

BAB II

KERANGKA TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Landasan Teori

1. Teori Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi dapat dikatakan sebagai perkembangan dalam sektor ekonomi yang berimplikasi pada peningkatan jumlah produksi barang dan jasa. Pertumbuhan ekonomi menjadi salah satu indikator tingkat ekonomi suatu negara. Bagi Indonesia yang masih dalam kategori negara berkembang dengan tingkat pertumbuhan ekonomi pada triwulan ke-II tahun 2016 mencapai 5,18%, meningkat dibanding triwulan II-2015 sebesar 4,66 persen dan triwulan I-2016 sebesar 4,91% (Badan Pusat Statistik, 2016).

Menurut Boediono (2001:35), pertumbuhan ekonomi adalah proses kenaikan *output* perkapita dalam jangka panjang. Pertumbuhan ekonomi merupakan indikator untuk melihat keberhasilan pembangunan dan merupakan syarat keharusan (*necessary condition*) bagi penurunan pengangguran.

Adapun syarat kecukupannya ialah bahwa pertumbuhan ekonomi tersebut efektif dalam mengurangi tingkat pengangguran. Artinya, pertumbuhan tersebut hendaklah menyebar di setiap golongan pendapatan, termasuk di golongan penduduk miskin. Secara langsung, hal ini berarti pertumbuhan itu perlu dipastikan terjadi di sektor-sektor di mana penduduk miskin bekerja yaitu sektor pertanian atau sektor yang padat karya. Adapun secara tidak langsung, diperlukan pemerintah yang cukup efektif mendistribusikan manfaat

pertumbuhan yang mungkin didapatkan dari sektor modern seperti jasa yang padat modal (Boediono, 1995:35).

Teori pertumbuhan ekonomi menjelaskan mengenai faktor-faktor yang menentukan pertumbuhan ekonomi dan prosesnya dalam jangka panjang, penjelasan mengenai bagaimana faktor-faktor itu berinteraksi satu dengan yang lainnya, sehingga menimbulkan terjadinya proses pertumbuhan (Lincoln, 1992:191).

Secara umum, pertumbuhan ekonomi didefinisikan sebagai peningkatan dalam kemampuan dari suatu perekonomian dalam memproduksi barang dan jasa. Dengan kata lain, pertumbuhan ekonomi lebih menunjuk pada perubahan yang bersifat kuantitatif (*quantitatif change*) dan biasanya diukur dengan menggunakan data produk domestik bruto (PDB) atau pendapatan output perkapita.

Produk domestik bruto (PDB) adalah total nilai pasar (*total market value*) dari barang-barang akhir dan jasa-jasa (*final goods and services*) yang dihasilkan di dalam suatu perekonomian selama kurun waktu tertentu (biasanya satu tahun). Tingkat pertumbuhan ekonomi menunjukkan persentase kenaikan pendapatan nasional riil pada suatu tahun tertentu dibandingkan dengan pendapatan nasional riil pada tahun sebelumnya (Muana, 2001:273-274).

Teori pertumbuhan ekonomi dapat dikatakan sebagai teori yang mengungkap faktor yang menyebabkan pendapatan perkapita mengalami

peningkatan. Dan faktor tersebut kemudian dijelaskan bagaimana dapat mempengaruhi peningkatan pendapatan perkapita dalam sebuah negara.

Adapun teori pertumbuhan ekonomi yang sedang berkembang (Sadono, 2011:243) dan digunakan dalam penelitian ini adalah:

a. Teori Pertumbuhan Ekonomi Klasik

Teori ini dikemukakan oleh para ekonom klasik yakni Adam Smith, David Ricardo, Thomas Robert Malthus dan Jhon Stual Mill. Menurut teori ini pertumbuhan ekonomi dipengaruhi oleh empat faktor, yaitu jumlah penduduk, jumlah barang modal, luas tanah dan kekayaan alam serta teknologi yang digunakan.

Teori ini mentikberatkan pada pertumbuhan jumlah penduduk. Dimana asumsi awal jika jumlah penduduk meningkat, akan merangsang pertumbuhan ekonomi melalui pendapatan perkapita. Namun, jika peningkatan jumlah penduduk tidak dapat dikendalikan akan menyebabkan fungsi marginal dalam produksi akan menurun. Dan akan membawa pendapatan perkapita sama dengan pendapatan marginal.

Teori di atas pada dasarnya berhubungan erat dengan pertumbuhan ekonomi. Sebab, menurut teori di atas, salah satu faktor yang meningkatkan pertumbuhan ekonomi adalah jumlah barang modal dengan proses pengadaan melalui akumulasi modal dan akumulasi tersebut terhimpun dalam pasar modal.

b. Teori Pertumbuhan Harrod-Domar

Teori ini dikemukakan oleh Roy F. Harrod (1984) di Inggris dan Evsey D. Domar (1957) di Amerika Serikat. Mereka menggunakan perhitungan yang berbeda, namun hasilnya sama. Sehingga keduanya menggunakan ide yang sama dan disebut teori Harrod-Domar. Teori ini melengkapi teori Keynes yang melihat jangka pendek ekonomi (kondisi statis), sedangkan Harrod-Domar melihat jangka panjang ekonomi (kondisi dinamis). Asumsi dasar teori Harrod-Domar adalah sebagai berikut:

- 1) Perekonomian bersifat tertutup
- 2) Hasrat menabung ($MPS = S$) adalah konstan.
- 3) Proses produksi memiliki koefisien yang tetap (*constant return to scale*).
- 4) Tingkat pertumbuhan angkatan kerja adalah konstan dan sama dengan tingkat pertumbuhan penduduk.

Model demikian menjelaskan bahwa perekonomian dapat tumbuh dengan kuat (*steady growth*) jangka panjang. Asumsi yang dimaksud adalah kondisi dimana barang modal telah mencapai kapasitas penuh, tabungan memiliki proporsional yang ideal dengan tingkat pendapatan nasional, rasio antara modal dengan produksi (*Capital Output Ratio/COR*) tetap perekonomian terdiri dari dua sektor ($Y = C + I$).

Dari asumsi di atas, Harrod-Domar membuat analisis mendalam dan menyimpulkan bahwa pertumbuhan jangka panjang yang baik (seluruh

kenaikan produksi dapat diserap oleh pasar) hanya tercapai apabila terpenuhi syarat-syarat keseimbangan berikut:

$$\mathbf{G = K = N}$$

Dimana:

$G = Growth$ (Tingkat Pertumbuhan *Output*)

$K = Capital$ (Tingkat Pertumbuhan Modal)

$N =$ Tingkat Pertumbuhan Angkatan Kerja

Teori Harrod-Domar ini mendasarkan pada mekanisme pasar tanpa campur tangan pemerintah. Namun, hal tersebut tidak dapat terealisasi secara benar, dan pemerintah perlu campur tangan untuk merencanakan investasi yang dapat membuat keseimbangan antara penawaran dan permintaan barang.

c. Teori Pertumbuhan Neo-Klasik

Teori ini dikembangkan oleh Robert M. Solow (1970) dan T.W. Swan (1956). Model Solow-Swan menggunakan unsur pertumbuhan penduduk, akumulasi modal, kemajuan teknologi, dan besarnya *output* yang saling berinteraksi.

Perbedaan mendasar dengan teori Harrod-Domar adalah adanya unsurnya teknologi. Perbedaan selanjutnya adalah Solow-Swan menggunakan model fungsi produksi yang memungkinkan adanya substitusi antara *capital* (K) dan tenaga kerja (L).

Teori Solow-Swan mengungkapkan bahwa keseimbangan pasar dapat tercipta secara alami, sehingga pemerintah tidak perlu terlalu banyak

campur tangan, cukup dengan kebijakan moneter dan fiskal saja. Tingkat pertumbuhan berasal dari tiga sumber yakni: (1) akumulasi modal; (2) bertambahnya penawaran tenaga kerja; dan (3) peningkatan teknologi. Teknologi yang dimaksud adalah peningkatan *skill* atau kemajuan teknik, sehingga akan meningkatkan produktifitas dan menciptakan efektifitas dan efisiensi.

2. Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah sebagai alternatif media investasi pada dasarnya menjadi peluang yang harus dimanfaatkan dan dikembangkan dengan baik. Dalam Islam, tuntunan yang diberikan bagi umatnya terdapat anjuran untuk berinvestasi atau berdagang. Sebagaimana Allah SWT telah menyampaikan dalam QS. Yusuf [12]: 46 – 49.

يُوسُفُ أَيُّهَا الصِّدِّيقُ أَفْتِنَا فِي سَبْعِ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعَ عَجَافٍ وَسَبْعِ سُنْبُلَاتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ لَّعَلِّي أَرْجِعُ إِلَى النَّاسِ لَعَلَّهُمْ يَعْلَمُونَ ﴿٤٦﴾ قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعُ شِدَادٍ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تُحْصِنُونَ ﴿٤٨﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُعَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْرِضُونَ ﴿٤٩﴾

Artinya:

“(46) (Setelah pelayan itu berjumpa dengan Yusuf dia berseru): "Yusuf, Hai orang yang amat dipercaya, Terangkanlah kepada kami tentang tujuh ekor sapi betina yang gemuk-gemuk yang dimakan oleh tujuh ekor sapi betina yang kurus-kurus dan tujuh bulir (gandum) yang hijau dan (tujuh) lainnya yang kering agar Aku kembali kepada orang-orang itu, agar mereka mengetahuinya." (47) Yusuf berkata: "Supaya kamu bertanam tujuh tahun (lamanya) sebagaimana biasa; Maka apa yang kamu tuai hendaklah kamu biarkan dibulirnya kecuali sedikit untuk kamu makan. (48) Kemudian sesudah itu akan datang tujuh tahun yang amat sulit, yang menghabiskan apa yang kamu simpan untuk menghadapinya (tahun sulit), kecuali sedikit dari (bibit gandum) yang kamu simpan. (49) Kemudian setelah itu akan datang tahun

yang padanya manusia diberi hujan (dengan cukup) dan dimasa itu mereka memeras anggur." (TQS. Yusuf [12]: 46–49)

Ayat di atas mengajarkan tentang kebolehan bagi manusia untuk menikmati yang ada di muka bumi. Namun, tidak semua yang ada di muka bumi untuk dikonsumsi, melainkan sebagian yang lain dimanfaatkan untuk dikembangkan dan diinvestasikan guna kebutuhan masa depan.

Dalam Undang-Undang (UU) Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal dalam Bab I Ketentuan Umum, Pasal 1 ayat (13), yang didalamnya disebutkan, bahwa Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.

Pasar modal syariah secara sederhana dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan sistem syariah. Hal yang dilarang untuk dilakukan di dalamnya adalah *maysir, garār & ribā* ('*magrib*').

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Sedangkan efek syariah adalah efek yang dimaksudkan dalam peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitnya memenuhi prinsip-prinsip syariah yang didasarkan atas ajaran Islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN-MUI (Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia) dalam bentuk fatwa.

Maka yang dimaksud dengan Pasar Modal Syariah adalah Pasar Modal kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek, berdasarkan prinsip syariah.

3. Prinsip Syariah Dalam Pasar Modal

Dalam Islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Al-quran dengan tegas melarang aktifitas penimbunan (*ikhthināz*) terhadap harta yang dimiliki. Untuk mengimplikasikan seruan investasi tersebut, maka harus diciptakan suatu sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan orang untuk menanamkan modalnya dalam bentuk investasi salah satu bentuk investasi adalah menanamkan hartanya di pasar modal (Roziq, 2012).

Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) Nomor 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, disebutkan bahwa prinsip syariah yang terdapat di pasar modal adalah:

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- b. Lembaga keuangan konvensional (*ribāwi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- c. Produsen, distributor serta pedagang makanan dan minuman haram.

- d. Produsen, distributor, atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *muḍārāt*.
- e. Melakukan investasi pada emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan *ribāwi* lebih dominan dari modalnya

4. Fungsi & Manfaat Pasar Modal Syariah

Fungsi dari keberadaan pasar modal syariah adalah sebagai berikut (Metwally, 1995:177):

- a. Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.
- b. Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas
- c. Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya
- d. Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- e. Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

Masalah utama yang biasa dihadapi oleh setiap perusahaan untuk mengembangkan usahanya adalah masalah permodalan. Walaupun dunia perbankan dan lembaga keuangan lainnya telah menyediakan dan membuka kesempatan kepada setiap pengusaha untuk memperoleh fasilitas modal,

namun tidak semua perusahaan dapat memperoleh kesempatan tersebut, hambatan utamanya adalah menyangkut jaminan dan agunan. Oleh karenanya pasar modal mempunyai banyak manfaat, diantaranya (Manan, 2009:33-34):

- a. Menyediakan sumber pendanaan atau pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana tersebut secara optimal.
- b. Memberikan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi (penganekaragaman, misalnya penganekaan usaha untuk menghindari ketergantungan pada ketunggalan kegiatan, produk, jasa, atau investasi).
- c. Menyediakan indikator utama (*leading indicator*) bagi tren ekonomi negara.
- d. Memungkinkan penyebaran kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah.
- e. Menciptakan lapangan kerja atau profesi yang menarik.
- f. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dengan prospek yang baik.
- g. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan risiko yang bisa di perhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi.
- h. Membina iklim keterbukaan bagi dunia usaha dan memberikan akses kontrol sosial.

- i. Mendorong pengelolaan perusahaan dengan iklim terbuka, pemanfaatan manajemen professional, dan penciptaan iklim perusahaan yang sehat.

5. Karakteristik Pasar Modal Syariah

Menurut Metwally karakteristik yang diperlukan dalam membentuk pasar modal syariah adalah sebagai berikut (Sutedi, 2011:34):

- a. Semua saham harus diperjualbelikan pada bursa efek.
- b. Bursa perlu mempersiapkan pasca perdagangan, dimana saham dapat diperjualbelikan melalui pialang.
- c. Semua perusahaan yang mempunyai saham yang dapat diperjualbelikan pada bursa efek diminta menyampaikan informasi tentang perhitungan keuntungan dan kerugian serta neraca keuntungan kepada komite manajemen bursa efek, dengan jangka waktu tidak lebih dari tiga bulan.
- d. Komite manajemen menerapkan Harga Saham Tertinggi (HST) tiap tiap perusahaan dengan interval tidak lebih dari tiga bulan sekali.
- e. Saham tidak boleh diperdagangkan dengan harga lebih tinggi dari HST.
- f. HST ditetapkan dengan rumus:
$$\frac{\text{Jumlah Kekayaan Bersih Perusahaan}}{\text{Jumlah Saham yang Diterbitkan}}$$
- g. Perdagangan saham mestinya hanya berlangsung dalam satu minggu periode perdagangan setelah menentukan HST.
- h. Perusahaan hanya dapat menerbitkan saham dalam periode perdagangan dan dengan harga HST.

Saham dan perdagangannya harus sesuai dengan prinsip-prinsip keadilan dalam Islam. Agar tercipta pasar saham yang adil, maka *shareholder* dilarang berpartisipasi dalam perdagangan dan tidak diperbolehkan untuk mempunyai orang yang bermain dalam pasar saham. Pasar saham juga harus bebas dari penipuan, praktik-praktik yang dapat merugikan investor, seperti rekayasa informasi, pelarangan *short selling*, dan pencegahan adanya *insider trading* (Rodoni & Hamid, 2008).

6. Instrumen Pasar Modal Syariah

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 40/DSN-MUI/X/2003 pasal 4 jenis efek syariah, disebutkan instrumen yang terdapat di pasar modal syariah adalah saham syariah, obligasi syariah, reksadana syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

a. Saham Syariah

Saham merupakan instrumen pasar modal yang berupa surat bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan yang melakukan penawaran umum (*go public*) dalam nominal ataupun persentase tertentu (Heykal, 2012). Di samping itu, dengan adanya aktifitas perdagangan saham di pasar sekunder pemegang saham dimungkinkan memperoleh *capital gain* yaitu selisih antara harga beli dengan harga jual saham. Namun, pemegang saham juga harus siap menghadapi risiko *capital loss* yang merupakan kebalikan dari *capital gain* serta risiko likuiditas, yaitu ketika perusahaan yang sahamnya dimiliki kemudian dinyatakan bangkrut oleh pengadilan, atau perusahaan

tersebut dibubarkan. Maka hak klaim dari pemegang saham mendapat prioritas terakhir setelah seluruh kewajiban perusahaan dapat dilunasi (dari hasil penjualan kekayaan perusahaan). Dengan demikian, keuntungan yang diperoleh dari memegang saham ini antara lain (Aziz & Budi, 2015:31):

- 1) Dividen yang merupakan bagi hasil atas keuntungan yang dibagikan dari laba yang dihasilkan emiten, baik dibayarkan dalam bentuk tunai maupun dalam bentuk saham.
- 2) *Rights* yang merupakan hak untuk memesan efek lebih dahulu yang diberikan oleh emiten.
- 3) *Capital gain* yang merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham di pasar modal.

Sedangkan saham syariah adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha maupun cara pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip prinsip syariah. Saham merupakan surat berharga yang mempresentasikan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan. Sementara dalam prinsip syariah, penyertaan modal dilakukan pada perusahaan perusahaan yang tidak melanggar prinsip prinsip syariah, seperti bidang perjudian, *ribā*, memproduksi barang haram seperti minuman beralkohol dan lain lain (Soemitra, 2009).

Saham syariah adalah kegiatan investasi berupa penyertaan modal yang dilakukan ke dalam perusahaan-perusahaan yang dalam kegiatannya tidak melanggar prinsip syariah (Heykal, 2012). Menurut Soemitra (2009)

saham syariah adalah suatu saham yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan yang telah memenuhi syarat-syarat sebagai berikut:

- 1) Jenis usaha, produk barang atau jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan yang mengeluarkan saham (emiten) atau perusahaan publik yang menerbitkan saham syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip prinsip syariah antara lain: perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang:
 - a) Lembaga keuangan konvensional (*ribāwi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
 - b) Produsen, distributor, dan penyedia barang-barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat;
 - c) Melakukan transaksi pada emiten yang pada saat transaksi tingkat hutang perusahaan kepada lembaga keuangan *ribāwi* lebih dominan daripada modalnya; dan
 - d) Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan saham syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas saham syariah yang dikeluarkan.
- 2) Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan saham syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip prinsip syariah (Fatwa DSN No. 40/2003).

b. Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal disebutkan definisi obligasi yaitu “surat berharga jangka panjang yang bersifat hutang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo”. Dari definisi tersebut, tampak berbeda antara konvensional dengan obligasi syariah. Semenjak ada fatwa MUI tentang bunga adalah haram yang disamakan dengan *ribā nasi’ah* maka instrumen yang memiliki komponen bunga (*interest bearing instruments*) ini keluar dari daftar investasi halal. Maka, dimunculkanlah alternatif investasi di konvensional berbasis bunga dengan investasi syariah berupa obligasi syariah.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah, didefinisikan sebagai suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Definisi sukuk menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor KEP-130/BL/2006 Tanggal 23 Nopember 2006 tentang penerbitan efek syariah, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan memiliki bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas:

(1) kepemilikan aset berwujud tertentu, (2) nilai manfaat dan jasa atas proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu (Darmadji & Fakhruddin, 2012:186).

Ada beberapa prosedur yang harus dilaksanakan dalam proses penerbitan sukuk yang tidak jauh berbeda dengan prosedur penerbitan obligasi secara umum. Menurut Sutedi (2009), karakteristik obligasi syariah adalah:

- 1) Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil (*nisbah*) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.
- 2) Dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak Wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin.
- 3) Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur non halal.

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) atau Organisasi Akuntan dan Auditing Institusi Keuangan Islam mengakui beberapa tipe sukuk yang berbeda berikut ini (Zamir & Mirakhor, 2008:99-100):

- 1) Sertifikat kepemilikan aset yang disewakan (*ijārah* sukuk);
- 2) Sertifikat kepemilikan hak guna: (i) aset yang ada, (ii) aset masa depan yang telah dideskripsikan, (iii) layanan pihak tertentu, dan (iv) layanan di masa depan yang telah dideskripsikan.
- 3) Sertifikat *salam*;
- 4) Sertifikat *istiṣnā'*;
- 5) Sertifikat *murābahah*;
- 6) Sertifikat *musyārahah*;
- 7) Sertifikat *muḍārabah*;
- 8) Sertifikat *muzāra'ah* (bagi hasil panen);
- 9) Sertifikat *musāqah* (irigasi); dan
- 10) Sertifikat *mugārasa* (pertanian).

Adapun jenis-jenis sukuk yaitu (Manan, 2009):

- 1) Sukuk *Muḍārabah*

Sukuk atau sertifikat *muḍārabah* dapat menjadi instrumen dalam meningkatkan partisipasi publik pada kegiatan investasi dalam suatu perekonomian.

- 2) Sukuk *Ijārah*

Sukuk *ijārah* adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa beli (*lease*), sewa dimana pembayaran *return* pada pemegang sukuk.

3) Sukuk *Istiṣnā'*

Istiṣnā' adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman di masa depan atau pembayaran dan pengiriman di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu.

4) Sekuritas/Sukuk *Salam*

Salam adalah kontrak dengan pembayaran harga di muka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya.

5) Sekuritas/Sukuk Portofolio Gabungan

Bank dapat membuat sekuritas gabungan dari kontrak *musyārakah*, *ijārah*, dan beberapa *murābahah*, *salam*, *istiṣnā'* dan *ju'ālah* (kontrak untuk melaksanakan tugas tertentu dengan menetapkan pembayaran pada periode tertentu). *Return*/risiko pada sekuritas tersebut akan bergantung pada gabungan kontrak yang dipilih.

Dari beberapa jenis sukuk yang dijelaskan di atas, di Indonesia baru hanya menggunakan dua tipe atau jenis sukuk saja. Yaitu sukuk

murābahah dan sukuk *ijārah* yang sesuai dengan keputusan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia dalam Fatwa No. 33/DSNMUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudārabah* dan Fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah *Ijārah*.

Dari banyaknya jumlah perusahaan yang bisa menjadi emiten, tidak semua emiten dapat menerbitkan sukuk. Ada beberapa syarat yang harus dipenuhi emiten agar dapat menerbitkan sukuk. Beberapa syarat penerbitan sukuk tersebut adalah (Yuliana, 2010:155-158):

- 1) Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan berbagai jenis kegiatan usaha yang dilarang karena bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah misalnya: (1) usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; (2) usaha lembaga keuangan konvensional (*ribāwi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional; (3) usaha yang memproduksi makanan dan minuman haram; (4) usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *muḍārāt*.
- 2) Peringkat *investment grade*: (1) memiliki fundamental usaha yang kuat; (2) keuangan yang kuat; (3) memiliki reputasi yang baik dalam masyarakat.
- 3) Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen *Jakarta Islamic Index (JII)*.

c. Reksadana Syariah

Reksadana syariah merupakan manifestasi dari islamisasi reksadana konvensional yang kemudian menjadi alternatif bagi masyarakat muslim dengan tujuan investasi bebas keharaman. Di sisi lain, konsep dasar reksadana syariah dibentuk guna membangun semangat investasi yang sesuai syariat Islam bagi yang memiliki waktu dan pengetahuan terbatas untuk berinvestasi. Maka tidak ada celah bagi setiap kalangan untuk berinvestasi secara syariah meskipun dana dan waktu terbatas untuk hal itu.

Menurut Fatwa DSN Nomor: 20/DSN-MUI/IX/2000 tanggal 18 April 2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah disebutkan bahwa Reksadana syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai milik harta (*ṣāhib al-māl/rabbal-māl*) dengan manajer investasi sebagai wakil *ṣāhib al-māl*, maupun antara manajer investasi sebagai wakil *ṣāhib al-māl* dengan pengguna investasi. Berdasarkan hal tersebut maka batasan untuk produk-produk yang dapat dijadikan portofolio bagi reksadana syariah adalah produk-produk investasi sesuai dengan ajaran Islam.

Dasar hukum yang melandasi terbentuknya dan terlaksananya kegiatan reksadana syariah serta pembubaran atau pengelolaannya di Indonesia adalah sebagai berikut (Widjaja, 2006:67):

- 1) Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal (UUPM).
- 2) Peraturan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) dan perjanjian pengelolaan dan penitipan atau kontrak investasi kolektif, yang tertuang dalam Surat Keputusan Bapepam-LK.
- 3) Peraturan Pemerintah.
- 4) Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia.
- 5) Fatwa DSN MUI Nomor 20/DSN-MUI/I/IV/2001 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah.

Secara umum, reksadana konvensional dan reksadana syariah hampir sama dari sisi bentuk, jenis, lembaga terkait, keuntungan dan risiko. Akan tetapi perbedaan fundamental adalah konsep dasar prinsip yang dibangun dalam reksadana syariah berbeda dengan reksadana konvensional. Berikut ini mekanisme reksadana syariah, adalah (Taufik, 2011:102-103):

- 1) Antara pemodal dan manajer investasi dilakukan sistem *wakālah*.
 - a) Pemodal memberikan mandate kepada manajer investasi untuk melaksanakan investasi bagi kepentingan pemodal sesuai dengan ketentuan yang tercantum dalam *prospektus* reksadana.
 - b) Investor secara kolektif memiliki hak atas hasil investasi tersebut dan juga menanggung risiko kerugian.

- c) Investor yang memberikan dananya akan disimpan, dijaga, dan diawasi oleh bank custodian sampai saat ditariknya kembali penyertaan tersebut.
- 2) Antara manajer investasi dengan pengguna investasi dilakukan dengan sistem *muḍārabah*.
- a) Pembagian keuntungan antara pemodal (*ṣāhib al-māl*) yang diwakili oleh manajer investasi dan pengguna investasi berdasarkan pada proporsi yang telah disepakati kedua belah pihak melalui manajer investasi sebagai wakil dan tidak ada jaminan atas hasil investasi tertentu pada pemodal.
 - b) Pemodal hanya menanggung risiko sebesar dana yang telah disetorkan.
 - c) Manajer investasi sebagai wakil tidak bertanggungjawab menanggung risiko kerugian atas investasi yang dilakukan sepanjang *tenor* bukan karena kelalaiannya (*gross negligence tafrīt*).

Laba dari investasi yang akan dibagikan harus terbebas dari unsur non-halal, sehingga ada pemilahan antara hasil investasi halal dan non-halal (*tafrīq al-ḥalāl min al-ḥarām*). Hasil investasi reksadana syariah dapat diperoleh dari beberapa sumber, yaitu:

- 1) Saham (*dividen, right, dan capital gain*)
- 2) Obligasi yang sesuai dengan syariah (bagi hasil yang diterima secara periodik dari laba emiten).

- 3) Surat Berharga Pasar yang sesuai dengan syariah (bagi hasil yang diterima dari *issuer*).
- 4) Deposito (bagi hasil yang diterima dari bank-bank syariah).

Manajer investasi dan bank custodian berhak memperoleh imbal jasa yang dihitung atas kustodian tertentu dari Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana syariah karena telah kontribusi pengelolaan investasi dan menyimpan dana secara kolektif.

7. Teori Investasi

Terdapat beberapa definisi dari investasi. Menurut Lypsey (1997), investasi adalah pengeluaran barang yang tidak dikonsumsi saat ini. Berdasarkan periode waktunya dibagi menjadi tiga yakni investasi jangka pendek, jangka menengah, dan investasi jangka panjang. Investasi adalah penanaman uang dengan harapan mendapat hasil dan nilai tambah (Webster, 1999). Sedangkan menurut Sumanto (2006), investasi merupakan komitmen sejumlah dana suatu periode untuk memperoleh pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang sebagai kompensasi unit investasi.

Dengan demikian, investasi dapat diartikan sebagai proses penanaman dana dengan komitmen pada periode tertentu untuk memperoleh pendapatan di masa mendatang sebagai kompensasi atas apa yang diinvestasikan sebelumnya. Dan teori investasi pada dasarnya berkaitan erat dengan menabung, modal, dan profit. Sehingga, teori ini sangat relevan dengan fakta empiris pasar modal khususnya pasar modal syariah.

8. Teori *Supply Leading View*

Teori ini secara umum menganggap bahwa sektor keuanganlah yang mendorong pertumbuhan ekonomi. Teori ini pada dasarnya mencari hubungan antara keuangan dan pembangunan ekonomi. Para penganut teori ini meyakini bahwa keberadaan sektor keuangan yang berperan sebagai lembaga intermediasi antara pihak yang kelebihan modal (*surplus unit*) dengan pihak yang kekurangan modal (*deficit unit*) akan menyediakan alokasi sumber-sumber pendanaan yang efisien yang nantinya akan menggerakkan sektor-sektor ekonomi dalam proses pertumbuhannya (Rama, 2013:38).

Hasil penelitian empiris yang dilakukan oleh Xu (2000), Arestis *et al.* (1996), dan Fase dan Abma (2003) menunjukkan bahwa ekspansi sektor keuangan berpengaruh secara positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Horrison *et al.* (1999) dan Blackburn dan Hung (1998) mengemukakan bahwa fungsi intermediasi lembaga sektor keuangan akan mendorong pertumbuhan ekonomi, ini dikarenakan akan mengurangi biaya dalam penilaian proyek. Jika jumlah proyek meningkat dalam perekonomian yang bertumbuh maka bank akan masuk ke dalam pasar sebagai bentuk aktivitas bank dan keuntungan akan bertambah. Pertambahan jumlah bank akan mengurangi rata-rata jarak antara bank dan debitor, mendorong spesialisasi dan mengurangi biaya intermediasi. King dan Levini (1993) adalah salah satu yang telah membuktikan bahwa pertumbuhan sektor keuangan adalah sebagai syarat untuk mencapai pertumbuhan ekonomi (Rama, 2013:39).

9. Teori *The Bi Directional Causality View*

Aliran pemikiran ekonomi ini menggambarkan hubungan dua arah atau saling mempengaruhi antara sektor perkembangan keuangan dan pertumbuhan ekonomi. Hipotesis ini menyatakan bahwa sebuah negara yang memiliki perkembangan sektor keuangan yang baik akan mendorong tingkat ekspansi ekonomi yang tinggi melalui kemajuan teknologi dan inovasi produk dan jasa (Schumpeter, 1912). Kondisi ini kemudian akan menciptakan tingkat permintaan yang tinggi terhadap produk dan layanan perbankan (Levine, 1997 dalam Rama, 2013:40).

Teori ini mengatakan bahwa pada awalnya perkembangan sektor keuangan akan menstimulasi peningkatan produksi yang pada akhirnya akan menumbuhkan perekonomian (Abduh, 2016).

B. Telaah Pustaka

Dalam sebuah penelitian, keterkaitan dengan penelitian sebelumnya menjadi salah satu kekuatan dalam teori. Penulis telah mencari berbagai literatur untuk dijadikan sebagai referensi atau melanjutkan penelitian sebelumnya. Dari berbagai literatur yang diperoleh penelitian tentang pengaruh pasar modal syariah terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia masih belum banyak. Maka, dapat dikatakan bahwa penelitian ini masih tergolong baru. Namun, setidaknya ada penelitian terdahulu yang hampir berkaitan dengan penelitian ini, diantaranya adalah:

1. Emmanuel Acquah-Sam dan King Salami (2014) melakukan penelitian tentang pengaruh perkembangan pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi di Ghana, menggunakan model *Structural Equation Model*

(SEM), metode regresi linier berganda, dan data yang digunakan yakni *quarterly time series*. Variabel dependen (terikat) adalah GDP, sedangkan variabel independen (bebas) adalah *Market Capitalization Ratio* (MKT); *Gross Capital Formation* (GFI); *Development of Financial Intermediaries* (DFI); *Capital Market Liquidity* (CML); *Foreign Direct Investment* (FDI); *Macroeconomic Stability* (INF) dan *91-Day Government Treasury Bill Rate* (T-BILLs). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa MKT dan FDI berpengaruh positif dan signifikan pada pertumbuhan ekonomi (GDP). Sementara, GFI, T-BILLs dan INF menunjukkan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi (GDP).

2. Penelitian Ainun Azhar dan Riza Yonisa Kurniawan (2013) tentang pengaruh obligasi negara dan ekspor terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Variabel independen dalam penelitian ini adalah obligasi negara dan ekspor. Variabel dependen adalah pertumbuhan ekonomi periode 2001-2012. Hasil dari penelitian ini adalah obligasi negara dan ekspor baik secara simultan maupun parsial berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia.
3. Dalam penelitian Oke, *et al.* (2012) tentang pengaruh pergerakan pasar modal pada pertumbuhan ekonomi: studi kasus di Nigeria. Data yang digunakan yakni antara tahun 1981 sampai tahun 2010 melalui metode regresi. Variabel dependen adalah GDP, sementara variabel independen adalah *Market Capitalization* (MCAP); *All Share Index* (ASI); *Value of Transactions* (VTS); *Number of Deals* (ND); dan *Inflation* (INF). Hasil

dari penelitian ini adalah MCAP dan TNI berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi di Nigeria. Sementara, ND; VTS; ASI dan INF berpengaruh negative terhadap pertumbuhan ekonomi di Nigeria.

4. Penelitian tentang peran pasar modal syariah terhadap pertumbuhan ekonomi yang dilakukan oleh Muhammad Abduh (2016) dengan tujuan melihat pengaruh pasar modal konvensional dan pasar modal syariah terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi Malaysia. Metode analisis menggunakan metode kointegrasi ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*). Peneliti menggunakan teori *The Bidirectional Relationship*. Hasil yang diperoleh adalah pasar modal konvensional tidak memberikan hubungan jangka panjang yang signifikan secara statistik, sedangkan pada pasar modal syariah sebaliknya. Hubungan yang ditampilkan bukanlah *supply-leading* ataupun *demand-borrowing*, melainkan bersifat *bi-directional* atau timbal-balik. Hal ini menunjukkan bahwa perkembangan pasar modal syariah mendorong laju pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, dan pada saat yang bersamaan, pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan akan merangsang perkembangan pasar modal syariah di negara tersebut.
5. Josiah Aduda, *et al.* (2014) melakukan penelitian tentang pengaruh peran pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi Kenya. Menggunakan data Nairobi Securities Exchange dari tahun 1992-2011 dan GDP dari *The Kenya National Bureau of Statistic* yang diolah dengan teknik analisis

regresi berganda. Variabel dependen dari penelitian ini adalah *Real GDP*, dan variabel independen adalah *Stock Market Turnover Ratio* (SMTR); *Stock Market Size* (SMS); *Bond Market Turnover Ratio* (BMTR); *Gross Domestic Product* (GDP); *Value Traded Ratio* (VTR); dan *Market Capitalization Ratio* (MCR). Hasil dari penelitian ini adalah variabel SMS, MCR, VTR, BMTR memiliki pengaruh positif signifikan terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi riil di Kenya. Sementara variabel lain tidak berpengaruh terhadap tingkat pertumbuhan riil Kenya.

6. Dalam penelitian Khairina Tambunan (2016) berjudul "*Analisis Pengaruh Investasi, Operasi Moneter dan ZIS Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia*". Data yang digunakan pada penelitian ini adalah *time series data* dengan periode dari Januari 2013-Desember 2015. Penelitian ini menemukan bahwa secara simultan menunjukkan bahwa sekitar 97,2% variabel reksadana konvensional, reksadana syariah, FASBIS, dan ZIS mempengaruhi PDB Indonesia periode Januari 2013 - Desember 2015, sedangkan 2,8% dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Secara parsial Reksadana Konvensional, FASBIS, dan ZIS memberi pengaruh terhadap PDB riil Indonesia, sedangkan reksadana syariah belum terlihat nyata terhadap PDB riil Indonesia.
7. Sabariah Nordin, dan Norhafiza Nordin (2016) meneliti tentang pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi: pada *outlook* Malaysia dengan data *time series* menggunakan model penelitian *Vector Error Correction Model* (VECM). Sementara, variabel independen adalah pasar

saham dan pasar kredit, variabel dependen adalah GDP rill. Hasil penelitian dengan model VECM adalah kedua pasar berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap ekonomi Malaysia.

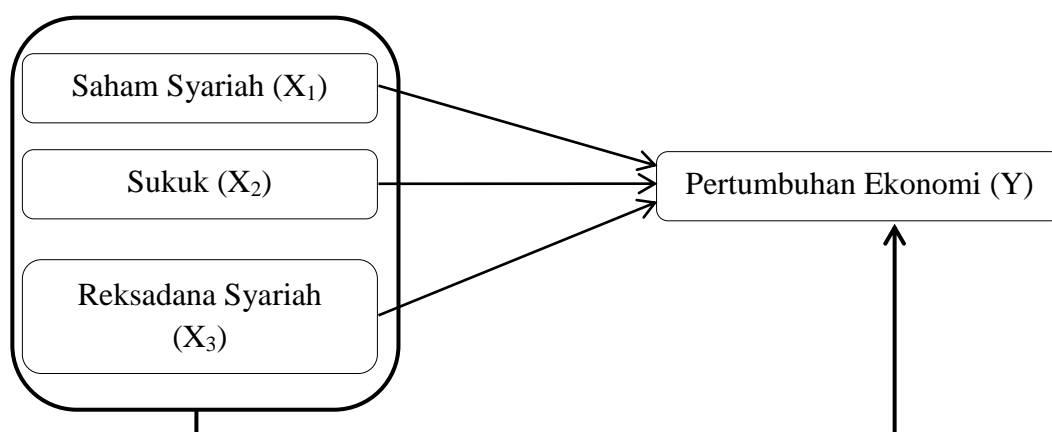
8. Penelitian Emeh Yadirichukwu dan E.E. Chigbu (2014) dengan tema pengaruh pasar modal terhadap pertumbuhan ekonomi: perspektif Nigeria. Data yang digunakan adalah data sekunder *time series* tahun 1985-2012 dengan metode multivariansi kointegrasi dan *error correction*, teknik analisis data menggunakan desain regresi. Variabel dependen adalah pertumbuhan ekonomi (GDP), sedangkan variabel independen adalah *total listing* (TOLIST), kapitalisasi pasar (MKTCAP), nilai transaksi (VALTRAN) dan *total new issues* (TONIS). Hasil menunjukkan bahwa semua variabel berpengaruh secara statistik signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi di Nigeria.
9. Najeb M.H. Masoud (2013) membuktikan dalam penelitian tentang pengaruh kinerja pasar saham terhadap pertumbuhan ekonomi. Variabel independen adalah *real GDP*, sedangkan variabel dependen adalah kinerja pasar saham, likuiditas pasar, *turnover*, *market volatility*. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar, likuiditas pasar, dan *turnover* memiliki hubungan positif signifikan terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi US, Perancis, UK, Jepang, Jerman, Switzerland, Kanada, dan Australia. Sementara variabel *market volatility* berpengaruh negatif.
10. Penelitian Ali Rahma (2013), menganalisis perbankan syariah dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Variabel dalam penelitian ini adalah

bank syariah, pasar modal, perdagangan, inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Model analisis menggunakan model *granger* yang memberikan hasil yakni adanya hubungan dua arah antara bank syariah, pasar modal, inflasi dan perdagangan terhadap pertumbuhan ekonomi.

Dari beberapa penelitian terdahulu di atas, yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah populasi dalam penelitian ini adalah pasar modal syariah yang didalamnya terdapat instrumen saham syariah, sukuk dan reksadana syariah. Dan model yang digunakan peneliti adalah model *Vector Autoregressive* (VAR) dan *Vector Error Correction Model* (VECM) untuk melihat pengaruh jangka panjang dan timbal balik (*causality*) dari variabel independen terhadap variabel dependen.

C. Kerangka Pemikiran

Untuk mempermudah memahami alur pemikiran dalam penelitian ini, dapat dilihat dalam skema berikut ini:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

D. Pengembangan Hipotesis

1. Pengaruh Saham Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Saham syariah adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha maupun cara pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah (Soemitra, 2009). Dalam teori *Supply Leading View* dinyatakan bahwa perkembangan sektor keuangan akan mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara. Sektor keuangan sebagai media intermediasi antara pihak kelebihan dana (*surplus unit*) dengan pihak kekurangan dana (*deficit unit*) akan mendorong produksi dan meningkatkan pendapatan.

Dalam proses produksi, membutuhkan biaya yang besar untuk mendorong tingkat kuantitas dan kualitas produksi. Dalam hal ini kontribusi sektor keuangan untuk memenuhi kebutuhan dari proses produksi tersebut sangat dibutuhkan. Salah satu proses mendapatkan dana untuk proses produksi dapat dilakukan dengan penjualan saham. Sehingga, ketika *output* dari produksi meningkat dan dapat memenuhi permintaan, maka pendapatan juga akan meningkat. Pendapatan ini akan berimplikasi pada kemampuan antar pihak memenuhi kebutuhannya dan pertumbuhan ekonomi akan meningkat pula.

Berdasarkan penelitian Najeb M.H. Masoud (2013) dengan variabel independen adalah *real GDP*, sedangkan variabel dependen adalah kinerja pasar saham, likuiditas pasar, *turnover*, *market volatility* menunjukkan bahwa kinerja pasar saham, likuiditas pasar, dan *turnover* memiliki hubungan positif

signifikan terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi US, Perancis, UK, Jepang, Jerman, Switzerland, Kanada, dan Australia.

Dengan demikian, saham syariah yang merupakan bagian dari kegiatan pasar modal syariah dalam lingkup pasar modal memiliki pengaruh terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi. Maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H₁ : Terdapat Pengaruh Saham syariah terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia.

2. Pengaruh Sukuk Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah, didefinisikan sebagai suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Dalam teori *Supply Leading View* dinyatakan bahwa perkembangan sektor keuangan akan mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara. Obligasi syariah atau sukuk merupakan salah satu instrumen dari pasar modal syariah. Sehingga akan memberikan kontribusi dalam pergerakan pasar. Bentuk kontribusi pergerakan pasar ini diperoleh dari *fee* atau *margin* pemegang sukuk saat mendapatkan keuntungan. Keuntungan ini yang akan meningkatkan kemampuan dalam memenuhi kebutuhan ekonomi.

Dalam penelitian Ainun Azhar dan Riza Yonisa Kurniawan (2013) berjudul “*Pengaruh Obligasi Negara dan Ekspor Terhadap Pertumbuhan*

Ekonomi di Indonesia” menunjukkan bahwa obligasi negara dan ekspor baik secara simultan maupun parsial berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Obligasi konvensional pada umumnya memiliki irisan yang sama dengan obligasi syariah (sukuk) dalam hal esensi efek. Hanya landasan dalam jual beli efek tersebut yang berbeda, di mana obligasi syariah (sukuk) dalam transaksinya dilarang mengandung unsur non-halal. Maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H₂ : Terdapat Pengaruh Sukuk Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

3. Pengaruh Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Fatwa DSN Nomor: 20/DSN-MUI/IX/2000 tanggal 18 April 2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah disebutkan bahwa Reksadana syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai milik harta (*ṣāhib al-māl*) dengan manajer investasi sebagai *wakīl ṣāhib al-māl*, maupun antara manajer investasi sebagai *wakīl ṣāhib al-māl* dengan pengguna investasi (*mudarīb*). Meskipun Reksadana Syariah secara nominal masih kecil dibandingkan saham syariah dan sukuk, pada dasarnya tetap akan memberikan keuntungan saat dana yang digunakan sebagai investasi memperoleh pendapatan dan keuntungan. Hal ini tentunya akan berdampak pada peningkatan taraf ekonomi masyarakat kalangan menengah ke bawah. Karena

Reksadana Syariah cenderung lebih diminati masyarakat menengah ke bawah dengan nominal awal investasi mulai dari Rp. 100.000,- (www.duwitmu.com 01/07/2017).

Dalam teori *The Bi Directional Causality View* menggambarkan hubungan dua arah atau saling mempengaruhi antara sektor perkembangan keuangan dan pertumbuhan ekonomi. Hipotesis ini menyatakan bahwa sebuah negara yang memiliki perkembangan sektor keuangan yang baik akan mendorong tingkat ekspansi ekonomi yang tinggi melalui kemajuan teknologi dan inovasi produk dan jasa (Schumpeter, 1912). Kondisi ini kemudian akan menciptakan tingkat permintaan yang tinggi terhadap produk dan layanan perbankan (Levine, 1997 dalam Rama, 2013:40).

Penelitian Khairina Tambunan (2016) berjudul "*Analisis Pengaruh Investasi, Operasi Moneter dan ZIS Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia*". Penelitian ini menemukan bahwa secara simultan menunjukkan bahwa sekitar 97,2% variabel reksadana konvensional, reksadana syariah, FASBIS, dan ZIS mempengaruhi PDB Indonesia periode Januari 2013-Desember 2015, sedangkan 2,8% dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Secara parsial Reksadana Konvensional, FASBIS, dan ZIS memberi pengaruh terhadap PDB riil Indonesia, sedangkan reksadana syariah belum terlihat nyata terhadap PDB riil Indonesia. Maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

H₃ : Terdapat Pengaruh Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian dan Pendekatan

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan ekplanatori. Dimana dalam penelitian kuantitatif adalah berbasis data angka yang diperoleh dalam bentuk angka, dianalisis dan ditafsirkan berdasarkan hasil analisis. Sugiyono (2012) mendefinisikan metode penelitian kuantitatif yakni sebagai metode penelitian yang berlandaskan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu.

Sedangkan pendekatan penelitian eksplanatori merupakan penelitian yang bermaksud menjelaskan kedudukan variabel-variabel yang diteliti serta hubungan antara satu variabel dengan yang lain (Sugiyono, 2012:68).

B. Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah yang bersifat general yang terdiri dari subjek atau objek dengan karakteristik tertentu ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan (Sugiyono, 2008:115). Populasi dalam penelitian ini adalah keseluruhan nilai saham syariah, sukuk, reksadana syariah yang dipublikasikan oleh OJK.

Sedangkan sampel merupakan bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 2006:118). Adapun sampel dalam penelitian ini adalah data JII berupa indeks saham syariah, sukuk, reksadana syariah dan tingkat pertumbuhan ekonomi dengan periode amatan yakni tahun Januari 2011 sampai dengan Desember 2017 dengan bentuk data triwulanan.

Teknik pengambilan sampel pada umumnya dilakukan secara random, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2012:7). Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria pengambilan sampel sebagai berikut:

1. Nilai kapitalisasi saham syariah yakni *Jakarta Islamic Index* (JII) yang tersedia sejak Januari 2011 sampai dengan Desember 2017.
2. Sukuk yang masih *outstanding*, reksadana syariah, dan pertumbuhan ekonomi yang tersedia pada periode amatan.

C. Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

Data dalam penelitian ini bersifat kuantitatif yakni data yang diukur dengan *skala numeric* (angka). Data kuantitatif pada penelitian ini berupa data runtut waktu/historis (*time series*) yaitu serangkaian nilai pengamatan dari suatu variabel dikumpulkan berdasarkan waktu yang berbeda-beda (Gujarati, 2003:25). Data penelitian ini bersumber Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui *website* resmi www.ojk.go.id untuk memperoleh data saham syariah, sukuk, dan reksadana syariah. Kemudian untuk data pertumbuhan ekonomi diperoleh dari Badan Pusat Statistik (BPS) Indonesia melalui *website* www.bps.co.id. Semua data variabel yang diperoleh berupa data *time series* triwulanan mulai dari Januari 2011-Desember 2017. Dengan cara tersebut maka pengumpulan data dalam penelitian ini termasuk dalam metode dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data yang berasal dari dokumen catatan tertulis dan juga termasuk data sekunder yaitu data yang telah diolah atau dipublikasi pihak lain.

D. Variabel Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mengeksplorasi pengaruh pasar modal syariah yang terdiri dari saham syariah, sukuk, dan reksadana syariah terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia. Dilihat secara jangka pendek dan panjang, kemudian diprediksikan instrumen-instrumen tersebut dengan kondisi ekonomi masa depan. Dengan demikian, variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel lainnya, atau disebut sebagai variabel terikat. Adapun variabel dependen dalam penelitian ini adalah pertumbuhan ekonomi dengan simbolisasi Y.

2. Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang memengaruhi variabel lainnya, atau disebut dengan variabel bebas. Adapun variabel independen dalam penelitian ini adalah:

- a) Saham syariah
- b) Obligasi syariah (*sukuk*)
- c) Reksadana syariah

E. Definisi Operasional Variabel

Adapun komponen dari masing-masing variabel di atas dapat dilihat pada tabel 3.1 berikut ini:

Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel

Variabel	Indikator	Skala
Pertumbuhan Ekonomi (Y)	Menggunakan laju pertumbuhan ekonomi Indonesia berdasarkan Produk Domestik Bruto (PDB) dengan rumus: $r(t-1, t) = \frac{PDB_t - PDB_{t-1}}{PDB_{t-1}} \times 100\%$	Rasio
Saham Syariah (X ₁)	Indeks saham syariah dihitung berdasarkan kapitalisasi pasar pada <i>Jakarta Islamic Index</i> (JII).	Rasio
Sukuk (X ₂)	Ditentukan berdasarkan nilai sukuk yang <i>outstanding</i> .	Rasio
Resadana Syariah (X ₃)	Diperoleh dari Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana Syariah dengan nominal rupiah.	Rasio

F. Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis data dengan model *Vector Autoregressive* (VAR) dan *Vector Error Correction Model* (VECM). Dimana metode ini pertama kali dimunculkan oleh Christopher Sims (1980). Data yang telah diperoleh dianalisis dengan model analisis VAR menggunakan bantuan program aplikasi *Eviews versi 8*. Tujuannya adalah untuk mengetahui seberapa besar pengaruh pasar modal syariah yang terdiri dari indeks harga saham yang terdaftar di JII, sukuk dan reksadana syariah terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia dengan periode amatan 2011–2017.

Model analisis VAR merupakan sebuah bangunan model ekonometrika runtun waktu yang bersifat tidak teoritis (Widjarno, 2007:371). Terdapat beberapa keuntungan dari penggunaan model VAR yaitu (Gudjarati, 1995:387):

1. VAR mampu melihat lebih banyak variabel dalam menganalisis fenomena ekonomi jangka pendek dan jangka panjang.
2. VAR mampu mengkaji konsistensi model empirik dengan teori ekonometrik.
3. VAR mampu mencari pemecahan terhadap persoalan variabel runtun waktu yang tidak stasioner (*non stasionary*) dan regresi semu (*spurious regression*) dalam analisis ekonometri.

Selain itu, Gujarati (1995:853) juga menyebutkan keunggulan dan keuntungan dari model VAR adalah sebagai berikut:

1. Kemudahan dalam penggunaan, tidak perlu mengkhawatirkan tentang penentuan variabel endogen dan variabel eksogen. Semua variabel dianggap sebagai variabel endogen.
2. *Forecast* atau peramalan yang dihasilkan pada beberapa kasus ditemukan lebih baik daripada yang dihasilkan oleh model persamaan simultan berbasis OLS yang kompleks.
3. *Impulse Respon Function* (IRF) memungkinkan untuk mengamati respon saat ini dan masa depan setiap variabel, akibat adanya perubahan atau *shock* yang ditimbulkan oleh variabel lain.

4. *Variance Decomposition* memberikan informasi mengenai kontribusi (persentase) perubahan variansi setiap variabel terhadap perubahan suatu variabel lain.

Untuk menjadikan aspek teoritis dan teknis dapat diinterpretasikan dengan efisien, maka penjelasan-penjelasan berikutnya difokuskan untuk menginterpretasikan hasil yang didapat dari proses pembentukan *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VD).

Dalam penelitian ini untuk mengetahui pengaruh pasar modal syariah terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia dengan model VAR, peneliti menggunakan beberapa uji yakni uji stasioneritas, uji lag optimal, uji kausalitas, dan analisis model VAR.

1. Uji Stasionaritas Data

Untuk memenuhi salah satu asumsi dalam uji kausalitas dan VAR, maka perlu terlebih dahulu dilakukan uji stasioneritas. Uji stasioneritas yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan uji akar-akar unit (*unit root test*) dengan metode *Augmented Dickey Fuller Test* (ADF Test). Harus diingat bahwa hasil uji ADF dan PP atau yang lain sangat dipengaruhi oleh panjangnya kelambanan. Panjangnya kelambanan uji akar unit ADF maupun PP bisa dilakukan melalui kriteria dari *Akaike Information Criterion* (AIC) maupun *Schwarz Information Criterion* (SIC).

Dalam analisis runtun waktu sering kali menggunakan asumsi bahwa data harus stasioner. Stasioneritas berarti bahwa tidak terdapat perubahan yang signifikan pada data. Fluktuasi data berada di sekitar suatu nilai rata-rata yang

konstan, tidak tergantung pada waktu dan varians dari fluktuasi tersebut (Makridakis, 1999:351). Bentuk visual dari plot data runtun waktu sering kali cukup meyakinkan para peneliti bahwa data yang diperoleh stasioner atau non stasioner.

Data runtun waktu dikatakan stasioner dalam rata-rata jika rata-ratanya cenderung konstan dari waktu ke waktu atau data bersifat stabil. Untuk mengatasi ketidakstasioneran data berdasarkan rata-rata (*mean*) yaitu dengan melakukan pembedaan (*differencing*). Menurut Makridakis, dkk (1999: 452) notasi yang sangat bermanfaat dalam metode pembedaan adalah operator shift mundur (*backward shift*) disimbolkan dengan B sebagai berikut:

$$BY_t = Y_{t-1} \quad (3.1)$$

Notasi B yang dipasang pada Y_t , mempunyai pengaruh menggeser data satu periode ke belakang, dua penerapan B untuk akan menggeser data tersebut dua periode ke belakang sebagai berikut:

$$B(BY_t) = B^2Y_t = Y_{t-2} \quad (3.2)$$

Apabila suatu runtun waktu tidak stasioner, maka data tersebut dapat dibuat lebih mendekati stasioner dengan melakukan pembedaan pertama. Data runtun waktu dikatakan stasioner dalam varians jika fluktuasi datanya tetap atau konstan. Sebaliknya jika data runtun waktu menunjukkan bahwa terdapat variasi fluktuasi data pada grafik maka data termasuk dalam runtun waktu yang tidak stasioner berdasarkan varians.

Untuk menstasionerkan data tidak stasioner dalam varians dapat dilakukan dengan transformasi Box-Cox (penstabilan varians). Dalam prakteknya, suatu

proses stasioner dalam rata-rata seringkali tidak memerlukan kestasioneran varians. Tetapi, proses tidak stasioner dalam rata-rata juga akan menyebabkan tidak stasioner dalam variansnya. Selain dengan cara di atas, stasioneritas data juga dapat dicari menggunakan uji akar unit (*unit roots test*) (Widarjono, 2007:376). Dalam penelitian ini, uji stasioner yang dilakukan menggunakan uji akar unit dengan metode *Augmented Dickey Fuller Test* (ADF Test) dengan alasan bahwa ADF Test telah mempertimbangkan kemungkinan adanya autokorelasi pada *error term* jika series yang digunakan non stasioner. Langkah-langkah uji akar unit dengan *menggunakan* metode ADF Test adalah sebagai berikut:

- a. Misalkan terdapat persamaan sebagai berikut:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad (3.3)$$

Dimana ρ adalah koefisien autoregresif, u_t adalah *white noise error term* yang mempunyai rata-rata sama dengan nol dan varians konstan serta ρ tidak mengandung autokorelasi. Jika $\rho = 1$, maka dapat dinyatakan bahwa variabel Y_t mempunyai akar unit. Dalam istilah ekonometrika, series yang memiliki akar unit disebut '*random walk*'. Hipotesisnya adalah:

$$H_0 : \rho = 1 \text{ (series mengandung } unit \text{ roots)}$$

$$H_1 : \rho < 1 \text{ (series tidak mengandung } unit \text{ roots)}$$

- b. Persamaan di atas dapat juga dinyatakan dalam bentuk lain (turunan pertama), yaitu:

$$\Delta Y_t = (\rho - 1) Y_{t-1} + u_t \quad (3.4)$$

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.5)$$

Dimana $\delta = (-1)$ dan Δ adalah turunan pertama atau dengan mudah dinyatakan dalam bentuk $\Delta Y_t = (Y_t - Y_{t-1})$. Sehingga hipotesisnya menjadi:

$H_0 : \delta = 1$ (series mengandung *unit roots*)

$H_1 : \delta < 1$ (series tidak mengandung *unit roots*)

Jika $\delta = 0$ maka persamaan dapat ditulis :

$$\Delta Y_t = (Y_t - Y_{t-1}) = u_t \quad (3.6)$$

Persamaan ini menunjukkan bahwa turunan pertama dari *series* yang *random walk* (u_t) adalah sebuah *series* stasioner dengan asumsi bahwa u_t adalah benar-benar *random*.

- c. Setelah didapat persamaannya, prosedur pengujian adalah dengan menghitung terlebih dahulu nilai statistik ADF. Statistik uji :

$$t_{hitung} = \beta / Se(\beta) \quad (3.7)$$

Dengan melihat nilai dari statistik ADF yang merupakan koefisien *autoregressivenya* dapat diketahui bahwa *series* mengandung *unit roots* atau tidak. Jika nilai ADF (t_{hitung}) kurang dari nilai kritis tabel *Mackinnon* dengan derajat bebas $(n-p)$, maka H_0 ditolak atau dapat dikatakan bahwa *series* telah stasioner.

2. Uji Panjang Kelambanan (*Lag*) Optimal

Pemeriksaan *lag* digunakan untuk menentukan panjang *lag* optimal yang akan digunakan dalam analisis selanjutnya dan akan menentukan estimasi parameter untuk model VAR. Hal ini disebabkan karena estimasi hubungan

kausalitas dan model VAR sangat peka terhadap panjang lag, sehingga perlu untuk melihat data kemudian menentukan ketepatan panjang lag (Widarjono, 2007:243). Untuk menentukan panjang *lag* optimal pada model VAR dapat menggunakan *Akaike Information Criteria* (AIC).

Perhitungan untuk AIC adalah :

$$AIC = \ln (RSS / n) + (2k / n) \quad (3.8)$$

dengan RSS = banyak *residual* kuadrat (*residual sum of squares*)

k = banyak parameter yang diestimasi

n = banyak observasi

Lag optimal ada pada nilai terkecil yang didapat dari perhitungan AIC (Widarjono, 2007:378). Ketika stasionaritas data sudah diketahui, langkah selanjutnya yang biasanya menjadi permasalahan dalam model VAR adalah pengukuran panjang kelambanan (*lag*) yang paling optimal. Menurut Haris (1995) yang dikutip oleh Aziz (2016:41) menyatakan bahwa apabila jumlah besaran *lag* yang digunakan terlalu sedikit maka *residual* dari regresi tidak akan menampilkan proses *white noise* sehingga model tidak dapat mengestimasi *actual error* dengan tepat. Namun sebaliknya, apabila jumlah lag yang digunakan terlalu banyak maka dapat mengurangi kemampuan untuk menolak H_0 karena tambahan parameter yang terlalu banyak akan mengurangi derajat bebas.

3. Uji Stabilitas VAR

AR Roots Table merupakan salah satu metode untuk melakukan pengujian terhadap stabilitas model VAR yang disusun. Menurut Yahya (2007) dalam

Aziz (2016), stabilitas sistem VAR dapat diketahui dari nilai *inverse roots* karakteristik polinomialnya. Hal itu dapat dilihat dari nilai modulus di bawah tabel *AR-roots*-nya. Jika nilai modulus lebih kecil dari satu maka sistem tersebut disebut stabil.

4. Uji Kointegrasi

Apabila variabel yang diuji tidak stasioner pada tingkat level, langkah selanjutnya yang harus dilakukan adalah pengujian kointegrasi. Karena keberadaan variabel non-stasioner tersebut kemungkinan besar memiliki hubungan jangka panjang antar variabel di dalam sistem VAR sehingga untuk mengetahui keberadaan hubungan antar variabel harus dilakukan uji kointegrasi (Widarjono, 2013:336). Sebagaimana dikutip dari Aziz (2016: 44) bahwa terdapat tiga cara yang dapat digunakan untuk menguji kointegrasi yaitu uji kointegrasi *Engle-Granger* (EG), uji *Cointegrating Regression Durbin Watson* (CRDW) serta uji Johansen. Adapun yang sering digunakan dalam pengujian VAR adalah uji Johansen sehingga dalam penelitian ini juga menggunakan uji ini.

Pengujian kointegrasi ini dapat menentukan model yang akan digunakan. Jika terdapat kointegrasi maka model yang digunakan adalah *Vector Error Correction Model* (VECM) sedangkan jika tidak terdapat kointegrasi menggunakan model VAR *First Difference*. Menurut Qoyum et.al (2015: 12), VECM adalah model VAR yang terbatas dan digunakan untuk variabel non-stasioner yang terkointegrasi. Keberadaannya untuk mengetahui tingkah laku jangka pendek suatu variabel terhadap perilaku jangka panjangnya.

5. Estimasi Model VAR/VECM

Sims (1986) dalam Sahabat (2009:47) menyatakan bahwa metode VAR merupakan metode lanjutan sebuah sistem persamaan simultan yang memiliki ciri pemanfaatan beberapa variabel ke dalam model bersama-sama. Tidak ada pemisahan apakah suatu variabel dikatakan endogen atau eksogen karena dalam model VAR sulit untuk menentukan secara pasti.

Metode VAR dapat mengamati pergerakan atau *trend* data-data yang diamati sehingga bisa dilakukan peramalan. Peramalan di dalam VAR merupakan sebuah ekstrapolasi nilai saat ini dan masa depan seluruh variabel dengan menggunakan seluruh informasi yang ada pada masa lalu (Widarjono, 2013:339). Jika data menunjukkan adanya kointegrasi maka model yang digunakan adalah VECM untuk menjelaskan perilaku jangka pendek variabel terhadap periode jangka panjang variabel.

6. Uji *Impulse Response Function* (IRF)

Secara individual koefisien di dalam model VAR sulit diinterpretasikan maka para ahli ekonometrika menggunakan analisis *impulse response*. *Impulse response* ini merupakan salah satu analisis penting di dalam model VAR. Analisis *impulse response* melacak respon dari variabel endogen di dalam sistem VAR karena adanya goncangan (*shocks*) atau perubahan di dalam variabel gangguan (e).

Adanya *shock* variabel gangguan e didalam persamaan GREV, misalnya mengalami kenaikan sebesar satu deviasi standart, akan mempengaruhi nilai GREV saat ini maupun di masa mendatang. Karena variabel GREV juga

muncul di dalam persamaan GEXP dan GDP maka *shocks* variabel e juga mempengaruhi GEX dan GDP. Dengan menggunakan analisis *impulse response* bisa melacak *shock* untuk beberapa periode ke depan. Model VAR yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah model dengan dua pengubah (*bivariate*). Model *bivariate* VAR dalam aplikasinya lebih sederhana. Penggunaan banyak variabel endogen lebih berisiko karena semakin banyak variabel yang akan diestimasi, derajat bebasnya juga akan semakin banyak yang hilang. Skala runtun waktu y_t dapat dituliskan dalam bentuk *autoregressive* seperti berikut ini:

$$Y_t = \alpha + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 y_{t-2} + \dots + \beta_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.12)$$

Kemudian dari persamaan *di atas*,

Vektor $(y_{1t} \ y_{2t} \ y_{3t} \ \dots \ y_{nt})$ dapat ditulis sebagai y_t

$(y_{1t-1} \ y_{12t-1} \ y_{13t-1} \ \dots \ y_{1nt-1})$ sebagai y_{1t-1}

$(y_{1t-2} \ y_{12t-2} \ y_{13t-2} \ \dots \ y_{1nt-2})$ sebagai y_{1t-2}

7. Uji *Variance Decomposition* (VD)

Variance Decomposition merupakan sebutan lain dari *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV). FEDV ini berfungsi untuk memprediksi prosentase kontribusi varians setiap variabel terhadap perubahan suatu variabel tertentu di dalam sistem VAR (Widarjono, 2013:342). FEDV juga dapat menjelaskan proporsi pergerakan suatu variabel akibat dari *shocks* variabel itu sendiri. Dampaknya tidak hanya bagi variabel tersebut, namun juga berurutan pada pergerakan variabel lain. Pada intinya FEDV menggambarkan relatif pentingnya setiap variabel di dalam sistem VAR

karena adanya *shocks*. Sedangkan IRF melacak dampak *shocks* dari variabel endogen terhadap variabel lainnya.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Analisis Menggunakan *Vector Autoregressive (VAR) & Vector Error Correction Model (VECM)*

1. Uji Stasioneritas Data

Uji stasioneritas data dapat dilakukan dengan metode grafik dan metode akar unit. Uji akar unit menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* jika nilai absolut statistik t lebih kecil dari nilai kritis (*critical value*) pada berbagai tingkat kepercayaan (1%, 5% dan 10%), maka dapat diindikasikan bahwa data tidak stasioner. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai *prob* (probabilitas) yang lebih besar dari 0,1 maka data tidak stasioner (Winarno, 2007). Sebaliknya jika nilai ADF lebih besar dari nilai kritis berbagai tingkat kepercayaan (1%, 5% dan 10%), maka tidak terdapat akar unit atau data stasioner. Adapun hasil Uji Stasioneritas data dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1 Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	t-Statistik	Probabilitas	Keterangan
PDB	-6.29773	0.0001	1 kali <i>differencing</i>
Saham	-4.814957	0.0036	1 kali <i>differencing</i>
Sukuk	-8.312142	0.0000	1 kali <i>differencing</i>
Reksadana	-4.816189	0.0040	1 kali <i>differencing</i>

Sumber: *Hasil Olah Data Eviews 8, 2018*

Berdasarkan tabel 4.1 di atas, menunjukkan bahwa setiap variabel (PDB, Saham, Sukuk, dan Reksadana) memiliki nilai statistik yang lebih besar

dibanding nilai kritis (*critical value*) pada level 10% yakni pada -6.13023. Kemudian, nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi 10% (0,1) yakni 0.0000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel PDB, Saham, Sukuk, dan Reksadana sudah tidak mengandung *unit root* atau telah stasioner pada level pertama dan turunan pertama. Sehingga dapat dilakukan uji berikutnya yakni uji *lag* optimal.

2. Uji Panjang Kelambanan (*Lag*) Optimal

Dalam analisis *Vector Autoregressive* (VAR) perlu dilakukan uji *lag* optimal. Uji ini digunakan untuk mengetahui lamanya periode keterpengaruhan terhadap suatu variabel endogen pada waktu yang lalu maupun terhadap variabel endogen yang lainnya. Penentuan *lag* optimal dapat diketahui dengan melihat nilai *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criteria* (AIC), *Schwarz Information Crition* (SC), dan *Hannan-Quin Crition* (HQ) yang paling rendah dari setiap *lag*. Pada penelitian ini hanya menggunakan *lag* maksimal 2 (dua) karena data yang digunakan adalah triwulanan sebanyak 26 sejak triwulanan tahun 2011 sampai dengan 2017. Hasil uji *lag* dapat diketahui dari tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2 Hasil Uji Kelambanan (*Lag*) Optimal

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	6.89e-08	-5.13913	-4.94558	-5.0834
1	147.2084*	2.17e-10	-10.9183	-9.950519*	-10.63960*
2	24.23999	1.97e-10*	-11.11340*	-9.37142	-10.6118

Sumber: *Hasil Olah Data Eviews 8, 2018*

Berdasarkan hasil uji *lag* optimal pada tabel 4.2 di atas dapat diketahui bahwa nilai LR paling optimal adalah pada *lag* 1 dengan nilai 147.2084, sedangkan FPE pada *lag* 2 dengan nilai $1.97e-10$. Kemudian, *lag* optimal pada AIC berada pada *lag* 2 dengan nilai -11.11340. sedangkan nilai SC paling optimal berada pada *lag* 1 yakni -9.950519. Pada HQ *lag* optimal pada *lag* 1 yakni -10.63960. Maka *lag* paling optimal berada pada *lag* 1 dan 2 yang akan digunakan pada uji berikutnya yakni uji kointegrasi.

3. Uji Kointegrasi

Apabila variabel yang diuji tidak stasioner pada tingkat level, langkah selanjutnya yang harus dilakukan adalah pengujian kointegrasi. Karena keberadaan variabel non-stasioner tersebut kemungkinan besar memiliki hubungan jangka panjang antar variabel di dalam sistem VAR sehingga untuk mengetahui keberadaan hubungan antar variabel harus dilakukan uji kointegrasi (Widarjono, 2013:336).

Ada tiga cara menguji kointegrasi, yaitu 1) Uji Kointegrasi *Engle Grenger* 2) Uji Kointegrasi *Regression Durbin Watson* 3) Uji *Johansen* (Yenni, 2015:101). Penelitian ini menggunakan uji *Johansen* dengan membandingkan nilai *trace statistic* dengan nilai kritis pada tingkat keyakinan 5% maupun 1%. Apabila nilai *trace statistic*-nya lebih kecil dibanding nilai kritis maka dapat disimpulkan bahwa kedua variabel tidak saling berkointegrasi (Winarno, 2006:117). Berikut ini adalah hasil *Johansen's Cointegration Test* pada tabel 4.3:

Tabel 4.3 Hasil Uji Kointegrasi

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.606282	54.72169	47.85613	0.0099
At most 1 *	0.575078	30.48656	29.79707	0.0416
At most 2	0.257613	8.234473	15.49471	0.4407
At most 3	0.018649	0.489464	3.841466	0.4842

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Sumber: *Hasil Olah Data Eviews 8, 2018*

Melalui uji kointegrasi *Johansen* pada tabel 4.3 di atas dapat diketahui bahwa nilai *trace statistic* > nilai *critical value* pada tingkat keyakinan 0.05 (5%). Hal ini menunjukkan bahwa semua variabel saling berkointegrasi. Kointegrasi ini ditunjukkan pula pada catatan di bawah tabel yang berbunyi “*Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level*”.

Indikator berikutnya adalah diperoleh lambang (*) pada *at most 1*. Jika terdapat tanda (***) atau (*) minimal satu, maka persamaan tersebut harus diselesaikan dengan metode VECM (*Vector Error Correction Model*) (Yenni, 2015:102). Berdasarkan uji *Johansen's Cointegration Test* terhadap kedua variabel pada sistem persamaan dapat diketahui jumlah hubungan yang mungkin terjadi pada tabel di atas bahwa terdapat:

- a. Pada *trace Test* mengidentifikasi terdapat 1 persamaan kointegrasi pada level 5%.

- b. Pada *Max Eigenvalue test* mengidentifikasi terdapat persamaan kointegrasi pada level 5%.

Dengan demikian antara variabel Saham, Sukuk, Reksadana dan PDB terdapat hubungan stabilitas keseimbangan jangka panjang dan pergerakan dalam jangka panjang. Sementara dalam jangka pendek seluruh variabel saling menyesuaikan untuk mencapai keseimbangan jangka panjang.

4. Uji Stabilitas VAR

Untuk menguji stabil atau tidaknya estimasi VAR yang telah ditentukan maka dilakukan *VAR condition Stability Check* menggunakan nilai *roots of characteristic polynomial*. Suatu model VAR dikatakan stabil jika seluruh rootsnya memiliki modulus lebih kecil dari 1 (Gujarati, 2003). Hasil uji stabilitas VAR dapat diketahui melalui tabel 4.4 berikut ini:

Tabel 4.4 Hasil Uji Stabilitas VAR

Root	Modulus
0.933386	0.933386
0.869967 - 0.236481i	0.901536
0.869967 + 0.236481i	0.901536
0.561575 - 0.336451i	0.654649
0.561575 + 0.336451i	0.654649
-0.366862 - 0.279398i	0.461141
-0.366862 + 0.279398i	0.461141
-0.375372	0.375372

Sumber: *Hasil Olah Data Eviews 8, 2018*

Dari tabel 4.4 di atas dapat diketahui bahwa nilai modulus pada masing-masing *root* yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai nilai modulus yang lebih kecil dari 1. Artinya model VAR yang digunakan dalam penelitian ini stabil.

5. Estimasi Model VECM (*Vector Error Correction Model*)

Setelah menemukan hasil pengujian kointegrasi, ternyata ditemukan adanya kointegrasi antara masing-masing variabel (PDB, Saham, Sukuk, dan Reksadana). Maka peneliti menggunakan model lanjutan yakni *Vector Error Correction Model* (VECM) untuk mengetahui tingkah laku jangka pendek suatu variabel terhadap perilaku jangka panjangnya.

Hipotesis untuk model VECM pada penelitian ini adalah:

H_0 : Variabel independen (Saham, Sukuk, dan Reksadana) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (PDB).

H_1 : Variabel independen (Saham, Sukuk, dan Reksadana) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (PDB).

Dengan wilayah H_0 tidak diterima jika nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yakni > 1.71088 atau < -1.71088 . Artinya, jika nilai statistik lebih besar dari 1.71088, maka H_1 diterima. Kemudian, jika nilai statistik lebih kecil dari -1.71088, maka H_1 juga diterima.

Adapun hasil dari estimasi model VECM variabel PDB dapat diketahui melalui tabel 4.5 berikut ini:

Tabel 4.5 Hasil Estimasi VECM PDB Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-Statistik Parsial
CointEq1	-0.179676	[-1.15162]
D(PDB(-1))	-0.081204	[1.00780]
D(PDB(-2))	0.233845	[-0.23306]
D(REKSADANA(-1))	-0.025635	[-0.37927]
D(REKSADANA(-2))	0.039742	[0.35241]
D(SAHAM(-1))	-0.042956	[-0.30773]
D(SAHAM(-2))	0.047890	[0.43980]
D(SUKUK(-1))	0.033329	[0.43670]

D(SUKUK(-2))	0.207987	[2.71229]
C	-0.016885	[-1.39525]

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Pada tabel 4.5 di atas, dapat diinterpretasikan secara statistik bahwa variabel PDB dipengaruhi oleh variabel CointEq1, Sukuk (-2) dan Constanta. Dimana nilai statistic Sukuk (-2) dan Constanta > 1.71088 atau < -1.71088 . Sehingga model yang diajukan dengan variabel signifikan adalah:

$$D(PDB) = -1.15162 * CointEq1 + 2.71229 * Sukuk(-2) - 1.39525 * C$$

Sementara, untuk estimasi VECM variabel Saham dapat diketahui melalui tabel 4.6 berikut ini:

Tabel 4.6 Hasil Estimasi VECM Variabel Saham Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-Statistik Parsial
CointEq1	0.025436	[0.07897]
D(PDB(-1))	0.765127	[1.73097]
D(PDB(-2))	0.315014	[0.65760]
D(REKSADANA(-1))	0.017619	[0.07759]
D(REKSADANA(-2))	-0.083587	[-0.35903]
D(SAHAM(-1))	0.048510	[0.16833]
D(SAHAM(-2))	0.095484	[0.42474]
D(SUKUK(-1))	-0.138131	[-0.87668]
D(SUKUK(-2))	-0.158719	[-1.00257]
C	0.041974	[1.68004]

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Berdasarkan tabel 4.6 di atas, diketahui bahwa variabel Saham secara statistik dipengaruhi oleh variabel PDB(-1) dan Constanta yang berarti nilai statistik PDB(-1) dan Constanta > 1.71088 atau < -1.71088 . Maka, model yang diajukan dengan variabel signifikan adalah:

$$D(Saham) = 1.73097 * PDB(-1) + 1.68004 * C$$

Hasil estimasi VECM variabel Sukuk dapat diketahui melalui tabel 4.7 berikut ini:

Tabel 4.7 Hasil Estimasi VECM Variabel Sukuk Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-Statistik Parsial
CointEq1	-0.422559	[-0.89763]
D(PDB(-1))	0.423572	[0.65567]
D(PDB(-2))	0.365471	[0.52202]
D(REKSADANA(-1))	0.634809	[1.91282]
D(REKSADANA(-2))	0.119568	[0.35141]
D(SAHAM(-1))	0.193917	[0.46042]
D(SAHAM(-2))	-0.282327	[-0.85930]
D(SUKUK(-1))	-0.539344	[-2.34218]
D(SUKUK(-2))	-0.055098	[-0.23814]
C	0.031059	[0.85060]

Sumber: Hasil Olah Eviews 8, 2018

Berdasarkan tabel 4.7 di atas, dapat diinterpretasikan bahwa variabel Sukuk secara statistik dipengaruhi oleh variabel Reksadana(-1) dan Sukuk(-1) yang berarti nilai statistik variabel Reksadana(-1) dan Sukuk(-1) > 1.71088 atau < -1.71088. Atas hasil estimasi ini, model yang diajukan adalah:

$$D(\text{Sukuk}) = 1.91282 * \text{Reksadana}(-1) - 2.34218 * \text{Sukuk}(-1)$$

Adapun hasil estimasi VECM variabel Reksadana dapat diketahui dari tabel 4.8 berikut ini:

Tabel 4.8 Hasil Estimasi Variabel Reksadana Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-Statistik Parsial
CointEq1	0.725428	[3.04845]
D(PDB(-1))	-0.064800	[-0.19843]
D(PDB(-2))	(0.32656)	[0.90275]
D(REKSADANA(-1))	0.319491	[2.44637]
D(REKSADANA(-2))	0.410407	[-3.92625]
D(SAHAM(-1))	-0.675315	[-0.72846]
D(SAHAM(-2))	-0.155093	[3.20311]

D(SUKUK(-1))	0.531989	[2.90881]
D(SUKUK(-2))	0.338599	[3.07978]
C	0.360209	[2.19782]

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Pada tabel 4.8 di atas, dapat diketahui bahwa hasil estimasi VECM variabel Reksadana menunjukkan variabel Reksadana dipengaruhi oleh variabel CointEq1, Reksadana(-1), Reksadana(-2), Saham(-2), Sukuk(-1), Sukuk(-2), dan Constanta. Hal ini berarti nilai statistik variabel yang mempengaruhi Reksadana > 1.71088 atau < -1.71088 . Maka model yang diajukan adalah:

$$D(\text{Reksadana}) = 3.04845 * \text{CointEq1} + 2.44637 * \text{Reksadana}(-1) - 3.92625 * \text{Reksadana}(-2) + 3.20311 * \text{Saham}(-2) + 2.90881 * \text{Sukuk}(-1) + 3.07978 * \text{Sukuk}(-2) + 2.19782 * C$$

Setelah diketahui pengaruh jangka pendek, maka selanjutnya akan diketahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen jangka panjang. Hal ini dapat diketahui melalui hasil estimasi VECM jangka panjang berikut ini:

Tabel 4.9 Hasil Estimasi VECM PDB Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	t-Statistik
SAHAM(-1)	0.531413	[2.21694]
SUKUK(-1)	-0.042628	[-0.27619]
REKSADANA(-1)	0.164192	[0.98646]

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Dari tabel 4.9 di atas dapat diketahui bahwa variabel yang mempengaruhi PDB jangka panjang pada taraf nyata 5% adalah Saham dengan nilai statistik

sebesar 2.21694. Artinya, jika terdapat kenaikan Saham, maka akan menyebabkan kenaikan PDB sebesar 2.22%.

Hal ini sesuai dengan teori *Supply Leading View* yang menyatakan bahwa keberadaan sektor keuangan yang berperan sebagai lembaga intermediasi antara pihak yang kelebihan modal (*surplus unit*) dengan pihak yang kekurangan modal (*deficit unit*) akan menyediakan alokasi sumber-sumber pendanaan yang efisien yang nantinya akan menggerakkan sektor-sektor ekonomi dalam proses pertumbuhannya (Rama, 2013:38).

Untuk mengetahui besarnya pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, dapat diketahui melalui nilai R-Square (R^2) pada masing-masing model. Model D(Saham) memiliki nilai R-Square sebesar 0.289417 atau 28.94% yang berarti variabel Saham mempengaruhi PDB sebesar 28.94%. Model D(Sukuk) memiliki nilai R-Square sebesar 0.445795 atau 44.57% yang berarti variabel Sukuk mempengaruhi PDB sebesar 44.47%. Model D(Reksadana) memiliki nilai R-Square sebesar 0.820603 atau 82.06% yang berarti variabel Reksadana mempengaruhi PDB sebesar 82.06%.

6. Uji *Impulse Response Function* (IRF)

Impulse Response Function (IRF) digunakan untuk menggambarkan tingkat laju *shock* dari variabel yang digunakan dalam penelitian. Perilaku dinamis dari model VECM dapat dilihat melalui respon dari setiap variabel terhadap *shock* dari variabel tersebut maupun terhadap variabel endogen lainnya.

Dalam model ini, respon dari perubahan masing-masing variabel dengan adanya informasi baru diukur dengan 1 standar deviasi. Sumbu horizontal merupakan waktu dalam periode hari ke depan setelah terjadinya *shock*, sedangkan sumbu vertikal adalah nilai respon. Secara mendasar dalam analisis ini akan diketahui respon positif atau negatif dari suatu variabel terhadap variabel lainnya. Respon tersebut dalam jangka pendek biasanya cukup signifikan dan cenderung berubah. Dalam jangka panjang respon cenderung konsisten dan terus mengecil. *Impulse Response Function* memberikan Gambaran bagaimana respon dari suatu variabel di masa mendatang jika terjadi gangguan pada satu variabel lainnya.

Hasil pengujian ini berupa grafik di mana grafik respon tersebut akan menunjukkan respon positif atau negatif dari variabel yang digunakan. Hasil dari *Impulse Response Function* (IRF) dapat dilihat pada tabel 4.10 berikut ini:

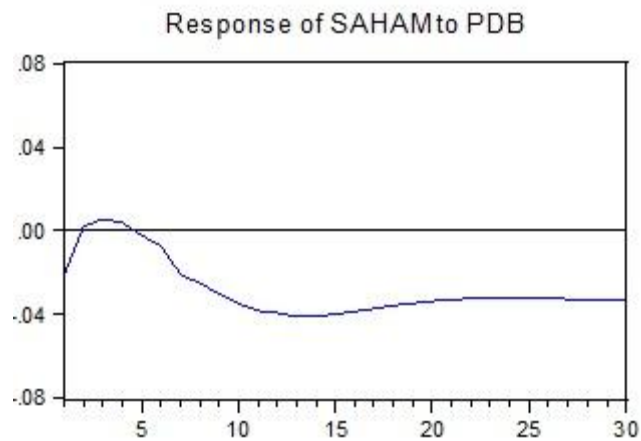
Tabel 4.10 Hasil IRF PDB

Response of PDB:				
Period	PDB	REKSADANA	SAHAM	SUKUK
1	0.031854	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.026202	-0.003529	-0.008588	0.003743
3	0.028133	0.001897	-0.011519	0.020719
4	0.021771	0.001544	-0.021230	0.008437
5	0.019739	0.002117	-0.029092	0.019993
6	0.009523	-0.000495	-0.025879	0.015743
7	0.008905	-0.003571	-0.031308	0.012562
8	0.002569	-0.007022	-0.034227	0.008138
9	-0.001041	-0.008233	-0.035373	0.009551
10	-0.004745	-0.009910	-0.036101	0.003960
11	-0.005728	-0.010802	-0.037443	0.003881
12	-0.007921	-0.011554	-0.035587	0.002279
13	-0.007322	-0.011890	-0.035050	0.001255

14	-0.007172	-0.012145	-0.034376	2.17E-05
15	-0.006348	-0.011775	-0.033384	0.000854
16	-0.005591	-0.011426	-0.032356	0.000332
17	-0.004282	-0.010957	-0.031979	0.000884
18	-0.003558	-0.010517	-0.031196	0.001338
19	-0.002581	-0.010082	-0.030809	0.001867
20	-0.001941	-0.009786	-0.030660	0.002106
21	-0.001447	-0.009496	-0.030603	0.002725
22	-0.001227	-0.009319	-0.030574	0.002934
23	-0.001040	-0.009216	-0.030766	0.003179
24	-0.001101	-0.009189	-0.030897	0.003323
25	-0.001190	-0.009202	-0.031061	0.003418
26	-0.001359	-0.009269	-0.031243	0.003361
27	-0.001542	-0.009343	-0.031405	0.003360
28	-0.001752	-0.009428	-0.031508	0.003272
29	-0.001911	-0.009510	-0.031610	0.003184
30	-0.002064	-0.009585	-0.031664	0.003092

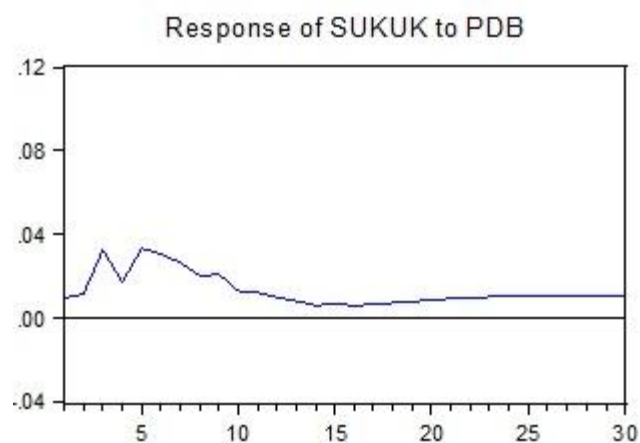
Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Pada periode 1 sampai 5, variabel Reksadana dan Saham mengalami respon positif meskipun pada periode 2 sempat negatif. Namun, dari periode 6 sampai 30, Reksadana dan Saham merespon negatif. Hal ini berbeda dengan sukuk, di mana respon sukuk sejak periode 1 hingga 30 mengalami *trend* positif. Secara eksplisit, goncangan (*shock*) masing-masing variabel terhadap PDB dapat diketahui melalui grafik 4.1, 4.2, dan 4.3 berikut ini:

Grafik 4.1 Hasil IRF Saham Terhadap PDB

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

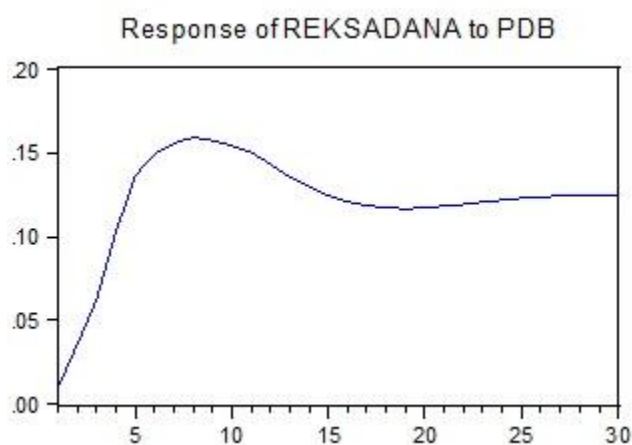
Berdasarkan grafik 4.1 di atas dapat diketahui respon Saham terhadap PDB. Saham mulai merespon *shock* dengan *trend* menuju positif pada periode 1 hingga periode 2 dan mulai bergerak pada periode 4. Sementara, pada periode 1 dan mulai periode 5 hingga 10, menunjukkan *trend* negatif. Kemudian, pada periode 20 hingga 30 telah mencapai titik keseimbangan pada *trend* negatif. Artinya, dapat dikatakan bahwa untuk mencapai titik keseimbangan dibutuhkan waktu 5 tahun dengan periode triwulanan.

Grafik 4.2 Hasil IRF Sukuk Terhadap PDB

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Pada grafik 4.2 di atas menunjukkan respon Sukuk terhadap PDB. Pada periode 1 hingga 10, Sukuk mengalami fluktuasi yang cukup tinggi. Namun pada periode 23 hingga 30 telah mengalami titik keseimbangan dengan posisi pada *trend* positif. Dapat dikatakan bahwa untuk mencapai posisi perekonomian yang seimbang, dibutuhkan waktu 5 tahun dengan bentuk data triwulanan.

Grafik 4.3 Hasil IRF Reksadana Terhadap PDB



Sumber: Hasil Olah Eviews 8, 2018

Dalam grafik 4.3 di atas, dapat diketahui bahwa respon Reksadana terhadap PDB mulai *shock* dengan *trend* positif mulai periode 1 hingga periode 8. Sedangkan periode 6 sampai dengan periode 19 mengalami penurunan. Kemudian sejak periode 20 hingga 30 telah mengalami titik keseimbangan. Dengan demikian, untuk mencapai titik keseimbangan dibutuhkan waktu sekitar 5 tahun dengan data triwulanan.

7. Uji Variance Decomposition (VD)

Variance Decomposition bertujuan untuk mengukur besarnya kontribusi atau komposisi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap

variabel dependennya. Dalam hal ini, uji *Variance Decomposition* akan melihat besarnya kontribusi atau pengaruh Saham, Sukuk, dan Reksadana terhadap PDB. Hal ini dapat diketahui melalui tabel 4.11 berikut ini:

Tabel 4.11 Hasil Uji *Variance Decomposition*

Variance Decomposition of PDB:					
Period	S.E.	PDB	REKSADANA	SAHAM	SUKUK
1	0.031854	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.042443	94.43685	0.691297	4.094078	0.777777
3	0.056200	78.92021	0.508161	6.536313	14.03532
4	0.064472	71.36944	0.443480	15.81009	12.37699
5	0.076137	57.89743	0.395301	25.93712	15.77016
6	0.082494	50.65034	0.340326	31.93447	17.07486
7	0.089640	43.88382	0.446926	39.24428	16.42497
8	0.096587	37.86924	0.913476	46.35996	14.85732
9	0.103636	32.90316	1.424506	51.91797	13.75436
10	0.110363	29.19880	2.062488	56.48140	12.25731
11	0.117246	26.11007	2.676304	60.24357	10.97005
12	0.123347	24.00347	3.295550	62.75514	9.945842
13	0.128994	22.26992	3.862908	64.76369	9.103487
14	0.134239	20.84909	4.385455	66.35946	8.406001
15	0.138976	19.66073	4.809523	67.68322	7.846523
16	0.143259	18.65503	5.162349	68.79771	7.384908
17	0.147258	17.74009	5.439375	69.82770	6.992841
18	0.150941	16.94049	5.662665	70.73323	6.663616
19	0.154416	16.21465	5.836994	71.56662	6.381731
20	0.157760	15.54962	5.976960	72.34157	6.131849
21	0.161011	14.93615	6.085902	73.06257	5.915383
22	0.164183	14.37006	6.175138	73.73390	5.720899
23	0.167329	13.83878	6.248548	74.36872	5.543952
24	0.170441	13.34213	6.313100	74.96344	5.381328
25	0.173530	12.87605	6.371516	75.52219	5.230238
26	0.176601	12.43809	6.427314	76.04844	5.086159
27	0.179653	12.02646	6.481235	76.54249	4.949812
28	0.182676	11.64089	6.534847	77.00484	4.819421
29	0.185672	11.27889	6.588023	77.43851	4.694572

30	0.188633	10.93955	6.640993	77.84423	4.575224
----	----------	----------	----------	----------	----------

Variance Decomposition of REKSADANA:

Period	S.E.	PDB	REKSADANA	SAHAM	SUKUK
1	0.048584	4.910407	95.08959	0.000000	0.000000
2	0.108283	11.89941	80.02676	1.340760	6.733072
3	0.184510	15.62612	57.82461	14.36880	12.18047
4	0.261522	23.38227	44.19772	22.17400	10.24601
5	0.333392	31.14601	36.88897	22.69905	9.265974
6	0.402741	35.08992	33.23318	21.40302	10.27389
7	0.467899	37.08146	31.72279	19.75737	11.43838
8	0.527742	38.28746	31.08278	18.08137	12.54840
9	0.582552	38.72547	30.67203	16.84800	13.75450
10	0.631137	38.97599	30.39300	15.96639	14.66462
11	0.673333	39.23067	30.24229	15.18983	15.33721
12	0.710451	39.29879	30.20415	14.51766	15.97941
13	0.743275	39.23789	30.26842	13.96573	16.52797
14	0.772509	39.14732	30.39084	13.50047	16.96137
15	0.799058	39.01892	30.52848	13.12241	17.33018
16	0.823539	38.88222	30.66706	12.82613	17.62458
17	0.846431	38.76957	30.80092	12.58440	17.84511
18	0.868275	38.66704	30.92451	12.38472	18.02373
19	0.889446	38.57212	31.03692	12.22333	18.16764
20	0.910173	38.49552	31.13628	12.08973	18.27847
21	0.930652	38.43344	31.21984	11.97771	18.36900
22	0.950992	38.38303	31.28806	11.88398	18.44492
23	0.971216	38.34658	31.34324	11.80208	18.50810
24	0.991334	38.32022	31.38736	11.72752	18.56491
25	1.011328	38.29980	31.42290	11.65867	18.61864
26	1.031148	38.28479	31.45224	11.59334	18.66963
27	1.050749	38.27320	31.47705	11.53017	18.71959
28	1.070092	38.26286	31.49879	11.46907	18.76928
29	1.089136	38.25334	31.51880	11.40975	18.81811
30	1.107859	38.24397	31.53790	11.35206	18.86607

Variance Decomposition of SAHAM:

Period	S.E.	PDB	REKSADANA	SAHAM	SUKUK
1	0.065762	9.809163	5.129444	85.06139	0.000000
2	0.094299	4.824222	4.383724	88.97442	1.817630

3	0.116705	3.382164	2.912396	90.16731	3.538125
4	0.134049	2.646213	2.208626	92.36376	2.781401
5	0.145543	2.262310	1.909946	92.01364	3.814100
6	0.151048	2.346302	1.804100	91.71409	4.135512
7	0.157634	3.892777	1.702597	90.23479	4.169838
8	0.164532	5.898619	1.717783	87.70739	4.676213
9	0.172208	8.454027	1.988468	83.72684	5.830669
10	0.180497	11.41568	2.389666	79.49942	6.695235
11	0.189890	14.39585	2.837412	74.76200	8.004736
12	0.199085	17.00871	3.276669	70.40504	9.309584
13	0.208583	19.39999	3.644232	66.56361	10.39217
14	0.217974	21.25754	3.943879	63.40404	11.39455
15	0.227119	22.63518	4.199259	60.78312	12.38244
16	0.235761	23.67113	4.397464	58.78433	13.14707
17	0.244074	24.42087	4.538672	57.22932	13.81114
18	0.251854	24.94292	4.640767	56.03638	14.37993
19	0.259232	25.33022	4.709781	55.12879	14.83121
20	0.266244	25.61035	4.754566	54.44039	15.19469
21	0.272943	25.81782	4.786197	53.88316	15.51282
22	0.279341	25.99047	4.809633	53.42753	15.77236
23	0.285530	26.14568	4.827214	53.03273	15.99437
24	0.291519	26.29247	4.843129	52.67085	16.19355
25	0.297357	26.44237	4.858924	52.32691	16.37179
26	0.303073	26.59689	4.875235	51.99467	16.53321
27	0.308694	26.75497	4.892972	51.66487	16.68719
28	0.314226	26.91672	4.912249	51.33854	16.83248
29	0.319690	27.08003	4.932429	51.01683	16.97072
30	0.325087	27.24127	4.953271	50.70141	17.10405

Variance Decomposition of SUKUK:

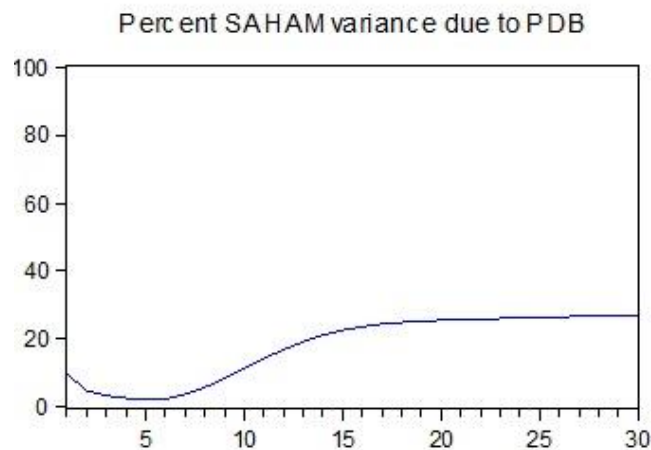
Period	S.E.	PDB	REKSADANA	SAHAM	SUKUK
1	0.096111	1.031150	8.450443	0.235981	90.28243
2	0.113454	1.753594	18.31209	0.299497	79.63482
3	0.153965	5.487367	19.82733	3.474077	71.21123
4	0.186042	4.623552	20.88627	2.384978	72.10520
5	0.212730	5.983479	21.27190	1.861267	70.88336
6	0.232720	6.757508	21.40816	1.994230	69.84010
7	0.257458	6.599902	20.79243	2.057159	70.55051
8	0.275721	6.296559	20.90864	2.201526	70.59327
9	0.293814	6.056418	20.72689	2.760654	70.45603

10	0.310084	5.617502	20.52574	3.077357	70.77940
11	0.324804	5.259919	20.33934	3.377154	71.02359
12	0.337475	4.958161	20.19175	3.780880	71.06921
13	0.350191	4.657645	19.97560	4.130755	71.23600
14	0.361633	4.395466	19.84671	4.397734	71.36009
15	0.372574	4.174087	19.72862	4.676072	71.42122
16	0.383075	3.972906	19.62693	4.886241	71.51393
17	0.393277	3.797720	19.54671	5.040310	71.61526
18	0.403019	3.649101	19.49443	5.175391	71.68108
19	0.412729	3.517715	19.44378	5.282004	71.75651
20	0.422225	3.401802	19.41167	5.356716	71.82981
21	0.431590	3.303307	19.38798	5.421312	71.88740
22	0.440838	3.215783	19.36873	5.473220	71.94227
23	0.449998	3.137888	19.35208	5.513575	71.99646
24	0.458995	3.068514	19.33974	5.550804	72.04095
25	0.467892	3.005190	19.32605	5.586263	72.08250
26	0.476648	2.945816	19.31315	5.618706	72.12233
27	0.485262	2.890529	19.30020	5.651546	72.15772
28	0.493729	2.838009	19.28675	5.684762	72.19048
29	0.502057	2.787816	19.27261	5.717382	72.22220
30	0.510233	2.739907	19.25878	5.749992	72.25132

Cholesky Ordering: PDB REKSADANA SAHAM SUKUK

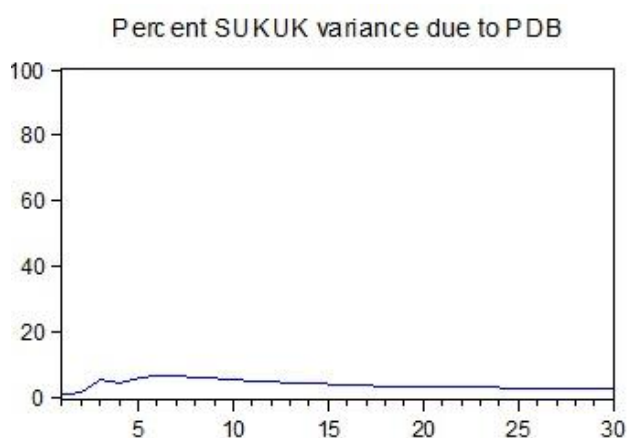
Sumber: *Hasil Olah Data Eviews 8, 2018*

Pada tabel 4.11 di atas, dapat diketahui bahwa PDB dipengaruhi oleh *shock* PDB itu sendiri pada periode 1. Sedangkan variabel lainnya masih fluktuatif. Secara eksplisit dapat diketahui pada grafik-grafik di bawah ini:

Grafik 4.4 Hasil VD Saham Terhadap PDB

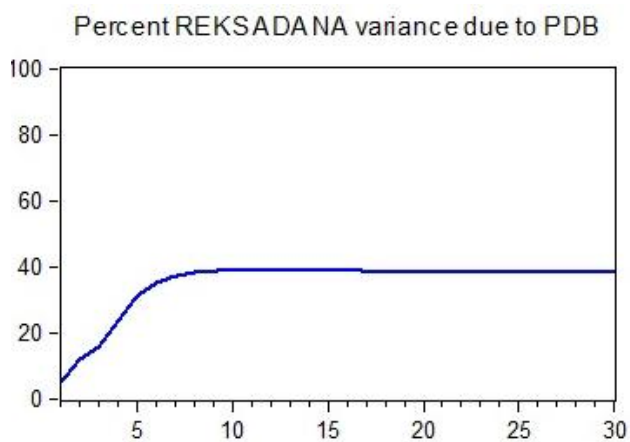
Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Berdasarkan grafik 4.4 di atas, pada periode 1 sampai dengan periode 6 variabel Saham mempengaruhi PDB masih dalam level 15.8%. Sedangkan pada periode sejak periode 10 sampai dengan periode 15 mengalami peningkatan hingga level 26%. Level ini bertahan hingga periode ke 30 yang berada pada level 20% - 30%. Artinya, pada periode 1 sampai dengan periode 10, pengaruh Saham terhadap PDB masih relatif kecil dalam kisaran 15.8%. Kemudian pengaruh tersebut meningkat pada periode 16 dan bertahan hingga periode ke 30 pada level 20% - 30%.

Grafik 4.5 Hasil VD Sukuk Terhadap PDB

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Komposisi pengaruh Sukuk terhadap PDB dapat diketahui melalui grafik 4.5 di atas. Di mana pengaruh Sukuk terhadap PDB pada periode 1 sampai dengan periode ke 10 dalam kisaran 14%. Kemudian pengaruh Sukuk terhadap PDB mengalami penurunan dimulai pada periode ke 10 sampai dengan periode ke 30 pada level 7%. Hal ini menunjukkan bahwa peran Sukuk dalam mempengaruhi kondisi PDB masih tergolong kecil. Dengan kata lain, sukuk berpengaruh terhadap PDB namun tidak secara signifikan.

Grafik 4.6 Hasil VD Reksadana Terhadap PDB

Sumber: *Hasil Olah Eviews 8, 2018*

Pada grafik 4.6 di atas terlihat bahwa porsi pengaruh Reksadana terhadap PDB lebih besar dibandingkan Saham dan Sukuk sebelumnya. Di mana, pada periode 1 sampai dengan 6 mengalami peningkatan pada level 4% sampai dengan 35%. Hal ini bertahan sejak periode 7 sampai dengan periode 30 pada level 38.2%. Artinya, porsi pengaruh Reksadana tergolong besar yakni 38.2% terhadap kondisi PDB.

B. Pembahasan

1. Pengaruh Saham Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Saham syariah merupakan sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha maupun cara pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip prinsip syariah (Soemitra, 2009). Berdasarkan hasil analisis data pada sub bab sebelumnya dapat diketahui melalui uji kointegrasi pada tabel 4.6 bahwa saham syariah sebagai salah satu instrumen pasar modal syariah memiliki hubungan jangka panjang. Hal ini dilatarbelakangi oleh investor cenderung menaruh harapan keuntungan (*expected return*) pada jual beli saham syariah yang diperuntukkan pada investasi jangka panjang. Terlebih kondisi saham syariah tidak terlepas dari pengaruh ekonomi makro seperti arus perpolitikan. Kemudian, karakteristik dari saham syariah meskipun bersifat *floating*, namun tingkat keuntungan berbanding lurus dengan risiko yang ditanggung oleh investor. Dengan demikian, minat masyarakat cenderung pada investasi

jangka panjang dengan perolehan profit yang tinggi dan sejalan dengan garis syariah.

Sementara, dalam uji *Impulse Response Function* ditemukan bahwa perubahan saham syariah akan memberikan guncangan kepada PDB pada periode 1 sampai dengan 10. Untuk mencapai titik keseimbangan dibutuhkan waktu sekitar 5 tahun. Sementara, melalui uji *Variance Decomposition* ditemukan bahwa peran atau kontribusi saham syariah terhadap perubahan PDB sebesar 20% sampai dengan 30% pada periode 10 sampai dengan periode 30. Dengan demikian, jika saham syariah mengalami perkembangan, dapat mempengaruhi kondisi PDB.

Saham syariah sebagai bagian dari instrumen keuangan saat digunakan untuk optimalisasi kinerja perusahaan dalam bentuk peningkatan kuantitas dan kualitas produksi, akan memberikan tambahan pendapatan dan keuntungan. Peningkatan kuantitas dapat diinisiasi dengan pengadaan mesin produksi yang memiliki kemampuan produksi yang lebih besar dibandingkan dengan tenaga manusia secara langsung. Sedangkan peningkatan kualitas dapat ditopang dengan kemajuan teknologi yang digunakan perusahaan. Hal ini tentu didukung proses pengadaan sumber daya tersebut melalui dana yang besar dan relatif likuid. Jika perusahaan berhasil meningkatkan kuantitas dan kualitas produksi, yang artinya dapat memenuhi permintaan pasar, tentunya akan memberikan *income* yang lebih besar. Dengan demikian, keuntungan perusahaan akan lebih besar, dan kemampuan pihak yang berkontribusi dalam proses tersebut akan meningkat guna memenuhi kebutuhan baik primer,

sekunder, maupun tersier. Dengan kata lain, kemampuan beli masyarakat akan meningkat dan akan berimplikasi pada pertumbuhan ekonomi.

Hasil ini sesuai dengan teori *Supply Leading View* yang menyatakan bahwa perkembangan sektor keuangan akan mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara. Sektor keuangan sebagai media intermediasi antara pihak kelebihan dana (*surplus unit*) dengan pihak kekurangan dana (*deficit unit*) akan mendorong produksi dan meningkatkan pendapatan. Hal ini diperkuat dengan penelitian Gunawan (2012) yang menyebutkan bahwa nilai saham yang diperdagangkan berpengaruh secara signifikan dalam jangka panjang. Sementara Norhafiza Nordin (2016) menyatakan bahwa pasar saham berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi di Malaysia. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa secara signifikan saham berpengaruh terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi suatu negara. Sedangkan saham syariah merupakan bagian dari instrumen keuangan syariah yakni pasar modal, di mana pasar modal merupakan bagian dari pasar modal global.

Saham syariah tidak hanya memberikan pengaruh jangka panjang. Berdasarkan hasil estimasi VECM pada tabel 4.8 menunjukkan bahwa saham dipengaruhi oleh PDB, ditunjukkan oleh nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yakni $1.73097 > 1.71088$. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel Saham Syariah dan PDB memiliki hubungan dua arah, meskipun dalam *tenor* yang berbeda. Pengaruh PDB terhadap saham syariah secara *short term* tentunya dilatarbelakangi oleh para investor cenderung memperhatikan kondisi ekonomi suatu negara sebelum menanamkan modalnya guna investasi. Hal ini dilakukan supaya ia

mendapatkan *income* atas modal yang telah ditanamkan pada negara tersebut. Sehingga, hal inilah yang menyebabkan PDB mempengaruhi pergerakan saham syariah.

2. Pengaruh Sukuk Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Tujuan penerbitan sukuk diantara sebagai diversifikasi sumber pembiayaan, mengelola pembiayaan dan memperluas basis investasi. Upaya tersebut telah dilaksanakan di Indonesia. Di mana pada tahun 2017, sukuk korporasi yang *outstanding* senilai Rp. 14.259 Milyar.

Berdasarkan hasil estimasi VECM, sukuk berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi (PDB) jangka pendek pada lag ke-2. Hal ini ditunjukkan dengan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yakni $2.71229 > 1.73097$ yang artinya H_0 tidak diterima. Sementara sukuk tidak menunjukkan pengaruh jangka panjang terhadap PDB. Pengaruh ini disebabkan oleh pencairan Sukuk yang relatif didominasi jangka pendek. Artinya, implikasi dari dana pencairan tersebut dapat dirasakan secara langsung dan tentunya akan berdampak pada kemampuan individu dalam meningkatkan pendapatan. Dampak yang cenderung lebih tampak diketahui adalah saat pencairan Sukuk dialokasikan pada sektor pembangunan infrastruktur, selanjutnya akan membuka lapangan kerja dan meningkatkan taraf pembangunan di daerah tujuan.

Kemudian, berdasarkan hasil IRF dan VD, perubahan sukuk akan memberikan guncangan (*shock*) terhadap PDB sejak periode ke 1 sampai dengan periode 15. Sementara pada periode 16 sampai dengan 20 mulai

mencapai titik keseimbangan. Kemudian, pada periode 20 sampai dengan periode 30 akan mencapai titik keseimbangan dengan kondisi yang stabil.

Hasil ini sesuai dengan teori *Supply Leading View* yang menyatakan bahwa perkembangan sektor keuangan akan memberikan pengaruh terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi suatu negara. Jika merujuk pada esensi tujuan diterbitkannya sukuk yakni sebagai instrumen memperluas ekspansi investasi dapat dipahami bahwa dengan sukuk dapat meningkatkan pendapatan pelaku ekonomi. Di mana dalam transaksi sukuk tidak hanya berdasarkan pada basis syariah, namun dapat digunakan sebagai *profit instrument* tanpa menggeser prinsip syariah.

Motif ini dapat memunculkan kemampuan persamaan sukuk dengan saham syariah. Saat perusahaan berusaha mendongkrak pendapatan melalui produksi, sukuk dapat digunakan untuk pencapaian target tersebut. Terlebih dalam mekanismenya, sukuk memiliki berbagai macam jenis. Artinya dengan sukuk, berbagai transaksi yang bertujuan *profit* (keuntungan) dapat dijalankan seperti sewa-menyewa (*ijarah*), usaha (*mudharabah*), pertanian (*salam*), produksi (*istihna'*) dan sebagainya. Sehingga perkembangan sukuk akan mengalami peningkatan signifikan.

Hasil penelitian ini ditopang oleh penelitian Azhar dan Kurniawan (2013) yang menemukan bahwa obligasi negara berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, baik secara simultan maupun secara parsial. Kemudian Tya Ryandini (2013) juga menyebutkan bahwa Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) berpengaruh positif dan

signifikan baik ditinjau secara jangka panjang (*long term*) maupun jangka pendek (*short term*).

3. Pengaruh Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Dalam Fatwa DSN-MUI Nomor Nomor: 20/DSN-MUI/IX/2000 tanggal 18 April 2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah Pasal 1 Angka 6 disebutkan bahwa Reksadana syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*ṣāhīb al-māl/rabb al-māl*) dengan manajer investasi sebagai wakil *ṣāhīb al-māl*, maupun antara manajer investasi sebagai wakil *ṣāhīb al-māl* dengan pengguna investasi.

Pada tabel 4.10 menunjukkan bahwa reksadana syariah tidak berpengaruh terhadap PDB. Namun, reksadana syariah berpengaruh terhadap reksadana (-1), reksadana (-2), saham (-2), sukuk (-1), dan sukuk (-2) yang ditunjukkan dengan nilai $t_{tabel} < t_{hitung}$. Namun, berdasarkan hasil uji IRF, reksadana syariah memberikan respon positif sejak periode 1 sampai dengan periode 19. Sementara pada periode 20 sampai dengan periode 30 mengalami respon positif yang stabil. Kemudian, berdasarkan hasil uji VD menunjukkan porsi respon terhadap PDB cukup besar mulai dari periode 20 sampai dengan periode 30 pada kisaran 30%.

Reksadana Syariah yang memiliki karakteristik dana investasi yang kecil, lebih mudah diakses oleh masyarakat kalangan menengah ke bawah. Namun, setelah peneliti menganalisis dan mengeksplor secara komprehensif, ternyata

masyarakat Indonesia masih belum memahami produk keuangan syariah di antaranya Reksadana Syariah. Sehingga, masyarakat cenderung enggan dalam berinvestasi melalui Reksadana Syariah meskipun sudah ada keinginan untuk berinvestasi. Maka, perlu adanya edukasi dan sosialisasi lebih efektif kepada masyarakat berkaitan dengan mekanisme Reksadana Syariah. Di samping itu, implikasi dari Reksadana Syariah masih belum terlalu dirasakan dalam proses pertumbuhan dan pembangunan ekonomi karena level investasinya relatif kecil.

Hasil penelitian di atas diperkuat dengan hasil penelitian Tambunan (2016) yang menyatakan bahwa reksadana syariah belum menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia periode 2013 sampai dengan 2015. Dengan demikian, hasil empiris ini tidak sesuai dengan teori dan H_1 tidak diterima. Hal ini disebabkan oleh kondisi pertumbuhan ekonomi yang mengalami penurunan dalam 5 tahun terakhir, sementara pertumbuhan reksadana syariah terus mengalami peningkatan. Di samping itu, reksadana syariah dengan skala investasi yang kecil tidak direspon baik oleh masyarakat Indonesia. Karena para investor cenderung lebih berminat untuk “bermain” investasi dengan skala besar seperti saham syariah dan sukuk.

Namun, berdasarkan hasil uji kointegrasi ditemukan bahwa terdapat hubungan stabilitas keseimbangan jangka panjang dan pergerakan dalam jangka panjang. Sementara dalam jangka pendek seluruh variabel saling menyesuaikan untuk mencapai keseimbangan jangka panjang. Hasil ini sesuai dengan Tambunan (2016) yang menyebutkan bahwa secara simultan

(bersama-sama), reksadana konvensional, reksadana syariah, FASBIS, dan ZIS mempengaruhi PDB Indonesia periode Januari 2013-Desember 2015, sedangkan 2,8% dijelaskan oleh faktor-faktor lain.