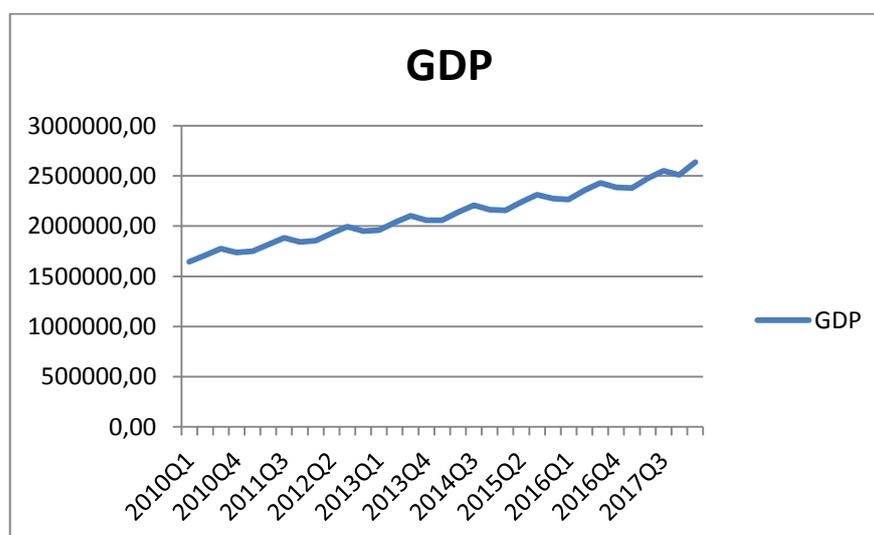


BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum

1. Perkembangan Pertumbuhan ekonomi



Gambar 4.1

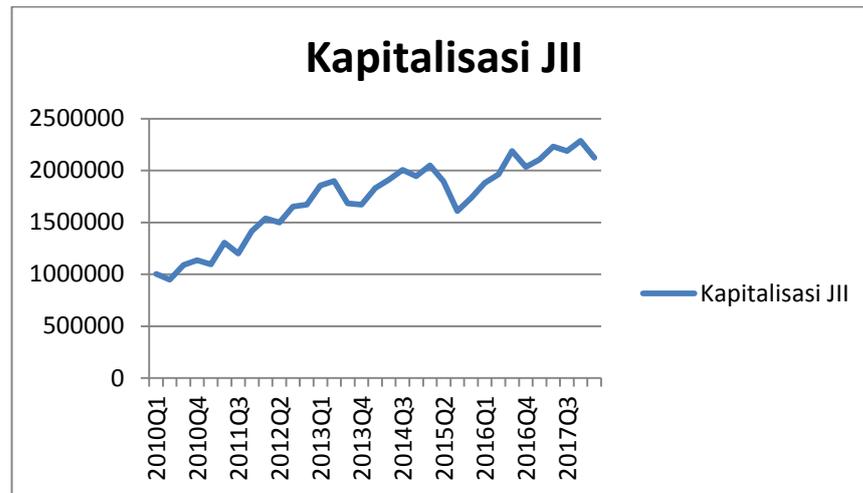
Perkembangan pertumbuhan ekonomi

Pada gambar 4.1 perkembangan pertumbuhan ekonomi dari tahun ke tahun terus meningkat, dapat dilihat dari kuartal I 2010 sebesar 1643256,30 triliun. Pada kuartal I 2011 meningkat sebesar 1748731,20 triliun. Pada kuartal I tahun 2012 meningkat sebesar 1929018,70 triliun dan terus meningkat sampai kuartal I 2018 mencapai 2637137,90 triliun.

2. Perkembangan Pasar Modal Syariah

Langkah awal dimulainya pasar modal syariah di Indonesia adalah dengan diterbitkannya reksadana syariah pada tanggal 25 Juni 1997 diikuti dengan diiterbitkannya obligasi syariah pada akhir tahun 2002 dan pada tanggal 3 Juli 2000 telah hadir *Jakarta Islamic Index (JII)* yang diluncurkan oleh Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan PT. Danareksa Investmen Management, dimana saham-saham yang tercantum dalam indeks ini sudah ditentukan oleh Dewan Syariah. Untuk bisa masuk dalam JII antara lain perusahaan tidak boleh bergerak dibidang tembakau, alkohol, perjudian, pelacuran, pornografi, makanan dan minuman yang diharamkan, lembaga keuangan ribawi dan lain-lain.

Secara formal, peluncuran pasar modal syariah resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003. Dimana pada kesempatan itu ditandatangani Nota kesepahaman antara Bapepam dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), yang dilanjutkan dengan nota kesepahaman antara DSN-MUI dengan SROs (*Self Regulatory Organization*).



Gambar 4.2

Perkembangan Kapitalisasi JII

Pada gambar 4.2 dapat dilihat perkembangan kapitalisasi JII pada kuartal I 2010 sampai dengan kuartal I 2018 terus meningkat. Dibuktikan pada kuartal I 2010 sebesar 1003550 triliun meningkat sampai kuartal II 2013 sebesar 1897516 triliun. Akan tetapi pada kuartal IV 2013 mengalami penurunan sebesar 1671004 triliun. Pada kuartal I 2014 sampai kuartal I 2015 naik kembali. Pada kuartal III 2015 mengalami penurunan kembali sebesar 1609934 triliun. Pada kuartal IV 2015 terus mengalami peningkatan sampai kuartal I 2018.

B. Uji Kualitas Instrumen dan Data

1. Uji Stasioner

Langkah awal sebelum melakukan pengujian VECM, terlebih dahulu dilakukan pengujian terhadap stasionaritas data masing-masing variabel baik yang merupakan dependen maupun independen untuk

mendapatkan estimasi VECM. Stasionaritas data diperlukan karena dapat mempengaruhi hasil pengujian estimasi VECM. Persamaan regresi menggunakan variabel-variabel yang tidak stasioner, akan menghasilkan apa yang disebut lancung atau *spurious regression* (Winarno, 2015). Untuk mendeteksi stasioner atau tidaknya masing-masing data variabel, maka digunakan uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*). Kriteria uji dalam ADF ini membandingkan antara nilai statistik dengan nilai kritikal dalam tabel dickey Fuller. Data bersifat stasioner apabila nilai ADF statistik lebih kecil dari nilai *Mc Kinnon Critical Value*, sedangkan data yang bersifat non-stasioner apabila nilai ADF statistik lebih besar dari nilai *Mc Kinnon Critical Value*. Adapun uji stasioner ADF masing-masing variabel ditunjukkan oleh tabel berikut :

TABEL 4.1

Hasil Uji Akar Unit

Variables	Level			First Difference		
	ADF Value	Mc Kinnon Critical Value 5%	Probabilitas	ADF Value	Mc Kinnon Critical Value 5%	Probabilitas
LOGGDP	2.314481	-2.971853	0.9999	-8.135319	-2.967767	0.0000
LOGKPS JII	-1.895772	-2.957110	0.3300	-6.874331	-2.960411	0.0000
LOGRDS	1.191362	-2.957110	0.9974	-4.514924	-2.960411	0.0011
LOGM2	-4.568082	-2.986225	0.0014	-8.119699	-2.960411	0.0000
BIR	-1.290356	-2.960411	0.6213	-3.641542	-2.960411	0.0105

Uji stasioner pada data level berdasarkan hasil dari tabel 4.1 dapat dilihat bahwa GDP, KPSJII, RDS, M2, Suku Bunga BI tidak stasioner pada level karena nilai ADF pada variabel-variabel tersebut lebih besar dari nilai kritis Mc Kinnon untuk tingkat kritis 5%. Kondisi variabel yang tidak stasioner maka perlu dilanjutkan pada uji akar unit pada *first difference*. Konsekuensi dari tidak terpenuhinya stasioneritas pada tingkat level atau derajat nol atau $I(0)$ maka akan dilakukan derajat integrasi. Data didifferensiasikan di uji ini dalam derajat tertentu sampai semua data menjadi stasioner pada derajat yang sama. Dari hasil uji stasioneritas maka seluruh variabel lolos uji pada tingkat *first difference*.

2. Uji Panjang Lag Optimal

Langkah selanjutnya dalam analisis VECM adalah dengan melakukan uji panjang *Lag Optimum*. Penentuan jumlah *lag* dalam model VECM ditentukan pada kriteria informasi yang direkomendasikan oleh nilai terkecil dari *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn* (HQ). Dari uji *Lag* dalam penelitian ini menunjukkan tanda bintang *Lag* yang ditetapkan sebagai *Lag Optimum*. Panjang *Lag* yang diikuti sertakan dalam penelitian adalah mulai dari 0 sampai dengan *Lag 2*.

TABEL 4.2Pengujian Panjang *Lag* (Menggunakan Nilai LR)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	178.6524	NA	6.46e-12	-11.57683	-11.34329*	-11.50212
1	209.8399	49.00001	4.39e-12	-11.98933	-10.58813	-11.54107
2	255.0579	57.27609*	1.33e-12*	-13.33719*	-10.76833	-12.51539*

Berdasarkan tabel 4.2 diatas, dapat dilihat bahwa panjang *lag* optimal adalah 2, karena pengujian panjang *lag* ditentukan dari banyaknya jumlah bintang pada satu baris yang direkomendasikan dari masing–masing kriteria uji *Lag* optimum.

3. Pengujian Stabilitas VAR

Pengujian stabilitas model merupakan langkah selanjutnya yang harus dilakukan sebelum menggunakan estimasi VAR. Pengujian stabilitas model digunakan untuk menguji validasi IRF dan VDC. Pengujian stabilitas VAR dapat ditunjukkan dalam tabel 4.3 sebagai berikut :

TABEL 4.3

Uji Stabilitas Melalui VAR

Root	Modulus
$-0.044164 - 0.957682i$	0.958700
$-0.044164 + 0.957682i$	0.958700
-0.835239	0.835239
0.768100	0.768100
$-0.480611 - 0.443819i$	0.654188
$-0.680611 + 0.443819i$	0.654188
$0.398679 - 0.474634i$	0.619856
$0.399530 + 0.474634i$	0.619856
$0.041384 - 0.226542i$	0.230291
$0.041384 + 0.226542i$	0.230291

Dari tabel 4.3 dapat dijelaskan bahwa model yang digunakan sudah stabil pada lag optimalnya, yaitu lag 2. Jadi, estimasi VAR yang akan digunakan untuk analisis IRF dan VD stabil dan Valid.

4. Uji Kointegrasi

Tahap selanjutnya yang harus dilalui dalam estimasi VECM adalah pengujian kointegrasi. Pengujian kointegrasi bertujuan untuk mengetahui hubungan dalam jangka panjang pada masing-masing variabel, karena syarat untuk estimasi VECM adalah ada hubungan kointegrasi didalamnya. Penelitian ini menggunakan metode

johansen's cointegration test. Hasil uji kointegrasi ditunjukkan oleh tabel 4.4 sebagai berikut:

TABEL 4.4

Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesized No. Of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None*	0.940623	147.8428	69.81889	0.0000
At most 1*	0.687845	63.12753	47.85613	0.0010
At most 2	0.383207	28.19991	29.79707	0.0755
At most 3	0.299308	13.70327	15.49471	0.0914
At most 4	0.299308	3.032646	3.841466	0.0816

Dari tabel 4.4 diatas, uji kointegrasi dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *johansen* dengan membandingkan *trace statistic* dengan nilai kritis sebesar 5 persen. Jika *trace statistic* lebih besar dari dibandingkan nilai kritisnya, maka terdapat kointegrasi dalam sistem persamaan tersebut. Hasil pengujian kointegrasi berdasarkan *trace statistic* diatas menunjukkan bahwa model memiliki 2 (dua) *rank* terkointegrasi pada taraf nyata lima persen. Hal tersebut dapat terbukti dari nilai *trace staitisic* 147.8428, dan 63.12753 lebih besar dari *critical value* 0,05, yaitu 69.81889, dan 47.85613. Dengan demikian, dari hasil kointegrasi mengidentifikasi bahwa variabel – variabel yang digunakan memiliki hubungan dalam

jangka panjang satu dengan yang lainnya. Oleh karena itu, estimasi VECM dalam penelitian ini dapat digunakan.

5. Uji Kasualitas Granger

Uji Kasualitas Granger digunakan untuk mengetahui hubungan sebab akibat dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Taraf uji yang digunakan dalam uji kasualitas grager ini jika nilai probabilitas kurang dari 5 persen, artinya variabel tersebut mempunyai hubungan kasualitas. Hasil kasualitas grager ditunjukkan dalam tabel 4.5 sebagai berikut :

TABEL 4.5

Uji Kasualitas Granger

H0	Lag 2	
	F-Statistic	Prob
LOGKPSJII does not Granger Cause LOGGDP	1.34380	0.2784
LOGGDP does not Granger Cause LOGKPSJII	1.68742	0.2046
LOGRDS does not Granger Cause LOGGDP	3.40377	0.0487
LOGGDP does not Granger Cause LOGRDS	4.60512	0.0194
LOGM2 does not Granger Cause LOGGDP	7.68970	0.0024
LOGGDP does not Granger Cause LOGM2	6.86968	0.0040
BIR does not Granger Cause LOGGDP	0.88799	0.4236
LOGGDP does not Granger Cause BIR	1.21359	0.3134
LOGRDS does not Granger Cause LOGKPSJII	0.32364	0.7264
LOGKPSJII does not Granger Cause LOGRDS	1.13052	0.3382
LOGM2 does not Granger Cause LOGKPSJII	1.18151	0.3228

LOGKPSJII does not Granger Cause LOGM2	1.29997	0.2897
BIR does not Granger Cause LOGKPSJII	2.04824	0.1493
LOGKPSJII does not Granger Cause BIR	0.02655	0.9738
LOGM2 does not Granger Cause LOGRDS	0.78380	0.4672
LOGRDS does not Granger Cause LOGM2	0.16248	0.8509
BIR does not Granger Cause LOGRDS	5.19831	0.0126
LOGRDS does not Granger Cause BIR	0.81853	0.4521
BIR does not Granger Cause LOGM2	0.10329	0.9022
LOGM2 does not Granger Cause BIR	0.59596	0.5584

Dari tabel 4.5 diatas, dapat dijelaskan bahwa yang memiliki hubungan kasualitas adalah variabel dengan nilai probabilitas lebih kecil dari α 0,05. Pada tabel tersebut diketahui bahwa variabel kapitalisasi pasar saham syariah (KPSJII) secara signifikan tidak mempengaruhi pertumbuhan ekonomi (GDP) dengan probabilitas $0.2784 > 0,05$, dalam kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara kapitalisasi pasar saham syariah dengan pertumbuhan ekonomi. Hal yang sama ditunjukkan oleh pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kapitalisasi pasar syariah. Dketahui secara statistik variabel pertumbuhan ekonomi secara signifikan tidak mempengaruhi kapitalisasi saham syariah dengan probabilitas $0.2046 > 0,05$. Dengan kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara pertumbuhan ekonomi dengan kapitalisasi pasar saham syariah. Dengan demikian, disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kasualitas anatra variabel kapitalisasi pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi dimana

variabel pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap kapitalisasi pasar saham syariah, keadaan berlaku sebaliknya dimana tidak terdapat hubungan kasualitas antara pertumbuhan ekonomi dengan kapitalisasi pasar saham syariah.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh reksa dana syariah (RDS) terhadap pertumbuhan ekonomi (GDP). Pada tabel diatas diketahui bahwa reksa dana Syariah (RDS) secara signifikan signifikan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi (GDP) dengan probabilitas $0.0487 < 0,05$, sehingga dengan kata lain, terdapat hubungan kasualitas antara reksa dana syariah dengan pertumbuhan ekonomi. hal yang sama ditunjukkan pengaruh pertumbuhan ekonomi dengan reksa dana syariah. Secara statistik variabel pertumbuhan ekonomi signifikan mempengaruhi variabel reksa dana syariah dengan probabilitas $0.0194 < 0,05$, dengan kata lain terdapat hubungan kasualitas antara pertumbuhan ekonomi dengan reksa dana syariah. Dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kasualitas antara variabel reksa dana syariah terhadap pertumbuhan ekonomi, dimana variabel reksa dana syariah berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh jumlah uang beredar (M2) dan pertumbuhan ekonomi (GDP). Pada tabel diatas diketahui bahwa variabel jumlah uang beredar (M2) secara signifikan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi (GDP) dengan probabilitas $0.0024 < 0,05$

dengan kata lain, terdapat hubungan kasualitas antara jumlah uang beredar dengan pertumbuhan ekonomi. Hal sama ditunjukkan pengaruh pertumbuhan ekonomi dengan jumlah uang beredar. Diketahui secara statistik pertumbuhan ekonomi secara signifikan mempengaruhi jumlah uang beredar dengan probabilitas $0.0194 < 0,05$ dengan kata lain, terdapat hubungan kasualitas antara variabel pertumbuhan ekonomi dengan jumlah uang beredar. Dalam hal ini, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kasualitas antara variabel jumlah uang beredar dengan pertumbuhan ekonomi, dimana variabel jumlah uang beredar berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh oleh Suku Bunga BI (BIR) dan pertumbuhan ekonomi (GDP). Pada tabel diatas diketahui bahwa variabel Suku Bunga BI (BIR) secara tidak signifikan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi (GDP) dengan probabilitas $0.4236 > 0,05$ dengan kata lain, tidak terdapat terdapat hubungan kasualitas antara Suku Bunga BI dengan pertumbuhan ekonomi. Hal yang sama ditunjukkan pengaruh pertumbuhan ekonomi dengan Suku Bunga BI. Diketahui secara statistik pertumbuhan ekonomi secara tidak signifikan mempengaruhi Suku Bunga BI dengan probabilitas $0.3134 > 0,05$ dengan kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara variabel pertumbuhan ekonomi dengan Suku Bunga BI. Dalam hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak ada hubungan kasualitas antara variabel Suku

Bunga BI dengan pertumbuhan ekonomi, dimana variabel pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap Suku Bunga BI, dan keadaan juga berlaku sebaliknya.

Hal yang sama ditunjukkan oleh reksa dana syariah (RDS) dan kapitalisasi pasar saham syariah (KPSJII). Pada tabel diatas diketahui bahwa reksa dana syariah (RDS) secara tidak signifikan mempengaruhi kapitalisasi pasar saham syariah (KPSJII) dengan probabilitas $0.7264 > 0,05$, dengan kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara reksa dana syariah dan kapitalisasi pasar saham syariah. Hal yang sama ditunjukkan peengaruh variabel kapitalisasi pasar saham syariah terhadap reksa dana syariah. Diketahui secara statistik variabel kapitalisasi pasar saham syariah tidak signifikan mempengaruhi variabel reksa dana syariah dengan probabilitas $0.3382 > 0,05$ dengan kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara variabel kapitalisasi pasar saham syariah dengan reksa dana syariah. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kasualitas antara reksa dana syariah dan kapitalisasi pasar saham syariah , dimana variabel reksa dana syariah tidak berpengaruh terhadap kapitalisasi pasar saham syariah, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh jumlah uang beredar (M2) terhadap kapitalisasi pasar saham syariah (KPSJII). Pada tabel diatas diketahui bahwa jumlah uang beredar (M2) secara tidak signifikan mempengaruhi kapitalisasi pasar saham syariah (KPSJII) dengan

probabilitas $0.3228 > 0,05$, sehingga dengan kata lain tidak terdapat hubungan kasualitas antara jumlah uang beredar dengan kapitalisasi pasar saham syariah. hal yang sama variabel kapitalisasi pasar saham syariah dengan jumlah uang beredar. Secara statistik variabel kapitalisasi pasar saham syariah tidak signifikan mempengaruhi variabel jumlah uang beredar dengan probabilitas $0.2897 > 0,05$, dengan kata lain tidak terdapat hubungan kasualitas anatra kapitalisasi pasar saham syariah dengan jumlah uang beredar. Dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kasualitas antara variabel jumlah uang beredar terhadap kapitalisasi pasar saham syariah, dimana variabel jumlah uang beredar tidak berpengaruh terhadap kapitalisasi pasar saham syariah, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh Suku Bunga BI (BIR) terhadap kapitalisasi pasar saham syariah (KPSJII). Pada tabel diatas diketahui bahwa Suku Bunga BI (BIR) secara tidak signifikan mempengaruhi kapitalisasi pasar saham syariah (KPSJII) dengan probabilitas $0.1493 > 0,05$, sehingga dengan kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara Suku Bunga BI dengan kapitalisasi pasar saham syariah. hal yang sama ditunjukkan pengaruh kapitalisasi pasar saham syariah dengan Suku Bunga BI. Secara statistik variabel kapitalisasi pasar saham syariah tidak signifikan mempengaruhi variabel Suku Bunga BI dengan probabilitas $0.9738 > 0,05$, dengan kata lain tidak terdapat hubungan kasualitas anatra kapitalisasi pasar saham syariah dengan

Suku Bunga BI. Dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kasualitas antara variabel Suku Bunga BI terhadap kapitalisasi pasar saham syariah, dimana variabel Suku Bunga BI tidak berpengaruh terhadap kapitalisasi pasar saham syariah, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh jumlah uang beredar (M2) terhadap reksa dana syariah (RDS). Pada tabel diatas diketahui bahwa jumlah uang beredar (M2) secara tidak signifikan mempengaruhi reksa dana syariah (RDS) dengan probabilitas $0.4672 > 0,05$, sehingga dengan kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara jumlah uang beredar dengan reksa dana syariah. hal yang sama ditunjukkan pengaruh reksa dana syariah dengan jumlah uang beredar. Secara statistik variabel reksa dana syariah tidak signifikan mempengaruhi variabel jumlah uang beredar dengan probabilitas $0.8509 > 0,05$, dengan kata lain tidak terdapat hubungan kasualitas antara reksa dana syariah dengan jumlah uang beredar. Dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kasualitas antara variabel jumlah uang beredar terhadap reksa dana syariah, dimana variabel jumlah uang beredar tidak berpengaruh terhadap reksa dana syariah, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh Suku Bunga BI (BIR) terhadap reksa dana syariah (RDS). Pada tabel diatas diketahui bahwa Suku Bunga BI (BIR) secara signifikan mempengaruhi reksa dana syariah

(RDS) dengan probabilitas $0.0126 < 0,05$, sehingga dengan kata lain terdapat hubungan kasualitas antara Suku Bunga BI dengan reksa dana syariah. hal yang berbeda ditunjukkan pengaruh reksa dana syariah dengan Suku Bunga BI. Secara statistik variabel reksa dana syariah tidak signifikan mempengaruhi variabel Suku Bunga BI dengan probabilitas $0.4521 > 0,05$, dengan kata lain tidak terdapat hubungan kasualitas antara reksa dana syariah dengan Suku Bunga BI. Dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kasualitas antara variabel Suku Bunga BI terhadap reksa dana syariah, dimana variabel Suku Bunga BI berpengaruh terhadap reksa dana syariah, keadaan tidak berlaku sebaliknya dimana tidak terdapat hubungan kasualitas antara keadaan berlaku sebaliknya dimana tidak terdapat hubungan kasualitas antara pertumbuhan ekonomi dengan kapitalisasi pasar saham syariah. dengan Suku Bunga BI.

Pengaruh yang ditunjukkan oleh Suku Bunga BI (BIR) terhadap jumlah uang beredar (M2). Pada tabel diatas diketahui bahwa Suku Bunga BI (BIR) secara tidak signifikan mempengaruhi jumlah uang beredar (M2) dengan probabilitas $0.9022 > 0,05$, sehingga dengan kata lain, tidak terdapat hubungan kasualitas antara Suku Bunga BI dengan jumlah uang beredar. hal yang sama ditunjukkan pengaruh jumlah uang beredar dengan Suku Bunga BI. Secara statistik variabel jumlah uang beredar tidak signifikan mempengaruhi variabel Suku Bunga BI dengan probabilitas $0.5584 > 0,05$, dengan kata lain tidak terdapat

hubungan kasualitas anatra jumlah uang beredar dengan Suku Bunga BI. Dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kasualitas antara variabel Suku Bunga BI terhadap jumlah uang beredar, dimana variabel Suku Bunga BI tidak berpengaruh terhadap jumlah uang beredar, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

6. Intrepretasi Hasil Estimasi VECM (Vector Error Correction Model)

Setelah melakukan serangkaian uji tahap pra estimasi, yaitu uji stasioner data, penentuan panjang lag, uji kointegrasi, dan stabilitas VECM, dan dalam faktanya terdapat dua *rank* kointegrasi dalam taraf uji 0,05 (5 persen) dalam penelitian ini. Maka model analisis yang digunakan, yaitu VECM (*Vector Error Correction Model*). Penggunaan VECM sesuai dengan masalah dalam penelitian ini, yaitu untuk mengidentifikasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut hasil estimasi VECM dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6

TABEL 4.6

Hasil Estimasi VECM (*Vector Error Correction Model*) Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	T statistic
CointEq 1	-0.522157	[-5.00557]
D(LOG(GDP(-1)))	-0.073425	[-0.91562]
D(LOG(GDP(-2)))	-0.632940	[-5.66237]
D(LOG(KPSJII(-1)))	-0.036322	[-1.44581]

D(LOG(KPSJII(-2)))	-0.064454	[-2.38590]
D(LOG(RDS(-1)))	-0.062303	[-2.98348]
D(LOG(RDS(-2)))	-0.045088	[-2.40951]
D(LOG(M2(-1)))	-0.108695	[-1.03503]
D(LOG(M2(-2)))	-0.428874	[-5.68855]
D(BIR(-1))	-0.003823	[-0.89029]
D(BIR(-2))	-0.014723	[-3.29189]
C	0.046895	[8.83357]

Pada tabel 4.6, dapat dijelaskan bahwa dalam jangka pendek terdapat 5 variabel signifikan pada taraf nyata lima persen. Variabel yang signifikan dalam taraf lima persen adalah kapitalisasi pasar saham syariah pada *lag* 2, reksa dana syariah pada *lag* 1 dan *lag* 2, jumlah uang beredar dan Suku Bunga BI pada *lag* 2.

Dalam estimasi jangka pendek pada estimasi VECM menunjukkan bahwa variabel kapitalisasi pasar saham syariah pada *lag* 2 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi yaitu sebesar -0.64. Artinya apabila ada terjadi setiap kenaikan kapitalisasi pasar saham syariah sebesar 1 persen pada 2 tahun sebelumnya, maka akan menurunkan pertumbuhan ekonomi pada tahun sekarang sebesar 0.64. Hasil analisis menunjukkan bahwa, nilai t-statistik parsial variabel kapitalisasi pasar saham syariah pada *lag* 2 sebesar -2.38590 atau lebih kecil dari -2,07 yang artinya variabel

kapitalisasi pasar saham syariah berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek pada estimasi VECM menunjukkan bahwa variabel reksa dana syariah pada *lag* 1 dan 2 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, yaitu sebesar -0.062 dan 0.045. Artinya apabila ada terjadi setiap kenaikan reksa dana syariah sebesar 1 persen pada 1 dan 2 tahun sebelumnya, maka akan menurunkan pertumbuhan ekonomi pada tahun sekarang sebesar 0.062 dan 0.045. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel reksa dana syariah pada *lag* 1 dan 2 sebesar -2.98348 dan -2.40951 atau lebih kecil dari -2,07 yang artinya variabel reksa dana syariah berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek pada estimasi VECM menunjukkan bahwa variabel jumlah uang beredar pada *lag* 2 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi yaitu sebesar -0.42. Artinya apabila ada terjadi setiap kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1 persen pada 2 tahun sebelumnya, maka akan menurunkan pertumbuhan ekonomi pada tahun sekarang sebesar 0.42. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel jumlah uang beredar pada *lag* 2 sebesar -5.68855 atau lebih kecil dari -2,07 yang artinya variabel jumlah uang beredar berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek pada estimasi VECM menunjukkan bahwa variabel Suku Bunga BI pada *lag* 2 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi yaitu sebesar -0.014. Artinya apabila ada terjadi setiap kenaikan Suku Bunga BI sebesar 1 persen pada 2 tahun sebelumnya, maka akan menurunkan pertumbuhan ekonomi pada tahun sekarang sebesar 0.014. Hasil analisis menunjukkan bahwa, nilai t-statistik parsial variabel Suku Bunga BI pada *lag* 2 sebesar -3.29189 atau lebih kecil dari -2,07 yang artinya variabel Suku Bunga BI secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek.

Selanjutnya dalam jangka panjang diketahui variabel Kapitalisasi Pasar Saham Syariah, Reksa Dana Syariah, Jumlah uang beredar dan Suku Bunga BI berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Secara lengkap, hasil estimasi VECM dalam jangka panjang ditunjukkan dalam tabel 4.7 sebagai berikut:

TABEL 4.7

Hasil Estimasi VECM (*Vector Error Correction Model*) Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	T statistic
LOG(KPSJII(-1))	-0.087817	[-2.57046]
LOG(RDS(-1))	-0.112944	[-6.92566]
LOG(M2(-1))	-0.153377	[-3.34007]
BIR(-1)	0.009512	[3.21119]

Tabel 4.7 menjelaskan bahwa kapitalisasi pasar saham syariah pada *lag* 1 berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi, yaitu sebesar 0,08. Artinya, apabila terjadi kenaikan kapitalisasi pasar saham syariah sebesar 1 persen pada tahun sebelumnya, maka akan menaikkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0,08 persen. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel kapitalisasi pasar saham syariah pada *lag* 1 sebesar -2.57046 atau lebih kecil dari -2,07 yang artinya variabel kapitalisasi pasar saham syariah berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.

Estimasi jangka panjang pada estimasi VECM menunjukkan bahwa reksa dana syariah pada *lag* 1 berpengaruh negatif signifikan sebesar -0.11 persen artinya, ketika reksa dana syariah naik 1 persen pada tahun sebelumnya maka akan menurunkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0.11. Hasil menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel reksa dana syariah pada *lag* 1 sebesar -6.92566 atau lebih kecil dari -0.27 yang artinya, variabel reksa dana syariah berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.

Estimasi jangka panjang pada estimasi VECM menunjukkan bahwa jumlah uang beredar pada *lag* 1 berpengaruh negatif signifikan sebesar -0.15 persen artinya, ketika jumlah uang beredar naik 1 persen pada tahun sebelumnya maka akan menurunkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0.15. Hasil menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel

jumlah uang beredar pada *lag* 1 sebesar -3.34007 atau lebih kecil dari -0.27 yang artinya, variabel jumlah uang beredar berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.

Estimasi jangka panjang pada estimasi VECM menunjukkan bahwa Suku Bunga BI pada *lag* 1 berpengaruh positif signifikan sebesar 0.009 persen artinya, ketika Suku Bunga BI naik 1 persen pada tahun sebelumnya maka akan menaikkan pertumbuhan ekonomi sebesar 0.009. Hasil menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel kurs pada *lag* 1 sebesar 3.21119 atau lebih besar dari 0.27 yang artinya, variabel kurs berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.

Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek dan jangka panjang diatas merupakan hasil yang valid, dimana diketahui dari nilai koefisien determinan *Rsquared* sebesar 0.942693 atau 94,2 persen dari 1,00 persen atau 100 persen, dimana perubahan variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 94,2 persen dari maksimal 100 persen.

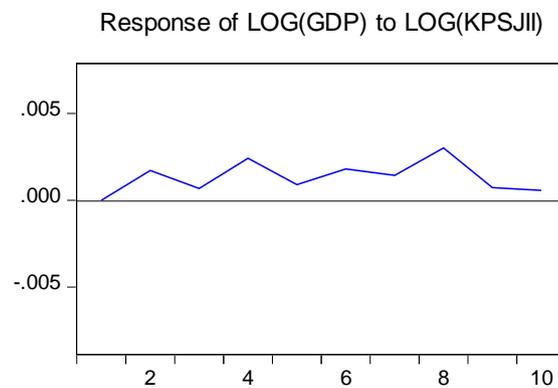
7. Analisis IRF (Impulse Response Function)

Analisis IRF digunakan untuk memberikan gambaran dampak dari guncangan (*shock*) yang terjadi pada satu variabel terhadap variabel lain, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Analisis *Impulse Respons Function* juga berfungsi untuk melihat

berapa lama pengaruh tersebut terjadi. Pada penelitian ini analisis IRF digunakan untuk menunjukkan respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* determinannya. Adapun hasil analisis IRF adalah sebagai berikut:

- a. Respon Pertumbuhan Ekonomi terhadap Kapitalisasi Pasar Saham Syariah

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations



GAMBAR 4.3

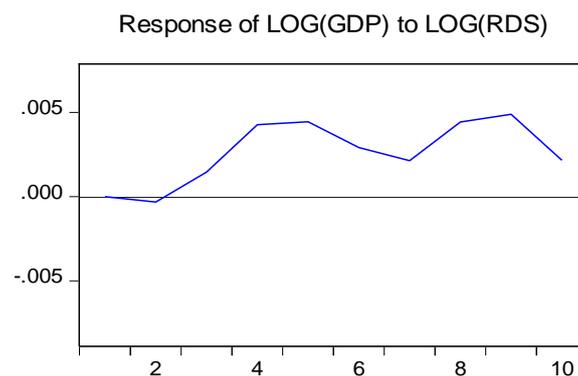
Hasil Analisis IRF Pertumbuhan Ekonomi terhadap Kapitalisasi Pasar Saham Syariah

Pada gambar 4.3 dapat dijelaskan bahwa respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* kapitalisasi pasar saham syariah dari periode pertama hingga kedua mengalami penurunan dan menunjukkan trend positif. Pada periode kedua sampai ketiga respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* kapitalisasi pasar saham syariah mengalami penurunan dan menunjukkan trend positif karena garis IRF berada

diatas garis horizontal. Kemudian kembali naik pada periode ketiga sampai keempat dengan trend positif. Pada periode keempat sampai kelima mengalami penurunan dengan trend positif yang berada pada periode kelima. Periode lima sampai ke delapan respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* kapitalisasi pasar saham syariah naik dengan trend positif pada periode ke delapan. Pada periode kedelapan sampai kesepuluh mengalami penurunan dengan trend positif.

b. Respon Pertumbuhan Ekonomi terhadap Reksa Dana Syariah

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations



GAMBAR 4.4

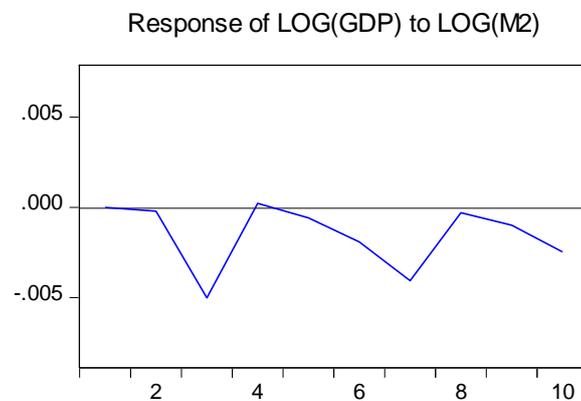
Hasil Analisis IRF Pertumbuhan Ekonomi terhadap Reksa Dana Syariah

Pada gambar 4.4 dapat dilihat bahwa respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* reksa dana syariah dari periode kedua sampai kelima mengalami kenaikan dengan trend positif yang ditunjukkan dengan garis IRF yang berada diatas garis horizontal. Pada periode kelima sampai ketujuh mengalami kenaikan trend positif yang menunjukkan

garis IRF turun tetapi masih berada diatas garis horizontal. Periode ketujuh sampai kesembilan naik kembali dengan trend positif. Pada periode kesembilan sampai kesepuluh respon pertumbuhan ekonomi dengan *shock* reksa dana syariah turun dengan trend positif.

c. Respon Pertumbuhan Ekonomi terhadap Jumlah uang beredar

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations



GAMBAR 4.5

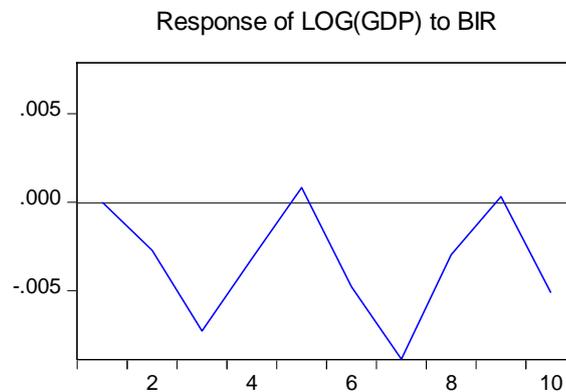
Hasil Analisis IRF Pertumbuhan Ekonomi terhadap Jumlah uang beredar

Dari gambar 4.5 diatas, dapat dijelaskan bahwa respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* jumlah uang beredar pada periode kedua sampai dengan ketiga mengalami penurunan dengan trend negatif yang ditunjukkan dengan garis IRF yang berada dibawah garis horizontal. Pada periode ketiga sampai keempat respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* jumlah uang beredar naik pada periode keempat dengan trend positif. Periode keempat sampai ketujuh mengalami penurunan dengan trend negatif yang ditunjukkan dengan

garis IRF yang berada dibawah garis horizontal. Pada periode ketujuh sampai kedelapan kembali naik dengan trend negatif. Periode kedelapan sampai kesepuluh mengalami penurunan dengan trend negatif.

d. Respon Pertumbuhan Ekonomi terhadap Suku Bunga BI

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations



GAMBAR 4.6

Hasil Analisis IRF Pertumbuhan Ekonomi terhadap Suku Bunga BI

Dari gambar 4.6 diatas, dapat dijelaskan bahwa respon pertumbuhan ekonomi terhadap *shock* Suku Bunga BI dari periode pertama hingga ketiga mengalami penurunan cukup signifikan dengan menunjukkan trend negatif karena garis IRF yang berada dibawah garis horizontal. Respon pertumbuhan ekonomi terhaadap *shock* Suku Bunga BI mengalami kenaikan dengan trend positif pada perode ketiga sampai periode kelima. Pada periode kelima hingga ketujuh kembali mengalami penurunan yang signifikan dengan trend negatif. Pada

periode ketujuh sampai kesembilan mengalami kenaikan dengan trend positif yang ditunjukkan pada garis IRF yang berada diatas garis horizontal. Pada periode kesembilan sampai kesepuluh kembali mengalami penurunan dengan trend negatif.

8. Hasil Analisis VDC Pertumbuhan Ekonomi terhadap Variabel

Penelitian

Analisis VDC (*Variance Decomposition*) bertujuan untuk mengukur besarnya komposisi atau kontribusi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pada penelitian ini, analisis VDC difokuskan untuk melihat pengaruh variabel independen (KPSJI, RDS, M2, dan Suku Bunga BI) terhadap variabel dependen, yaitu pertumbuhan ekonomi. Adapun analisis VDC sebagai berikut :

TABEL 4.8

Hasil Analisis VDC Pertumbuhan Ekonomi

Variance Decomposition of D(LOG_GDP)						
Period	S.E.	LOG(GDP)	LOG(KPSJI)	LOG(RDS)	LOG(M2)	BIR
1	0.007670	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.009374	88.04021	3.375662	0.118522	0.051898	8.413704
3	0.013085	46.68399	2.001247	1.311782	14.72112	35.28186
4	0.014817	42.76196	4.235751	9.356970	11.50308	32.14224
5	0.017402	51.36258	3.343010	13.31382	8.450364	23.53023
6	0.019166	49.47730	3.640040	13.28709	7.963548	25.63202
7	0.021824	39.68190	3.236645	11.20804	9.606218	36.26719

8	0.023160	39.42761	4.571118	13.61298	8.545985	33.84230
9	0.024921	43.56624	4.034724	15.61429	7.537811	29.24694
10	0.026095	43.06175	3.726799	14.92786	7.772587	30.51100

Dari tabel 4.8 diatas, dapat dijelaskan bahwa pada periode pertama, pertumbuhan ekonomi sangat dipengaruhi *shock* pertumbuhan ekonomi itu sendiri sebesar 100 persen. Sementara, pada periode pertama variabel kapitalisasi pasar saham syariah, reksa dana syariah, jumlah uang beredar, dan Suku Bunga BI belum memberikan pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Selanjutnya, pada periode kedua kapitalisasi pasar saham syariah memberikan *shock* sebesar 3.375662. pada periode ketiga kontribusi kapitalisasi pasar saham syariah turun sebesar 2.001247. Pada periode keempat kembali naik dengan memberikan *shock* sebesar 4.235751. Pada periode kelima turun kembali sebesar 3.343010. Periode keenam mengalami kenaikan dan memberikan *shock* sebesar 3.640040. Periode ketujuh kembali turun dengan memberikan *shock* sebesar 3.236645. Pada periode kedelapan kontribusi kapitalisasi pasar saham syariah mengalami kenaikan dengan memberikan *shock* sebesar 4.571118. Periode kesembilan sampai kesepuluh mengalami penurunan sebesar 3.726799 pada periode kesepuluh.

Variabel reksa dana syariah telah memberikan *shock* pada periode kedua sebesar 0.118522. Periode ketiga sampai kelima kontribusi

reksa dana syariah naik sebesar 13.31382 pada periode kelima. Pada periode keenam sampai ketujuh mengalami penurunan dengan memberikan *shock* sebesar 11.20804 pada periode ketujuh. Periode kedelapan sampai kesembilan naik sebesar 15.61429 pada periode kesembilan. Periode kesepuluh kontribusi reksa dana syariah turun dengan memberikan *shock* sebesar 14.92786.

Variabel jumlah uang beredar pada periode kedua telah memberikan *shock* sebesar 0.051898. Periode ketiga naik dengan memberikan *shock* sebesar 14.72112. Pada periode keempat sampai keenam kontribusi jumlah uang beredar turun sebesar 7.963548 pada periode keenam. Periode ketujuh kembali naik sebesar 9.606218. Periode kedelapan sampai kesembilan mengalami penurunan sebesar 7.537811 pada periode kesembilan. Periode kesepuluh naik dengan memberikan *shock* sebesar 7.772587.

Variabel Suku Bunga BI pada periode kedua telah memberikan *shock* sebesar 8.413704. Pada periode ketiga mengalami kenaikan yang cukup signifikan dengan *shock* sebesar 35.28186. Periode keempat sampai kelima kontribusi Suku Bunga BI turun dengan memberikan *shock* sebesar 23.53023 pada periode kelima. Periode keenam sampai ketujuh naik sebesar 36.26719 pada periode ketujuh. Periode kedelapan sampai kesembilan kontribusi Suku Bunga BI turun dengan memberikan *shock* sebesar 29.24694 pada periode kesembilan. Periode kesepuluh naik dengan memberikan *shock* sebesar 30.51100.

C. Hasil Penelitian

Selama penelitian yang telah dilakukan mengenai Pengaruh Pasar Modal Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia periode 2010:01-2018:01 dengan menggunakan model estimasi VECM (*Vector Error Correction Model*) peneliti menemukan beberapa hasil temuan dimana pasar modal syariah memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dan jangka pendek. Berikut adalah hasil penelitian dengan metode VECM dengan perbandingan hipotesis sementara peneliti sebelumnya:

1. Berdasarkan hasil penelitian menyatakan bahwa kapitalisasi pasar saham syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, maka hasil penelitian telah belum sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kapitalisasi pasar saham syariah berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi.
2. Berdasarkan hasil penelitian menyatakan bahwa reksa dana syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dan jangka pendek, maka hasil penelitian tidak sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kapitalisasi pasar saham berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi.
3. Berdasarkan hasil penelitian menyatakan jumlah uang beredar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dan jangka pendek, maka hasil penelitian tidak

sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa reksa dana syariah berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi.

4. Berdasarkan hasil penelitian menyatakan bahwa Suku Bunga BI berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dan berpengaruh negatif dalam jangka pendek. Dalam hal ini hasil penelitian tidak sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa Suku Bunga BI berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi.

D. Pembahasan (Interpretasi)

Hasil penelitian yang dilakukan peneliti diatas menunjukkan jika variabel kapitalisasi saham syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dan jangka pendek. Investor menginvestasikan dananya lebih ke pasar bursa dibandingkan berinvestasi ke sektor riil. Dikarenakan hal tersebut, sehingga dana untuk sektor riil menjadi sedikit yang nantinya akan berimbas pada output produksi yang sedikit menyebabkan pendapatan menjadi rendah dan nantinya akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian oleh Gilman (2007) yang menyatakan kapitalisasi saham berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi. Akan tetapi berbeda dengan penelitian oleh Istiqomah (2012) dimana kapitalisasi saham syariah berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi.

Variabel reksa dana syariah memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dan jangka pendek. Minimnya pemahaman masyarakat tentang berinvestasi di syariah menjadi kendala pengembangan reksa dana syariah. Masyarakat lebih percaya untuk menginvestasikan modalnya pada reksa dana konvensional. Masyarakat beranggapan investasi melalui reksa dana syariah masih diperuntukkan bagi umat Islam. Sedangkan reksa dana syariah itu sendiri belum begitu terlihat mampu menggerakkan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Oleh karena itu perlu adanya sosialisasi ke masyarakat tentang pentingnya berinvestasi reksa dana syariah karena dapat mendukung peningkatan perekonomian Indonesia. Dalam hasil penelitian ini berbeda dengan dengan penelitian oleh Nur Faroh (2016) yang menyatakan reksa dana syariah berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi.

Hasil dari penelitian selanjutnya menunjukkan variabel jumlah uang beredar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang dan jangka pendek. Diasumsikan apabila jumlah uang beredar meningkat pada operasi pasar terbuka (OPT), tetapi kenaikan ini tidak dibelanjakan oleh masyarakat, melainkan disimpan (*hoarding*). Kondisi ini dapat mengakibatkan GDP Indonesia tidak akan berubah bahkan menurun dari nilai sebelumnya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian oleh Istiqomah (2012) yang menyatakan *jumlah uang beredar* berpengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi.

Hasil penelitian selanjutnya menunjukkan variabel Suku Bunga BI berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang sedangkan dalam jangka pendek Suku Bunga BI berpengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Dalam jangka panjang masyarakat ketika melakukan kebutuhannya tidak memandang naik turunnya Suku Bunga BI. Hal ini dikarenakan mereka beranggapan perubahan naik turunnya Suku Bunga BI bersifat sementara. Sebaliknya dalam jangka pendek masyarakat lebih memperhatikan naik turunnya Suku Bunga BI terutama bagi orang yang mencari keuntungan dalam berinvestasi. Ketika Suku Bunga BI naik maka investor lebih memilih menanamkan modalnya di perbankan baik dalam bentuk tabungan maupun deposito. Sehingga apabila banyak investor yang menjual sahamnya dan mengalokasikan dananya di perbankan maka akan menyebabkan harga saham turun. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Andi (2016) yang menyatakan tingkat suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia.