



---

## Pengaruh Pasar Modal Syariah dan Makroekonomi terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Menggunakan Vector Error Correction Model

Suhendra Widi Prayoga<sup>1</sup>, Afied Akhmad<sup>2</sup>, Faris Iqbal Maulana Susanto<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup> Program Studi Komputasi Statistik, Politeknik Statistika STIS

Jalan Otto Iskandardinata No. 64C Jakarta

E-mail: [222112382@stis.ac.id](mailto:222112382@stis.ac.id), [222111850@stis.ac.id](mailto:222111850@stis.ac.id), [222112045@stis.ac.id](mailto:222112045@stis.ac.id)

---

### ABSTRACT

*Indonesia with its predominantly Muslim population, has great potential in developing the Islamic capital market to support the country's economy. This is indicated by the development of Islamic capital market instruments every year. In addition, macroeconomic aspects also affect the stability of the economy in a country. Therefore, this study was conducted to examine the influence between the Islamic capital market and macroeconomics on economic growth in Indonesia in the period 2014–2023. The data used are secondary data from various sources regarding the Islamic capital market, macroeconomics, and national economic growth. This research utilizes quantitative methods with descriptive analysis in the form of line diagrams and inference in the form of Vector Error Correction Model. The results showed that Islamic stocks have a causal relationship with economic growth. In the short-term model, Islamic capital market and macroeconomic variables have no significant influence on economic growth. However, Islamic stocks, Islamic bonds, Islamic mutual funds, exchange rates, and exports have a significant positive effect on economic growth in the long-term model. Meanwhile, inflation and imports have no significant effect on economic growth. The VECM model estimation results produced an R-Squared value of 79.63%.*

### Article History

Submitted: 4 August 2024

Accepted: 22 October 2024

Published: 1 November 2024

### Keywords

*Macroeconomics 1, Islamic Capital Market 2, Economic Growth 3, VECM 4*

**Publisher :**

UIN K.H. Abdurrahman Wahid Pekalongan  
Jl. Pahlawan No. 52, Rowolaku, Kab. Pekalongan, Indonesia

## **PENDAHULUAN**

Dalam rangka pembangunan nasional suatu negara, salah satu indikator dan ukuran yang dapat dijadikan sebagai patokan keberhasilannya adalah pertumbuhan ekonomi tiap periode waktu tertentu (Fathurrahman & Al-Islami, 2023). Pertumbuhan ekonomi pun merupakan prioritas utama dalam pengembangan perekonomian negara. Setiap negara, terutama yang sedang berkembang, memiliki tanggung jawab untuk mengejar ketertinggalan ekonomi dari negara-negara maju. Ini penting karena perubahan ekonomi dapat berdampak luas pada berbagai sektor kehidupan masyarakat (Padi, 2021).

Menurut informasi dari Badan Pusat Statistik, pada pertengahan tahun 2023, jumlah penduduk Indonesia mencapai 278.7 juta orang. Jumlah tersebut naik sebesar 1.05% dari tahun 2022 yang sejumlah 257.77 juta jiwa. Dalam rangka memajukan perekonomian negaranya, terutama negara-negara berkembang seperti Indonesia, diperlukan sejumlah modal yang besar untuk mendukung pembangunan ekonomi (Fathurrahman & Al-Islami, 2023). Hal ini didukung dengan pernyataan dari Ariyanto & Pramono (2022), bahwa tantangan proses pembangunan ekonomi negara-negara berkembang adalah terbatasnya modal yang dimiliki. Salah satu cara untuk menghadapi permasalahan tersebut yakni melalui pengembangan sektor investasi, baik mengikuti prinsip konvensional ataupun syariah.

Indonesia mempunyai potensi yang besar dalam pasar modal syariah dan memiliki kesempatan untuk berkolaborasi dengan penerapan sistem keuangan syariah (Fathurrahman & Al-Islami, 2023; Karerina et al., 2021). Hal ini dikarenakan, jika dilihat berdasarkan pemeluk agamanya, penduduk Indonesia didominasi oleh penduduk muslim, dengan populasi sebanyak 240.62 juta jiwa atau sekitar 86.7% dari populasi nasional. Di Indonesia, pasar modal syariah sedang mengalami progres dari tahun ke tahun, ditandai dari perkembangan instrumen-instrumennya, seperti saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah. Dengan adanya progres pada tiap instrumen ini, memengaruhi pasar modal secara general, serta perekonomian negara.

Beberapa faktor lain juga berpengaruh terhadap stabilitas perekonomian di suatu negara, seperti pengelolaan ekonomi makro Indonesia, yaitu inflasi dan nilai tukar mata uang (kurs) (Anilah et al., 2023; Ariyanto & Pramono, 2022). Selain itu, sektor internal dan eksternal pun berpengaruh cukup besar terhadap pengelolaan ekonomi di Indonesia. Khususnya, sektor eksternal yang terkait erat dengan perdagangan barang dan jasa (ekspor dan impor) serta aliran modal internasional.

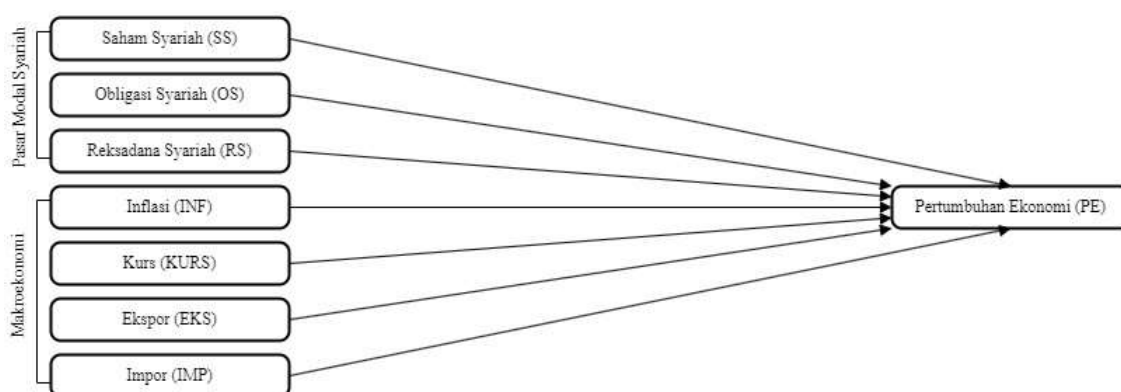
Penelitian Ariyanto & Pramono (2022) mengenai dampak pasar modal syariah dan faktor-faktor makroekonomi terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia pada rentang waktu 2015–2020 menggunakan metode regresi linear berganda menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak dipengaruhi secara signifikan oleh saham syariah, inflasi, ekspor, dan kurs mata uang; tetapi sukuk memiliki dampak positif terhadapnya. Penelitian lain oleh Zulianita (2016) mengenai pengaruh saham syariah, sukuk syariah, dan reksadana syariah pada periode 2013–2022 menggunakan model VECM menunjukkan tidak ada hubungan jangka pendek antara ketiga variabel independen terhadap pertumbuhan ekonomi. Tetapi, pada jangka panjang, diperoleh hubungan antara saham dan sukuk syariah terhadap pertumbuhan ekonomi, sementara reksadana syariah tidak berhubungan terhadapnya. Selain itu, penelitian Fathurrahman & Al-Islami (2023) membahas topik yang sama menunjukkan bahwa pada jangka pendek, pertumbuhan ekonomi tidak dipengaruhi secara signifikan oleh saham, sukuk, dan reksadana syariah. Namun, pada jangka panjang, pertumbuhan ekonomi dipengaruhi secara negatif namun tidak signifikan oleh saham syariah, sedangkan sukuk dan reksadana syariah berdampak negatif secara signifikan terhadapnya. Penelitian Hamzah et al. (2023) membahas dampak kebijakan makroekonomi terhadap perekonomian Indonesia dengan menggunakan

impor sebagai salah satu variabel makroekonomi. Tetapi, tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel tersebut terhadap pertumbuhan ekonomi.

Penelitian ini merujuk pada Ariyanto & Pramono (2022), walaupun terdapat beberapa perbedaan dengan penelitian sebelumnya. Salah satunya adalah periode pengamatan, pada penelitian tersebut dilakukan selama 2015–2020, sedangkan pada penelitian ini mulai tahun 2014–2023. Kemudian, pada metode yang diaplikasikan, penelitian sebelumnya mengaplikasikan metode regresi linier berganda dalam menganalisis pengaruh, sedangkan penelitian ini menggunakan metode peramalan berupa *Vector Error Correction Model* (VECM). Terakhir, variabel makro yang digunakan pada penelitian tersebut hanya ekspor, sedangkan untuk sektor eksternal pada aspek perdagangan barang dan jasa terdapat dua variabel, berupa ekspor dan impor, sehingga variabel impor ditambahkan pada penelitian ini. Penelitian ini memberikan kontribusi dalam memperluas pemahaman tentang keterkaitan antara pasar modal syariah serta faktor-faktor makroekonomi dengan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Lebih lanjut lagi, penelitian ini diharapkan dapat menjadi landasan bagi pembuat kebijakan ekonomi untuk merumuskan kebijakan yang lebih efisien dalam mendukung pertumbuhan ekonomi yang inklusif dan berkelanjutan.

## METODE

Penelitian ini memanfaatkan metode kuantitatif untuk mengevaluasi pengaruh pasar modal syariah dan makroekonomi terhadap pertumbuhan ekonomi nasional yang tertera pada Gambar 1. Objek penelitian ini adalah pertumbuhan ekonomi nasional periode 2014–2023. Pengumpulan data dilakukan secara sekunder melalui *website* Badan Pusat Statistik, Otoritas Jasa Keuangan, Kementerian Perdagangan, dan Bank Indonesia berupa data *time series* triwulanan periode 2014–2023.



Gambar 1. Desain Penelitian

Teknik analisis datanya menggunakan analisis deskriptif dan inferensia. Analisis deskriptif adalah metode analisis untuk memberikan gambaran secara detail dan fakta tentang gejala, data, dan fenomena yang diamati, serta untuk menggambarkan perkembangan setiap variabel penelitian yang digunakan (Aminah, 2016). Analisis deskriptif biasanya dapat berupa visualisasi data yang dapat menggambarkan pola data penelitian, seperti diagram garis. Diagram garis adalah grafik yang dapat menggambarkan tren setiap variabel data penelitian seiring perubahan dari waktu ke waktu (Alamsyah & Sari, 2023).

Pada penelitian ini, analisis inferensia menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) yang merupakan variasi dari model VAR yang digunakan ketika data tidak stasioner tetapi memiliki kointegrasi. Tahapan analisis sebelum estimasi model VECM meliputi, pertama adalah uji stasioneritas digunakan untuk mendeteksi keberadaan *unit root* dalam model menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Data dikatakan tidak stasioner jika terdapat *unit root* yang dinyatakan sebagai  $H_0$ . Apabila data tidak stasioner di tingkat level, prosedur yang umum dilakukan adalah melakukan *differencing* pertama dengan mengurangi nilai saat ini dengan nilai periode sebelumnya (Fathurrahman & Al-Islami, 2023). Kedua,

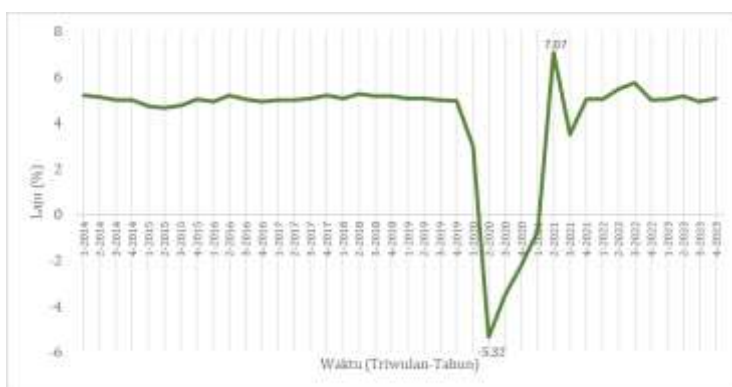
penentuan panjang *lag* optimal digunakan sebagai analisis lanjutan untuk mengestimasi parameter untuk model VAR/VECM. Panjang *lag* mencerminkan tingkat kebebasan model tersebut. Model terbaik dapat diketahui dari nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) yang terkecil (Febrianti et al., 2021). Ketiga, uji stabilitas pada model VAR/VECM dilakukan untuk mengidentifikasi kestabilan model yang digunakan. Jika model stabil, hasil estimasinya akan mendekati nol (Zulianita, 2016). Tahap selanjutnya adalah melakukan uji kausalitas Granger untuk mengetahui pengaruh dan hubungan timbal balik antar variabel yang terlibat dalam model. Pada tahap akhir, uji kointegrasi dilakukan untuk menentukan hubungan antar variabel, terutama dalam konteks keseimbangan jangka panjang menggunakan *Johansen's Cointegration Test* (Fathurrahman & Al-Islami, 2023). Apabila terdapat kointegrasi, maka dapat dilakukan analisis VECM (Saputra & Sukmawati, 2021).

Estimasi parameter dalam model VECM digunakan untuk mengevaluasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, baik dalam jangka waktu yang panjang maupun pendek (Fathurrahman & Al-Islami, 2023). Jika nilai *t*-statistik melebihi nilai kritis dari tabel *t*, maka terdapat pengaruh baik jangka panjang maupun jangka pendek (Winarno, 2015). Setelah dilakukan estimasi parameter model, langkah berikutnya adalah analisis *Impulse Response Function* (IRF) untuk memeriksa bagaimana variabel dependen dalam sistem VECM merespons *shock* dalam *error terms*. Sementara itu, *Variance Decomposition* (VDC) juga dilakukan untuk mengetahui kontribusi setiap variabel terhadap variasi kesalahan estimasi (Saputra & Sukmawati, 2021).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### 1. Gambaran Umum Perekonomian, Pasar Modal Syariah, dan Makroekonomi

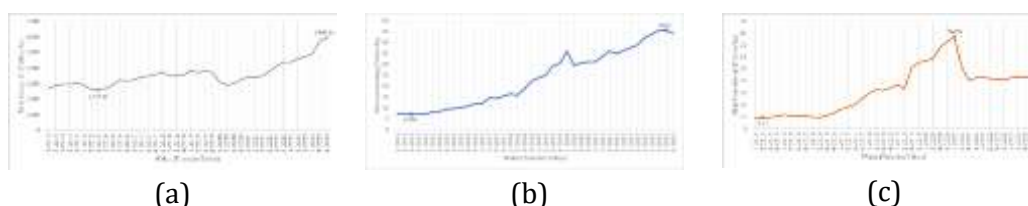
Pertumbuhan ekonomi merujuk pada perkembangan aktivitas ekonomi tiap periode waktu tertentu yang meningkatkan pendapatan nasional riil (Sukirno, 2019). Sederhananya, pertumbuhan ekonomi berarti proses bertambahnya kapasitas produksi dengan indikator berupa produk domestik bruto (Rofii & Ardyan, 2017). Produk domestik bruto (PDB) yang meningkat tiap tahunnya menandakan pertumbuhan ekonomi suatu negara (Ginting & Dewi, 2019). PDB merepresentasikan total nilai tambah yang diproduksi oleh seluruh produsen di negara tersebut dan diukur atas harga berlaku serta harga konstan (Kaltim, 2024; WorldBank, 2024). Kondisi perekonomian Indonesia pada periode 2014–2023 mengalami fluktuasi. Hal ini ditunjukkan pada Grafik 1 bahwa laju pertumbuhan ekonomi Indonesia terjadi perubahan naik dan turun tiap triwulan. Tingkat pertumbuhan ekonomi terendah terjadi pada tahun 2020 triwulan II (-5.32%). Penyebab fluktuasi tersebut dapat disebabkan oleh pandemi Covid-19 yang mematikan kegiatan ekonomi secara global. Sebaliknya, tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia tertinggi berada pada tahun 2021 triwulan II (7.82%). Pada periode tersebut, terjadi pemulihan ekonomi pasca Covid-19, yang mana didukung oleh pertumbuhan PDB dari lapangan usaha.



Grafik 1. Tren Laju Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Periode 2014-2023

Sumber: Badan Pusat Statistik

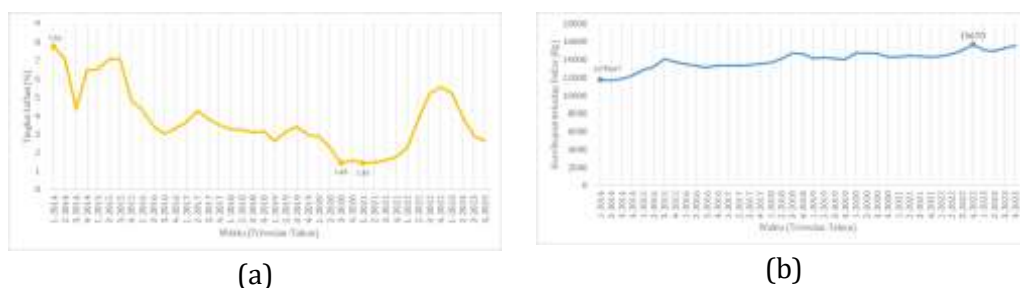
Pasar modal adalah tempat untuk institusi dan orang yang memerlukan modal saling bertemu untuk berinvestasi jangka panjang dengan menawarkan produk berupa saham, reksadana, obligasi, dan produk derivatif (Nasrullah et al., 2020). Kondisi mengenai pasar modal syariah Indonesia periode 2014–2023 dapat dilihat pada Grafik 1. Perkembangan saham syariah (Grafik 1a) yang direpresentasikan oleh Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) mengalami tren relatif naik setelah berada di titik minimum (triwulan IV tahun 2015). Pandemi Covid-19 mengakibatkan nilai ISSI turun pada dua triwulan awal tahun 2020, namun setelahnya, nilai ISSI mengalami tren naik signifikan sampai triwulan IV tahun 2023. Tren naik diiringi dengan kenaikan jumlah saham syariah pada periode tersebut. Di samping itu, perkembangan obligasi syariah yakni nilai *outstanding* terus mengalami tren meningkat pada tiap tahunnya, tetapi sempat mengalami penurunan drastis antara triwulan I–II tahun 2020. Perkembangan reksadana syariah yakni Nilai Aktiva Bersih (NAB) syariah mengalami tren yang cukup berbeda dengan dua komponen lain. Tren NAB syariah mengalami kenaikan sampai titik puncaknya pada triwulan I tahun 2020 (76.85 triliun rupiah). Namun setelahnya, tren menurun signifikan pada dua triwulan berikutnya disebabkan salah satu investor penting, yakni Badan Pengelola Keuangan Haji menarik investasinya. Sesudah itu, yakni dari triwulan III tahun 2021 sampai triwulan IV tahun 2023 tren NAB mengalami fluktuasi. Namun, proporsi NAB syariah terhadap total NAB pada periode tersebut memiliki tren yang positif. Dengan demikian, tren kenaikan dari ketiga komponen tersebut pada akhir-akhir ini memberikan indikasi bahwa pasar modal syariah dapat meningkatkan partisipasinya dalam pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

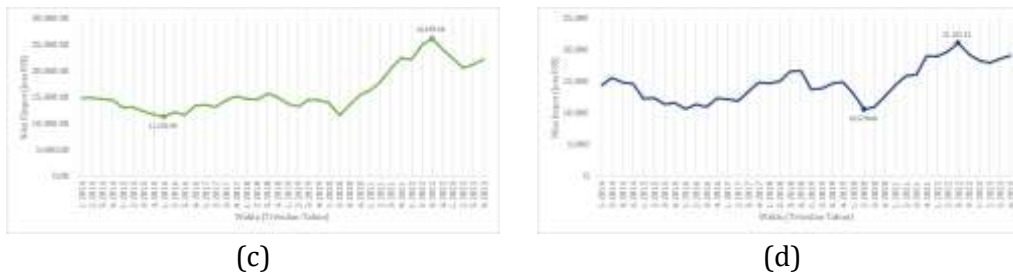


**Grafik 2. Tren (a) Saham Syariah, (b) Obligasi Syariah, dan (c) Reksadana Syariah Indonesia Periode 2014–2023**

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan

Makroekonomi merupakan studi ekonomi secara keseluruhan yang digunakan untuk menjelaskan berbagai peristiwa ekonomi secara agregat dan merancang kebijakan perekonomian (Mankiw, 2009). Kondisi variabel makroekonomi dapat dilihat pada Grafik 2, inflasi mengalami tren yang fluktuatif pada periode sebelum pandemi. Nilai inflasi turun saat pandemi (triwulan IV tahun 2019– triwulan III tahun 2020) karena daya beli masyarakat menurun serta naik drastis pada masa pemulihan. Setelah triwulan IV tahun 2022, laju inflasi menurun dan lebih terkendali. Sementara itu, perkembangan kurs rupiah terhadap dolar mengalami tren kenaikan dalam sepuluh tahun terakhir. Nilai rupiah yang melemah disebabkan oleh indeks dolar yang terus menguat. Perkembangan impor dan ekspor mengalami tren fluktuatif sebelum pandemi. Pada masa pemulihan Covid-19, kedua variabel ini mengalami tren naik signifikan dan sempat menjadi komponen terbesar dalam PDB pengeluaran.





Grafik 3. Tren (a) Inflasi, (b) Kurs, (c) Ekspor, dan (d) Impor Indonesia Periode 2014–2023  
 Sumber: Bank Indonesia dan Kementerian Perdagangan

## 2. Pengaruh Pasar Modal Syariah dan Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Periode 2014-2023

Untuk melihat pengaruh atau efek pasar modal syariah dan makroekonomi terhadap pertumbuhan ekonomi, penelitian ini menggunakan analisis dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Proses metode ini menggunakan berbagai jenis pengujian, sesuai dengan prosedur yang berurutan, mulai dari uji stasioner, uji panjang *lag* optimal, stabilitas, kausalitas *Granger*, kointegrasi, hingga melakukan estimasi model. Tidak lupa pula untuk melakukan pengecekan *Impulse Responses Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VDC) dari variabel-variabel yang digunakan.

Analisis VECM ini diawali dengan melakukan pemeriksaan uji stasioner tingkat level terlebih dahulu pada setiap variabel. Namun, jika seluruh variabel tidak lolos pengujian pada level, maka dilakukan pengujian pada tingkat selanjutnya yang merupakan hasil diferensiasi, yaitu tingkat *first difference*. Hal tersebut terjadi pada seluruh variabel yang digunakan di penelitian ini. Setelah dilakukan pada *first difference*, seluruh variabel telah stasioner, seperti yang disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Output Uji Stasioneritas (ADF) pada *First Difference*

Variabel	t-Statistik	p-value	Keterangan
PE	-6.6531	0.0000	Stasioner
SS	-4.4474	0.0011	Stasioner
OS	-7.6013	0.0000	Stasioner
RS	-4.7667	0.0004	Stasioner
INF	-5.4037	0.0001	Stasioner
KURS	-4.4926	0.0010	Stasioner
EKS	-4.5941	0.0007	Stasioner
IMP	-5.1683	0.0001	Stasioner

Sumber: Data olahan (2024)

Setelah didapatkan pembuktian bahwa data telah stasioner pada *difference* pertama, langkah berikutnya adalah menentukan panjang *lag* yang optimal. Penentuan panjang *lag* optimal dapat dilihat dari nilai AIC paling minimum. Panjang *lag* optimal terletak pada *lag* 1 karena memiliki nilai AIC paling kecil yang disajikan oleh Tabel 2. Setelah penentuan panjang *lag* optimal, langkah selanjutnya dilakukan uji stabilitas model.

Tabel 2. Output Uji Panjang *Lag* Optimal

Lag	LogL	AIC
0	-1945.9	105.6180
1	-1889.5	106.0291
2	-1813.8	105.3933

Sumber: Data olahan (2024)

Kemudian, dilakukan pengujian stabilitas model untuk mengidentifikasi kestabilan model

dan menguji validitas hasil IRF dan VDC. Model telah dianggap stabil jika nilai modulusnya kurang dari satu sehingga validitas IRF dan VDC telah teruji serta model tersebut telah menunjukkan stabilitasnya. Pada penelitian ini, Tabel 3 menunjukkan bahwa semua nilai modulus kurang dari satu.

**Tabel 3. Output Uji Stabilitas**

No	Root	Modulus	No	Root	Modulus
1	0.444951 - 0.688550i	0.819806	9	0.684997 - 0.251219i	0.729611
2	0.444951 + 0.688550i	0.819806	10	0.684997 + 0.251219i	0.729611
3	0.783307	0.783307	11	-0.610597 - 0.391857i	0.725520
4	-0.779396	0.779396	12	-0.610597 + 0.391857i	0.725520
5	-0.129640 - 0.747168i	0.758331	13	-0.287763 - 0.631414i	0.693896
6	-0.129640 + 0.747168i	0.758331	14	-0.287763 + 0.631414i	0.693896
7	0.281201 - 0.703002i	0.757157	15	-0.649148	0.649148
8	0.281201 + 0.703002i	0.757157	16	-0.325625	0.325625

Sumber: Data olahan (2024)

Setelah diperoleh bahwa model telah stabil, dilakukan uji kausalitas untuk semua variabel, namun lebih difokuskan pada bagaimana hubungan kausalitas tiap variabel dependen memengaruhi pertumbuhan ekonomi sebagai variabel independen begitupun sebaliknya. Variabel dengan *p-value* (probabilitas)  $< \alpha = 0.05$  terindikasi memiliki hubungan kausalitas *Granger*. Untuk hasil pengujiannya, dapat dilihat pada Tabel 4 berikut:

**Tabel 4. Output Uji Kausalitas Granger**

Hipotesis Nol	Obs	F-Statistik	p-value
SS tidak memengaruhi PE	38	6.30667	0.0048
PE tidak memengaruhi SS		0.23270	0.7937
OS tidak memengaruhi PE	38	2.38683	0.1076
PE tidak memengaruhi OS		3.77901	0.0333
RS tidak memengaruhi PE	38	0.82999	0.445
PE tidak memengaruhi RS		3.82487	0.0321
INF tidak memengaruhi PE	38	0.07261	0.9301
PE tidak memengaruhi INF		1.11184	0.341
KURS tidak memengaruhi PE	38	1.15360	0.3279
PE tidak memengaruhi KURS		0.31478	0.7321
EKS tidak memengaruhi PE	38	0.30758	0.7373
PE tidak memengaruhi EKS		2.07485	0.1416
IMP tidak memengaruhi PE	38	1.50313	0.2373
PE tidak memengaruhi IMP		1.25262	0.299

Sumber: Data olahan (2024)

Berdasarkan hasil uji kausalitas (sebab akibat) *Granger* pada Tabel 4, dapat disimpulkan bahwa:

- a. Variabel saham syariah (SS) memengaruhi variabel pertumbuhan ekonomi (PE) secara signifikan, dengan *p-value*  $0.0048 < 0.05$  sehingga tolak  $H_0$ , sedangkan secara berkebalikan, variabel PE tidak memengaruhi variabel SS secara signifikan, dengan *p-value*  $0.7937 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, terdapat hubungan sebab akibat yang searah antara kedua variabel ini.
- b. Variabel obligasi syariah (OS) tidak memengaruhi variabel PE secara signifikan, dengan *p-value*  $0.1076 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ , sedangkan secara berkebalikan, variabel PE memengaruhi variabel OS secara signifikan, dengan *p-value*  $0.0333 < 0.05$  sehingga

- tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, terdapat hubungan sebab akibat yang searah antara kedua variabel ini.
- c. Variabel reksadana syariah (RS) tidak memengaruhi variabel PE secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.445 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ , sedangkan secara berkebalikan, variabel PE memengaruhi variabel RS secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.0321 < 0.05$  sehingga tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, terdapat hubungan sebab akibat yang searah antara kedua variabel ini.
  - d. Variabel inflasi (INF) tidak memengaruhi variabel PE secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.9301 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ , sedangkan secara berkebalikan, variabel PE pun tidak memengaruhi variabel INF secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.341 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, tidak terdapat hubungan sebab akibat antara kedua variabel ini.
  - e. Variabel kurs (KURS) tidak memengaruhi variabel PE secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.3279 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ , sedangkan secara berkebalikan, variabel PE pun tidak memengaruhi variabel KURS secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.7321 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, tidak terdapat hubungan sebab akibat antara kedua variabel ini.
  - f. Variabel ekspor (EKS) tidak memengaruhi variabel PE secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.7373 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ , sedangkan secara berkebalikan, variabel PE pun tidak memengaruhi variabel EKS secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.1416 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, tidak terdapat hubungan sebab akibat antara kedua variabel ini.
  - g. Variabel impor (IMP) tidak memengaruhi variabel PE secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.2373 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ , sedangkan secara berkebalikan, variabel PE pun tidak memengaruhi variabel IMP secara signifikan, dengan  $p\text{-value}$   $0.299 > 0.05$  sehingga gagal tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, tidak terdapat hubungan sebab akibat antara kedua variabel ini.

Setelah mengecek kestabilan model dan melihat bagaimana pengaruh dari tiap variabel, dilakukan uji kointegrasi dengan metode *Johansen's Cointegration Test* yang menghasilkan nilai  $p\text{-value}$  kurang dari  $\alpha = 0.05$  pada seluruh variabel. Hal ini menyatakan adanya kointegrasi atau hubungan jangka panjang. Hasil uji kointegrasi disajikan pada Tabel 5.

**Tabel 5. Output Uji Kointegrasi**

<i>Hypothesized No. of CE(s)</i>	Nilai Eigen	Trace Statistik	0.05 Nilai Kritis	p-value
Tidak ada *	0.988831	394.1388	159.5297	0.0000
Maksimal 1 *	0.899284	232.3328	125.6154	0.0000
Maksimal 2 *	0.797187	149.6965	95.75366	0.0000
Maksimal 3 *	0.649589	92.25947	69.81889	0.0003
Maksimal 4 *	0.584249	54.50810	47.85613	0.0104

Sumber: Data olahan (2024)

Selanjutnya, dilakukan estimasi dengan metode *Vector Error Correction Model (VECM)* dengan melihat jangka pendek dan jangka panjangnya. Hasil estimasi tersebut dapat dilihat pada Tabel 6 dan 7 berikut:

**Tabel 6. Output Estimasi Model VECM Periode Jangka Pendek**

Variabel	Koefisien	t-Statistik
CointEq1	0.266360	[ 0.69911]
D(PE(-1),2)	-0.866791	[-2.12127]
D(PE(-2),2)	0.025467	[ 0.09103]
D(SS(-1),2)	2.08E-06	[ 0.87511]
D(SS(-2),2)	7.43E-07	[ 0.29626]
D(OS(-1),2)	-0.82872	[-1.85217]
D(OS(-2),2)	-0.55883	[-1.81996]
D(RS(-1),2)	-1.14E-05	[-0.09643]
D(RS(-2),2)	-6.77E-05	[-0.88092]
D(INF(-1),2)	1.392937	[ 1.57510]
D(INF(-2),2)	1.065683	[ 1.99532]
D(KURS(-1),2)	-0.003274	[-1.25480]
D(KURS(-2),2)	-0.001967	[-1.34848]
D(EKS(-1),2)	-0.001239	[-1.42823]
D(EKS(-2),2)	-0.001273	[-2.19516]
D(IMP(-1),2)	0.001720	[ 1.97146]
D(IMP(-2),2)	0.001110	[ 1.88137]
C	-0.097667	[-0.29229]

Sumber: Data olahan (2024)

Dari Tabel 6, diperoleh bahwa pada periode jangka pendek tidak terdapat variabel independen yang memengaruhi variabel dependen secara signifikan, dilihat dari nilai *t*-statistik yang lebih kecil dari nilai pada nilai *t*-tabel yaitu sebesar 2.0369. Hal ini dikarenakan sistem dalam pasar modal, serta perhitungan dari beberapa variabel makroekonomi tersebut tidak dapat diukur dalam jangka pendek.

**Tabel 7. Output Estimasi Model VECM Periode Jangka Panjang**

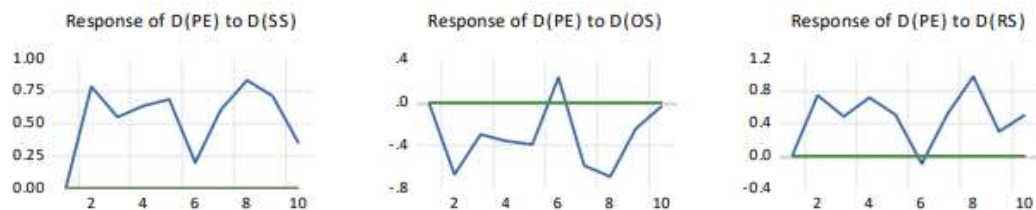
Variabel	Koefisien	t-Statistik
D(SS(-1))	7.38E-06	[18.0469]
D(OS(-1))	0.944415	[17.4497]
D(RS(-1))	0.000326	[41.0257]
D(INF(-1))	-2.543955	[-22.6848]
D(KURS(-1))	0.007009	[23.9675]
D(EKS(-1))	0.002787	[23.8394]
D(IMP(-1))	-0.002231	[-20.2023]

Sumber: Data olahan (2024)

Selanjutnya, untuk model yang diestimasi pada jangka panjang ditampilkan pada Tabel 7, diperoleh bahwa variabel saham syariah, obligasi syariah, reksadana syariah, kurs, dan ekspor berpengaruh positif secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, dilihat dari nilai *t*-statistik tiap variabel yang lebih besar dari nilai pada *t*-tabel. Artinya, apabila nilai variabel saham syariah, obligasi syariah, reksadana syariah, kurs, dan impor meningkat, maka akan meningkatkan nilai pertumbuhan ekonomi secara nasional. Sedangkan, variabel lainnya seperti inflasi dan impor tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Ini sejalan dengan penelitian Auliyatusaa'adah et al. (2021) menunjukkan bahwa saham dan reksadana syariah berpengaruh positif dan signifikan pada pertumbuhan ekonomi Indonesia periode 2013-2019.

Dari kedua estimasi model VECM tersebut, baik pada jangka pendek maupun jangka panjang, diperoleh nilai *R-Squared* sebesar 0.7963 atau 79.63%. Hal ini berarti dapat dibuktikan bahwa perubahan yang terjadi pada variabel pertumbuhan ekonomi (PE) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen yang digunakan pada penelitian ini, yaitu saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah, serta variabel makroekonomi (inflasi, kurs, ekspor dan impor). Sedangkan untuk sisanya, dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel lainnya (selain yang digunakan pada penelitian ini).

Kemudian, analisis VECM ini dilanjutkan dengan melihat grafik IRF. Hal ini dilakukan untuk mengamati respons guncangan suatu variabel terhadap kejutan dari variabel lain dalam beberapa periode terakhir. Hasil pengolahan analisis IRF pada Gambar 2 merepresentasikan respons variabel PE karena guncangan yang ditimbulkan oleh variabel pasar modal sedangkan Gambar 2 oleh variabel makroekonomi sepanjang 10 periode terakhir.



**Gambar 2. Output Analisis IRF Variabel PE terhadap Shock Variabel Pasar Modal Syariah**

Gambar 2 menunjukkan respon PE terhadap ketiga variabel pasar modal, yaitu saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah. PE memulai respons *shock* awal dengan tren positif dan menaik pada variabel saham syariah dan reksadana syariah, sedangkan langsung menurun pada obligasi syariah. Seiring bertambahnya periode, pada masing-masing variabel, tren yang ditunjukkan cukup berfluktuatif dengan pada periode keenam merupakan titik terendah akibat *shock* pada variabel saham syariah dan reksadana syariah (bahkan menyentuh angka negatif) sedangkan pada obligasi syariah menunjukkan tren positif walaupun langsung menurun setelahnya. Hingga di ujung periode, tetap menunjukkan tren yang naik turun pada ketiga variabel. Hal ini berarti, variabel PE mengalami fluktuasi respon sepanjang periode terhadap *shock* masing-masing variabel.



**Gambar 3. Output Analisis IRF Variabel PE terhadap Shock Variabel Makroekonomi**

Sementara itu, Gambar 3 menunjukkan respon PE terhadap keempat variabel makroekonomi, yaitu inflasi, kurs, ekspor, dan impor. PE memulai respon *shock* awal dengan tren positif dan menaik pada variabel inflasi dan impor, sedangkan langsung menurun pada kurs dan ekspor. Seiring bertambahnya periode, terutama sekitar periode keempat hingga kedelapan, PE merespon *shock* tersebut dengan tren yang mengalami naik turun secara signifikan pada tiap variabel, dan di ujung periode terlihat kenaikan pada inflasi dan ekspor, sedangkan kurs cenderung stabil, dan impor mengalami penurunan tetapi tetap pada angka positif. Sama halnya pada variabel pasar modal, hal ini berarti, variabel PE mengalami fluktuasi respon sepanjang periode terhadap *shock* masing-masing variabel.

Selanjutnya, analisis *Variance Decomposition* (VDC) dilakukan untuk mengetahui kontribusi masing-masing guncangan variabel independen. Tabel 8 menyajikan nilai VDC untuk variabel pertumbuhan ekonomi selama 10 periode. Hasil analisis terlihat bahwa dalam jangka pendek, misalkan periode pertama, pertumbuhan ekonomi masing dipengaruhi 100% oleh guncangan pertumbuhan ekonomi itu sendiri. Sedangkan pada periode pertama untuk keseluruhan variabel independen belum berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Pada periode kedua, fluktuasi pertumbuhan ekonomi terjadi sebesar 61.50% akibat guncangan dirinya sendiri.

**Tabel 8. Output Analisis Variance Decomposition (VDC) untuk Variabel PE**

t	S.E.	D(PE)	D(SS)	D(OS)	D(RS)	D(INF)	D(KURS)	D(EKS)	D(IMP)
1	1.9780	100.000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
2	2.5381	61.5033	9.6493	7.0421	8.8511	2.1811	8.0927	0.6631	2.0173
3	3.2953	61.0152	8.5336	5.0128	7.4430	1.3521	5.3525	9.9369	1.3539
4	3.9396	58.7269	8.5928	4.3549	8.5999	2.4802	7.2233	8.9104	1.1115
5	4.2885	59.8707	9.8552	4.5219	8.6939	2.1025	6.1197	7.8801	0.9560
6	4.4938	61.8641	9.1695	4.3775	7.9669	2.1402	5.6636	7.7792	1.0390
7	4.8435	62.0762	9.4631	5.2393	8.0074	1.8433	5.6636	6.7404	0.9666
8	5.2703	57.3505	10.5205	6.1565	10.2640	1.5572	5.7660	7.3872	0.9982
9	5.6674	57.3387	10.6997	5.5161	9.1659	1.5356	5.0292	9.6807	1.0341
10	5.9589	60.1421	10.0182	4.9931	9.0316	1.4808	4.5930	8.8032	0.9380

Sumber: Data olahan (2024)

Variabel saham syariah memberikan kontribusi pada pertumbuhan ekonomi yang cenderung meningkat seiring bertambahnya periode. Misalkan pada periode 10, saham syariah memberikan kontribusi sebesar 10.02% terhadap pertumbuhan ekonomi. Ini sejalan dengan hasil penelitian Fathurrahman & Al-Islami (2023) yang menyatakan demikian. Untuk variabel obligasi syariah, reksadana syariah, dan variabel makroekonomi memiliki kontribusi yang cenderung fluktuatif terhadap pertumbuhan ekonomi, artinya mengalami kenaikan dan penurunan seiring bertambahnya periode.

## SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, diperoleh kesimpulan bahwa variabel saham syariah, obligasi syariah, reksadana syariah, serta variabel makroekonomi seperti kurs, dan ekspor tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek. Namun, dalam jangka panjang berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia tahun 2014–2023. Sedangkan, untuk variabel lainnya seperti inflasi dan impor tidak berpengaruh secara signifikan baik dalam jangka pendek, maupun panjang. Hasil penelitian juga diperoleh bahwa, secara simultan, perubahan yang terjadi pada variabel pertumbuhan ekonomi dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen yang digunakan pada penelitian ini sebesar 79.63%.

Secara teoretik, penelitian ini memberikan kontribusi penting terhadap pengembangan ilmu ekonomi, khususnya dalam memahami hubungan jangka pendek dan panjang antara pasar modal syariah, variabel makroekonomi, dan pertumbuhan ekonomi. Hasil yang menunjukkan adanya pengaruh positif instrumen pasar modal syariah dan variabel makroekonomi dalam jangka panjang mendukung teori pertumbuhan endogen, yang menekankan bahwa investasi dalam sektor keuangan syariah dan faktor eksternal seperti ekspor dapat mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Dengan demikian, penelitian ini memperkaya literatur mengenai dampak instrumen keuangan syariah terhadap ekonomi riil, terutama dalam konteks Indonesia. Secara praktis, penelitian ini juga memberikan implikasi bagi pengambil kebijakan dan investor. Bagi pengambil kebijakan, hasil ini menjadi acuan untuk mendukung perkembangan pasar modal syariah, misalnya dengan meningkatkan literasi keuangan syariah di masyarakat serta memberikan insentif bagi penerbitan instrumen syariah seperti obligasi syariah. Kebijakan yang menjaga stabilitas kurs dan ekspor juga dapat memperkuat pertumbuhan ekonomi di jangka panjang. Bagi investor, penelitian ini menunjukkan potensi instrumen keuangan syariah sebagai pilihan investasi jangka panjang yang menjanjikan. Investor disarankan untuk mempertimbangkan investasi di pasar modal syariah mengingat kontribusinya terhadap pertumbuhan ekonomi.

Saran yang dapat diberikan adalah bagi penelitian berikutnya, diharapkan dapat menambah variabel yang berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi dan memperpanjang periode penelitian sehingga lebih representatif. Selain itu, pemerintah diharapkan dapat

berperan untuk mendukung perkembangan industri pasar modal syariah dan memberikan wawasan tentang makroekonomi kepada masyarakat. Hal ini dimaksudkan agar masyarakat lebih tertarik terhadap pasar modal syariah dan memiliki wawasan lebih tentang makroekonomi yang memengaruhi pertumbuhan ekonomi nasional.

## DAFTAR PUSTAKA

- Alamsyah, R., & Sari, S. D. M. (2023). Analisis Perubahan Kebijakan Fiskal Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia (Analysis of the Effect of Changes in Fiscal Policy on Economic Growth in Indonesia). SENAKOTA-Seminar Nasional Ekonomi Dan Akuntansi, 15, 298–316.
- Aminah, S. (2016). Analisis Pengaruh Investasi Swasta dan Pengeluaran Pemerintah Daerah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi dan Kemiskinan di Provinsi Jambi. *Jurnal Perspektif Pembiayaan Dan Pembangunan Daerah*, 4(2), 119–130. <https://doi.org/10.22437/ppd.v4i2.3587>
- Anilah, F., Kamillah, A., & Stiawan, D. (2023). Analisis Pengaruh Jumlah Uang Beredar dan Kurs Rupiah Terhadap Inflasi di Indonesia. *JIEF: Journal of Islamic Economics and Finance*, 3(2), 85–94. <https://doi.org/https://doi.org/10.28918/jief.v3i2.1124>
- Ariyanto, F., & Pramono, A. T. (2022). Implikasi Pasar Modal Syariah dan Variabel Makro Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Periode 2015-2020. *JESM: Jurnal Ekonomi Syariah Mulawarman*, 1(1), 115–121. <https://journal.feb.unmul.ac.id/index.php/JESM/article/view/10762>
- Auliyatusaa'adah, N., Handayani, D. I., & Farekha, F. (2021). Pengaruh Saham Dan Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2013-2019. *JIEF: Journal of Islamic Economics and Finance*, 1(1), 37–45. <https://doi.org/10.28918/jief.v1i1.3453>
- Fathurrahman, A., & Al-Islami, H. (2023). Pengaruh Pasar Modal Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional: Pendekatan Metode Vector Error Correction Model (Vecm). *Jurnal Tabarru': Islamic Banking and Finance*, 6(1), 111–124. [https://doi.org/10.25299/jtb.2023.vol6\(1\).12883](https://doi.org/10.25299/jtb.2023.vol6(1).12883)
- Febrianti, D. R., Tiro, M. A., & Sudarmin, S. (2021). Metode Vector Autoregressive (VAR) dalam Menganalisis Pengaruh Kurs Mata Uang Terhadap Ekspor Dan Impor Di Indonesia. *VARIANSI: Journal of Statistics and Its Application on Teaching and Research*, 3(1), 23. <https://doi.org/10.35580/variansiunm14645>
- Ginting, A. M., & Dewi, G. P. (2019). Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi dan Pertumbuhan Sektor Keuangan terhadap Pengurangan Kemiskinan di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan Publik*, 4(2), 117–130. [jurnal.dpr.go.id/index.php/ekp/article/view/167/112](http://jurnal.dpr.go.id/index.php/ekp/article/view/167/112)
- Hamzah, S., Prestianawati, S. A., & Kusmawan, M. H. (2023). Dampak Kebijakan Makroekonomi terhadap Perekonomian Indonesia. *Jurnal Ekonomika Dan Dinamika Sosial*, 2, 41–55. <https://journal.unhas.ac.id/index.php/jeds/article/download/25080/9516/84222>
- Kaltim, B. (2024). Konsep Pendapatan Nasional. <https://kaltim.bps.go.id/subject/11/produkt-domestik-regional-bruto--pengeluaran-.html#subjekViewTab1>
- Kararina, E., Wiguna, B. A., & Suhaemy, A. I. (2021). Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Resesi Ekonomi Indonesia 2020. *JIE*, 1(1), 12–24. <https://doi.org/https://doi.org/10.28918/jief.v1i1.3452>
- Mankiw, N. G. (2009). *Macroeconomics* (Seventh Ed). Worth Publishers.
- Nasrullah, F., Susyanti, J., & Sali, M. A. (2020). Pengaruh Saham Syariah, Obligasi Syariah, dan Reksadana Syariah Terhadap Reaksi Pasar Modal di Indonesia (Studi Kasus Pada Indeks Efek Syariah di Indonesia Tahun 2015-2017). *Jurnal Riset Manajemen*, 8(4), 26–38.

<http://riset.unisma.ac.id/index.php/jrm/article/view/2223/2106>

- Padi, S. (2021). PENGARUH INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG), INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI), DAN OBLIGASI SYARIAH (SUKUK) TERHADAP PERTUMBUHAN EKONOMI INDONESIA. Universitas Islam Negeri Ar-Raniry.
- Rofii, A. M., & Ardyan, P. S. (2017). Analisis Pengaruh Inflasi, Penanaman Modal Asing (Pma) Dan Tenaga Kerja Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Jawa Timur. JEB 17 Jurnal Ekonomi & Bisnis, 2(1), 303.
- Saputra, D. D., & Sukmawati, A. (2021). Pendekatan Analisis Vector Error Corretion Model (VECM) Dalam Hubungan Pertumbuhan Ekonomi Dan Sektor Pariwisata. Seminar Nasional Official Statistics, 2021(1), 120–129. <https://doi.org/10.34123/semnasoffstat.v2021i1.787>
- Sukirno, S. (2019). Makro Ekonomi Teori Pengantar Edisi Ketiga (Edisi 3). Rajawali Pers.
- Winarno, W. W. (2015). Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews (Edisi Keem). UPP STIM YKPN.
- WorldBank. (2024). DataBank Metadata Glossary GDP Growth. <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/world-development-indicators/series/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>
- Zulianita, E. (2016). Pengaruh Saham Syariah, Sukuk, Dan Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional Periode Tahun 2013 - 2022 Skripsi. UIN Syarif Hidayatullah.