya hubungan antara variabel terutama dalam keseimbangan jangka panjang (Basuki & Prawoto, 2017).

Pengujian kointegrasi pada penelitian ini dilakukan menggunakan metode *Johansen's Cointegration Test*. Keempat, Uji Stabilitas Model VAR/VECM Uji stabilitas ini diperlukan karena jika hasil estimasi stabilitas VAR/VECM tidak stabil maka analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VDC) tidak valid. Apabila nilai modulus seluruh akar kurang dari 1 maka hasil uji stabilitas dapat dikatakan stabil (Basuki & Prawoto, 2017). Kelima, Uji kausalitas Granger bertujuan untuk melihat pengaruh setiap variabel terhadap variabel lainnya serta untuk mengetahui hubungan timbal balik antar variabel secara signifikan.

Estimasi Model VECM

VECM adalah bentuk VAR yang terestriksi karena datanya yang tidak stasioner tetapi terkointegrasi. VECM biasanya disebut desain VAR seri non-stasioner dengan hubungan kointegrasi. Spesifikasi VECM merestriksi hubungan jangka panjang variabel endogen dari konvergen menjadi hubungan kointegrasi, tetapi tetap masih memungkinkan dinamika jangka pendek (Basuki & Prawoto, 2017). Hasil estimasi VECM digunakan untuk melihat pengaruh jangka panjang dan jangka pendek antara variabel dependen terhadap variabel independen. Jika nilai t-statistik positif dan bernilai lebih besar dari t-tabel positif, maka dapat dikatakan terdapat hubungan jangka

panjang dan pendek. Jika nilai t-statistik negatif dan bernilai lebih dari t-tabel negatif, maka dapat dikatakan terdapat hubungan jangka panjang dan pendek (Winarno, 2015).

Analisis Impuls Response Function (IRF)

Impuls Response Function (IRF) merupakan aplikasi *vector moving average* yang bertujuan menggambarkan perkiraan dampak *shock* suatu variabel terhadap variabel-variabel lainnya sehingga bisa dilihat seberapa lama guncangan (*shock*) dari satu variabel berpengaruh terhadap variabel lain.

Analisis Variance Decomposition (VDC)

Dengan analisis VDC ini berguna untuk mengetahui kontribusi serta

komposisi setiap variabel independen terhadap pembentukan variabel dependennya. Analisis *variance decomposition* merupakan bagian dari analisis VECM yang berguna untuk mendukung hasil-hasil analisis sebelumnya.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioner

Menurut penjelasan Kuncoro, (2013), jika seluruh variabel tidak lolos pada uji stasioner tingkat level, maka solusinya adalah melakukan diferensiasi pada tingkat selanjutnya yaitu tingkat *first difference*. Adapun hasil uji stasioner pada tingkat *first difference* dapat dilihat pada tabel 1 berikut :

Tabel 1. Hasil Uji ADF Menggunakan Tingkat First Difference

Variabel	ADF t-statistik	Mc Kinnon Value 5%	Prob	Keterangan
<i>PDB</i>	-5.450056	-2.921175	0.0000	Stasioner
<i>SS</i>	-7.258707	-2.912631	0.0000	Stasioner
<i>OS</i>	-6.221270	-2.912631	0.0000	Stasioner
<i>RS</i>	-6.670296	-2.912631	0.0000	Stasioner

Sumber : Data Olahan (2022)

Tabel di atas menunjukkan bahwa pada tingkat *first difference* semua variabel dalam penelitian ini sudah stasioner.

Uji Panjang Lag Optimal

Dalam penelitian ini panjang lag yang diikutsertakan 0 sampai 3, karena

data yang digunakan sejumlah 60 data. Panjang lag tersebut dirasa cukup untuk menggambarkan variabel-variabel dalam penelitian ini. Berikut hasil dari penentuan panjang lag optimal pada tabel 2 dibawah ini :

Tabel 2. Penentuan Panjang Lag

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	432.4660	NA	2.66e-12	-15.30236	-15.15769*	-15.24627
1	454.8291	40.73293*	2.16e-12*	-15.52961*	-14.80627	-15.24917*
2	464.1639	15.66913	2.72e-12	-15.29157	-13.98956	-14.78678
3	477.8164	20.96627	3.02e-12	-15.20773	-13.32704	-14.47859

Sumber : Data Olahan (2022)

Tabel 2 diatas menunjukkan bahwa panjang lag optimal terletak pada lag 1, yaitu dengan banyak tanda bintang (*). Selain itu terlihat nilai terkecil HQ ada pada lag 1. Maka dari itu, penelitian ini menggunakan lag optimal pada lag 1. Setelah panjang lag optimal sudah ditentukan, maka selanjutnya dilakukan uji kointegrasi.

Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dalam penelitian ini menggunakan metode *Johansen's Cointegration Test*, dengan *Critical Value* 0,05 dengan hasil seluruh variabel mempunyai hubungan jangka panjang antara satu sama lain (kointegrasi). Tabel berikut berisi hasil uji kointegrasi pada tabel 3 :

Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi (Johansen's Cointegration Test)

No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.492724	92.74832	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.366032	54.06247	29.79707	0.0000
At most 2 *	0.285549	28.08430	15.49471	0.0004
At most 3 *	0.144839	8.918551	3.841466	0.0028

Sumber : Data Olahan (2022)

Uji Stabilitas Model VAR/VECM

Sebelum menggunakan estimasi VECM, langkah selanjutnya adalah pengujian stabilitas model. Uji stabilitas model ini bertujuan untuk menguji validitas IRF dan VDC. Hasil uji stabilitas estimasi VECM diketahui dari nilai

modulus, dimana semua nilai modulusnya lebih kecil dari satu (<1), sehingga hasil analisis IRF (*Impulse Response Function*) dan VDC (*Variance Decomposition*) adalah valid. Berikut hasilnya di tabel di bawah ini :

Tabel 4. Hasil Uji Stabilitas Estimasi VECM

Root	Modulus
0.668532	0.668532
-0.216092	0.216092
0.082253 - 0.096207i	0.126575
0.082253 + 0.096207i	0.126575

Sumber : Data Olahan (2022)

Uji Kausalitas Granger

Dalam penelitian ini, uji kausalitas lebih ditujukan pada faktor yang mempengaruhi PDB yaitu obligasi syari'ah, saham syari'ah dan reksadana

syari'ah yang bertindak sebagai *leading indikator* (indikator yang mempengaruhi perubahan harga) bagi PDB. Berikut hasil uji kausalitas granger yang dapat dilihat pada tabel 5 di bawah ini:

Tabel 5. Hasil Uji Kausalitas Granger

Null Hypothesis	Obs	Lag 1	
		F-Statistic	Prob.
<i>SS does not Granger Cause PDB</i>	59	4.67443	0.0349
<i>PDB does not Granger Cause SS</i>		2.17686	0.1457
<i>OS does not Granger Cause PDB</i>	59	0.02343	0.8789
<i>PDB does not Granger Cause OS</i>		6.32369	0.0148
<i>RS does not Granger Cause PDB</i>	59	0.03458	0.8532
<i>PDB does not Granger Cause RS</i>		7.33111	0.0090
<i>OS does not Granger Cause SS</i>	59	1.45114	0.2334
<i>SS does not Granger Cause OS</i>		0.50952	0.4783
<i>RS does not Granger Cause SS</i>	59	0.12603	0.7239
<i>SS does not Granger Cause RS</i>		2.80532	0.0995
<i>RS does not Granger Cause OS</i>	59	0.40941	0.5249
<i>OS does not Granger Cause RS</i>		6.70640	0.0122

Sumber : Data Olahan (2022)

Dari tabel 5 dapat diketahui bahwa variabel yang memiliki hubungan kausalitas *granger* adalah variabel dengan nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Berikut penjelasannya:

- Variabel SS secara signifikan mempengaruhi variabel PDB dengan nilai probabilitas $0.0349 < 0.05$ sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima, sedangkan variabel PDB secara signifikan tidak mempengaruhi variabel SS dengan nilai probabilitas $0.1457 > 0.05$ sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas searah antara variabel PDB dan SS.
- Variabel OS secara signifikan tidak mempengaruhi variabel PDB dengan nilai probabilitas $0.8789 < 0.05$ sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak, sedangkan variabel PDB secara signifikan mempengaruhi variabel OS dengan nilai probabilitas $0.0148 > 0.05$ sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas searah antara variabel PDB dan OS.
- Variabel RS secara signifikan tidak mempengaruhi variabel PDB dengan nilai probabilitas $0.8532 > 0.05$ sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak, sedangkan variabel PDB secara signifikan mempengaruhi variabel RS dengan nilai probabilitas $0.0090 < 0.05$ sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas searah antara variabel RS dan PDB.
- Variabel OS secara signifikan tidak mempengaruhi variabel SS dengan nilai probabilitas $0.2334 > 0.05$ sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak, sedangkan variabel SS secara signifikan tidak mempengaruhi variabel OS dengan nilai probabilitas $0.4783 > 0.05$ sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel SS dan OS.

- e. Variabel RS secara signifikan tidak mempengaruhi variabel SS dengan nilai probabilitas $0.7239 > 0.05$ sehingga H0 diterima dan H1 ditolak, sedangkan variabel SS secara signifikan tidak mempengaruhi variabel RS dengan nilai probabilitas $0.0995 > 0.05$ sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel SS dan RS.
- f. Variabel RS secara signifikan tidak mempengaruhi variabel OS dengan

nilai probabilitas $0.5249 > 0.05$ sehingga H0 diterima dan H1 ditolak, sedangkan variabel OS secara signifikan mempengaruhi variabel RS dengan nilai probabilitas $0.0122 < 0.05$, artinya H0 ditolak dan H1 diterima. Maka dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas searah antara variabel RS dan OS.

Interpretasi Hasil Estimasi VECM (Vector Error Correction Model)

Berikut hasil *Vector Error Correction Model* pada tabel 6 dibawah ini :

Tabel 6. Hasil Uji Estimasi VECM Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-statistik
<i>CointEq1</i>	-0.276664	[-5.16164]
<i>D(LOG(PDB(-1)))</i>	0.579916	[4.80844]
<i>D(LOG(PDB(-2)))</i>	0.351740	[2.42219]
<i>D(LOG(SS(-1)))</i>	0.039842	[1.55517]
<i>D(LOG(SS(-2)))</i>	-0.001462	[-0.05622]
<i>D(LOG(OS(-1)))</i>	0.011826	[0.77292]
<i>D(LOG(OS(-2)))</i>	-0.021450	[-1.41532]
<i>D(LOG(RS(-1)))</i>	-0.019768	[-1.92598]
<i>D(LOG(RS(-2)))</i>	-0.013806	[-1.26725]
<i>C</i>	0.000710	[0.58919]

Sumber : Data Olahan (2022)

Berdasarkan pada tabel 6 di atas, dapat diketahui bahwa hasil VECM dalam jangka pendek tidak terdapat variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini dikarenakan sistem dalam pasar modal syariah menggunakan akad bagi hasil seperti akad *musyarakah* atau *mudharabah*. Sehingga pengaruh saham

syariah, *sukuk*, maupun reksadana syariah tidak dapat diukur dalam jangka pendek.

Selanjutnya, dalam hasil estimasi VECM jangka panjang yang tercantum dalam tabel 7 diketahui bahwa variabel obligasi syariah (*sukuk*) dan reksadana syariah berpengaruh signifikan terhadap PDB. Sedangkan variabel saham syariah tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap PDB.

Tabel 7. Hasil Uji Estimasi VECM Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	t-statistik
$LOG(SS(-1))$	-0.053321	[-1.22301]
$LOG(OS(-1))$	-0.104689	[-5.80063]
$LOG(RS(-1))$	-0.033802	[-2.25479]

Sumber : Data Olahan (2022)

R-squared dari estimasi VECM jangka pendek dan jangka panjang dari penelitian ini adalah 0.690755 atau 69.07%. Hal ini membuktikan bahwa perubahan variabel dependen (PDB) dapat dijelaskan oleh variabel independen (*sukuk*, reksa dana syariah, dan saham syariah), dan sisanya sebesar 30,93% variabel dependen (PDB) dipengaruhi oleh variabel di luar penelitian.

Pengaruh Saham Syariah terhadap PDB Indonesia

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek, diketahui bahwa variabel saham syariah tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap PDB. Dan hasil dari estimasi VECM dalam jangka panjang menunjukkan bahwa saham syariah berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap PDB.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Radjak & Kartika (2013) yang menyatakan bahwa saham syariah berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap PDB di Indonesia serta Irawan & Siregar (2019) yang menyatakan bahwa saham syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap PDB di Indonesia. Dampak negatif tersebut dapat disebabkan oleh harga saham yang tidak stabil. Perubahan harga saham akan mempengaruhi pendapatan saham syariah dan juga dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi.

Tanda-tanda pelemahan ekonomi terlihat dari penurunan harga saham yang berdampak pada turunnya pendapatan saham tersebut. Daya beli masyarakat merupakan salah satu penentu perilaku

harga saham atau produk investasi di pasar modal.

Secara teori, pertumbuhan ekonomi dapat meningkatkan daya beli konsumen terhadap produk perusahaan, sehingga meningkatkan profitabilitas perusahaan. Dengan meningkatkan margin keuntungan maka akan meningkatkan jumlah investor yang berinvestasi, yang juga dapat meningkatkan harga saham yang juga berdampak positif. Oleh karena itu, pendapatan saham syariah sendiri masih dalam kisaran standar perusahaan saham syariah, sehingga pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi nasional tidak langsung atau menyeluruh.

Pengaruh Obligasi Syariah terhadap PDB Indonesia

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek, diketahui bahwa variabel obligasi syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap PDB. Dan dalam jangka panjang, hasil dari estimasi VECM menunjukkan bahwa obligasi syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB.

Variabel *sukuk* mempengaruhi pertumbuhan ekonomi nasional, hal ini dikarenakan *sukuk* bermanfaat sebagai alat penambah modal bagi negara. Selain itu, ini juga dapat menjadi sarana untuk menumbuhkan partisipasi sektor swasta dalam pembiayaan proyek kepentingan publik, sarana untuk mempromosikan investasi dalam negeri dan internasional, dan dapat berguna untuk proses desentralisasi fiskal. Namun pengaruh negatif antara variabel *sukuk* terhadap

PDB mengindikasikan bahwa dana *sukuk* tersebut belum terserap dengan baik.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Ala'uddin (2020) yang menyatakan bahwa obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh signifikan terhadap PDB di Indonesia. Namun bertentangan dengan penelitian Sari & Ratno (2019) yang menyatakan bahwa variabel *sukuk* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap PDB Indonesia.

Pengaruh Reksadana Syariah terhadap PDB Indonesia

Berdasarkan hasil estimasi VECM jangka pendek, diketahui bahwa variabel reksadana syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap PDB. Dan dalam jangka panjang, hasil dari estimasi VECM menunjukkan bahwa reksadana syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB.

Hal ini dapat dikarenakan minimnya literasi masyarakat dalam mengenal produk-produk investasi keuangan berbasis syariah seperti reksadana syariah. Masyarakat lebih percaya untuk menginvestasikan modalnya pada reksadana konvensional. Terbukti dengan NAB reksadana konvensional masih lebih unggul daripada NAB reksadana syariah. Sedangkan reksadana syariah itu sendiri belum begitu terlihat mampu menggerakkan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Oleh karena itu perlu adanya sosialisasi ke masyarakat tentang pentingnya berinvestasi reksadana syariah karena dapat mendukung peningkatan perekonomian di Indonesia.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Sari et al,

(2018) yang menyatakan bahwa reksadana syariah berpengaruh signifikan terhadap PDB di Indonesia.

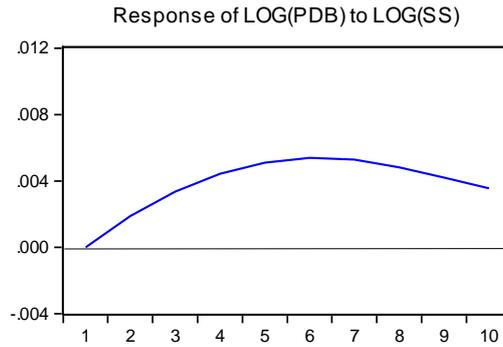
Dalam jangka panjang, saham syariah, *sukuk*, dan reksadana syariah berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi. Namun hal ini tidak menjadi masalah karena kontribusi investasi syariah ini lebih kecil daripada kontribusi investasi konvensional, sehingga pengaruh investasi syariah sangat kecil terhadap pertumbuhan ekonomi. Selain investasi syariah masih banyak variabel makroekonomi yang lebih besar pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi seperti konsumsi.

Estimasi VECM juga dapat digunakan untuk melihat respon dan waktu yang dibutuhkan suatu variabel untuk merespon *shock* atau guncangan yang diberikan. Tujuannya adalah untuk dapat mengetahui komposisi pengaruh setiap variabel independen terhadap pembentukan variabel dependennya dengan menggunakan IRF (*Impulse Response Function*) dan VDC (*Variance Decomposition*). Hasil analisis IRF dan VDC pada penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

Hasil Analisis IRF (Impuls Response Function)

Respon PDB terhadap Shock Saham Syariah

Analisis IRF ketiga yang akan memaparkan mengenai saham syariah, yaitu respon PDB terhadap shock yang diberikan oleh variabel saham syariah. Berikut grafik respon PDB terhadap shock saham syariah dalam tempo sepuluh periode :



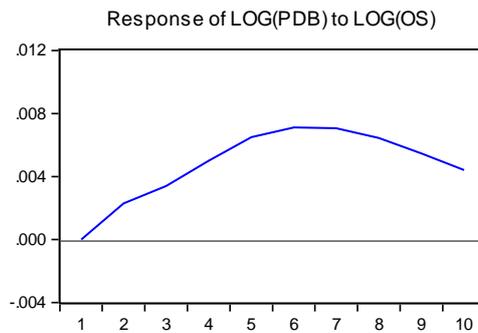
Gambar 1. Hasil Analisis IRF PDB terhadap Shock Saham Syariah

Grafik diatas menunjukkan respon PDB terhadap saham syariah. PDB memulai respon *shock* tersebut dengan trend yang positif dan terus meningkat dari periode ke-1 sampai dengan periode ke-6 lalu mulai menurun pada periode ke-7 sampai dengan periode ke-10. Namun meski begitu, PDB merespon *shock* tersebut dengan trend yang selalu positif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel PDB terhadap *shock* variabel SS (Saham Syariah) selalu stabil dan berada

pada keadaan respon positif sepanjang periode.

Respon PDB terhadap Shock Obligasi Syariah

Analisis IRF pertama yang akan memaparkan mengenai obligasi syariah, yaitu respon PDB terhadap *shock* yang diberikan oleh variabel obligasi syariah. Berikut grafik respon PDB terhadap *shock* obligasi syariah dalm tempo sepuluh periode :



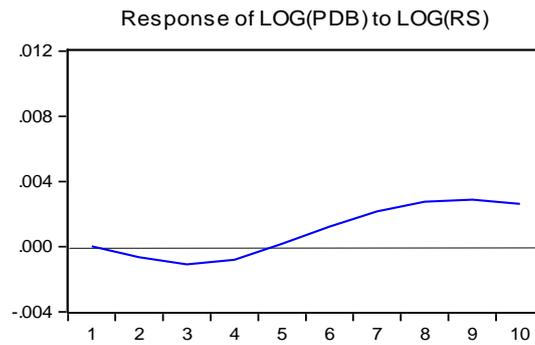
Gambar 2. Hasil Analisis IRF PDB terhadap Shock Obligasi Syariah

Grafik diatas menunjukkan respon PDB terhadap obligasi syariah. PDB mulai merespon *shock* tersebut dengan trend yang positif dan terus meningkat dari periode ke-1 sampai dengan periode ke-6 lalu mulai menurun pada periode ke-7 sampai dengan periode ke-10. Namun meski begitu, PDB merespon *shock* tersebut dengan trend yang selalu positif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel PDB terhadap *shock* variabel OS (Obligasi Syariah) selalu stabil dan berada

pada keadaan respon positif sepanjang periode.

Respon PDB terhadap Shock Reksadana Syariah

Analisis IRF kedua yang akan memaparkan mengenai reksadana syariah, yaitu respon PDB terhadap *shock* yang diberikan oleh variabel reksadana syariah. Berikut grafik respon PDB terhadap *shock* reksadana syariah dalm tempo sepuluh periode :



Gambar 3. Hasil Analisis IRF PDB terhadap Shock Reksadana Syariah

Grafik diatas menunjukkan respon PDB terhadap reksadana syariah. PDB mulai merespon *shock* tersebut dengan trend yang negatif dari periode ke-1 sampai dengan periode ke-4. Lalu mulai memasuki trend positif pada periode ke-5 dan terus meningkat sampai dengan periode ke-9. Pada periode ke-10 trend mengalami penurunan akan tetapi masih menunjukkan trend positif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel PDB terhadap *shock* variabel RS (Reksadana Syariah) mengalami fluktuasi respon sepanjang periode.

Hasil Analisis VDC (Variance Decomposition)

Analisis VDC bertujuan untuk menjelaskan persentase atau kontribusi masing-masing *shock* variabel independen terhadap variabel dependen. Artinya, VDC (*Variance Decomposition*) menjelaskan proporsi variabel lain dalam variabilitas variabel dependen dalam penelitian. Pada penelitian ini, fokus analisis VDC (*Variance Decomposition*) agar dapat melihat pengaruh variabel independen (saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah) terhadap variabel dependen yaitu PDB (produk domestik bruto). Hasil analisis VDC (*variance decomposition*) adalah sebagai berikut :

Tabel 8. Hasil Analisis VDC PDB

Variance Decomposition of PDB:					
Period	S.E.	LOG(PDB)	LOG(SS)	LOG(OS)	LOG(RS)
1	0.006223	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.011079	92.51688	3.100570	3.810536	0.572016
3	0.015237	85.79592	6.719956	6.337369	1.146757
4	0.018791	77.90254	10.51045	10.41835	1.168663
5	0.021601	68.69436	14.44938	15.95094	0.905312
6	0.023797	59.87741	18.08979	21.19064	0.842157
7	0.025555	52.60293	21.00578	25.23399	1.157293
8	0.026935	47.39482	23.01074	27.83188	1.762564
9	0.027946	44.02693	24.29854	29.24776	2.426767
10	0.028636	41.95089	25.15553	29.95359	2.939983

Sumber : Data Olahan (2022)

Seperti terlihat pada Tabel 8 di atas, pada periode pertama PDB sangat dipengaruhi oleh guncangan PDB itu sendiri, mencapai 100%. Sedangkan untuk variabel obligasi syariah, reksa dana syariah dan saham syariah pada periode pertama belum berpengaruh terhadap PDB. Selanjutnya, pada periode ke-2 sampai dengan ke-10 proporsi *shock* PDB itu sendiri masih cukup besar, meskipun *shock* variabel PDB tersebut memberikan proporsi pengaruh yang sedikit demi sedikit mengalami penurunan terhadap PDB itu sendiri, yaitu dengan kontribusi sebesar 41,95 persen.

Berdasarkan hasil dari tabel di atas, diketahui bahwa pada periode ke-2 variabel saham syariah juga telah memberikan kontribusi pada PDB sebesar 3,1 persen, dan terus meningkat hingga akhir periode ke-10 sebesar 25,15 persen.

Selain itu, hasil estimasi VDC menunjukkan bahwa pada periode kedua variabel *sukuk* mulai memberikan kontribusi terhadap PDB yaitu meningkat 3,81%, dan terus tumbuh, hingga akhir periode kesepuluh meningkat sebesar 29,95%. Seperti terlihat pada tabel di atas, kontribusi *sukuk* pada periode kesepuluh merupakan variabel yang memberikan kontribusi terbesar terhadap pembentukan PDB.

Analisis VDC yang terakhir menunjukkan bahwa pada periode ke-2 variabel reksadana syariah juga mulai memberikan kontribusi terhadap PDB sebesar 0,57 persen dan terus meningkat sampai akhir periode ke-10 dengan kontribusi sebesar 2,94 persen.

KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel saham syariah berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap PDB dalam jangka pendek dan jangka panjang. Dalam jangka pendek variabel obligasi syariah tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap PDB, namun

dalam jangka panjang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB. Variabel reksadana syariah tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap PDB dalam jangka pendek, namun dalam jangka panjang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PDB. Hasil penelitian menyatakan bahwa secara simultan variabel independen (saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu PDB dengan memberikan kontribusi sebesar 60,07 persen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ala'uddin, Muhammad. 2020. Bank Syariah, Saham Syariah, Obligasi Syariah dan Inflasi Terhadap Pertumbuhan Ekonomi. *Jurnal QIEMA (Qomaruddin Islamic Economy Magazine)*, 6(2), p. 234–254.
- Antonio, Muhammad Syafi'i., Hafidhoh., & Fauzi, Hilman. 2013. The Islamic Capital Market Volatility: A Comparative Study Between in Indonesia and Malaysia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 15(4), p. 391–416.
- Ardi, Muhammad. 2018. Pengaruh Sukuk Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia. *Iqtishoduna : Jurnal Ekonomi Islam*, 9(1), p. 36–46.
- Basuki, Agus Tri., & Prawoto, Nano. 2017. *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis* (2nd ed.). PT. RajaGrafindo Persada. Jakarta.
- Farid, Muhammad. 2015. Mekanisme dan Perkembangan Reksa Dana Syariah. *Iqtishoduna : Jurnal Ekonomi Islam*, 3(1), p. 61–72.
- Heykal, Mohamed. 2012. *Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah*. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta.

- Irawan, & Siregar, Zulia Almaida. 2019. Pengaruh Saham Syariah, Sukuk dan Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia (Tahun 2012 - Tahun 2017). *Tansiq : Jurnal manajemen dan Bisnis Islam*, 2(1), p. 93–133.
- Kuncoro, Mudrajad. 2013. *Mudah Memahami dan Menganalisis Indikator Ekonomi*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Manan, Abdul. 2012. *Hukum Ekonomi Syariah : Dalam Prespektif Kewenangan Peradilan Agama*. Kencana. Jakarta.
- Nurafiati, Nita. 2019. Perkembangan Pasar Modal Syariah Dan Kontribusinya Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia. Inklusif (*Jurnal Pengkajian Penelitian Ekonomi Dan Hukum Islam*), 4(1), p. 65-75.
- Radjak, Lukfiah I., & Kartika, Ita Yuni. 2013. Pengaruh Saham Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional. *JSAP : Journal Syariah and Accounting Public*, 2(1), p. 60-70.
- Santoso, Moh. Herman Eko., & Nurzaman, Mohamad Soleh. 2020. Asesmen Kontribusi Keuangan Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Al-Mashrafiyah: Jurnal Ekonomi, Keuangan Dan Perbankan Syariah*, 4(1), p. 1–15.
- Sari, Novita., AK, Syamsurijal., & Widiyanti, Marlina. 2018. the Impact of Islamic Capital Market Development on Economic Growth: the Case of Indonesia. *Journal of Smart Economic Growth*, 3(2), p. 21–30.
- Sari, Septiana., & Ratno, Fernaldi Anggadha. 2019. Analisis Utang Luar Negeri, Sukuk, Inflasi, dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2014-2019. *Jurnal Riset Pendidikan Ekonomi (JPRE)*, 5(2), p. 91–100.
- Winarno, Wing Wahyu. 2015. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews* (Edisi Keempat). UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Widiyanti, Marlina., & Sari, Novita. 2019. Kajian Pasar Modal Syariah Dalam Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Ekonomikawan : Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Studi Pembangunan*, 19(1), p. 21–30.