

Perkembangan Keuangan Syariah dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Analisis Hubungan Jangka Panjang dan Jangka Pendek

The Development of Islamic Finance and Economic Growth in Indonesia: An Analysis of Long-Term and Short-Term Relationships

Azwar¹

¹Institut Agama Islam STIBA Makassar, Indonesia; Email: azwar.iskandar@gmail.com

Arif Mashuri²

²STIM Lasharan Jaya, Makassar, Indonesia; Email: arif@stimlasharanjaya.ac.id

Jamaluddin Majid³

³Universitas Islam Negeri (UIN) Alauddin, Makassar, Indonesia; Email: jamal.majid@uin-alauddin.ac.id

Article History

Received : 2025-10-19
Revised : 2025-10-25
Accepted : 2025-11-01
Published: 2025-12-01

Keywords:

Sukuk, Economic Growth, ARDL, ECM, Islamic Finance

Corresponding author:

azwar.iskandar@gmail.com

Paper type:

Research paper



POLITEKNIK WAHDAH
ISLAMIAH MAKASSAR

Program Studi
Akuntansi Lembaga Keuangan
Syariah, Politeknik Wahdah
Islamiyah

Abstract

This study aims to analyze the short-run and long-run relationship between sukuk development and economic growth in Indonesia. The research employs a quantitative approach using annual time series data covering the period 2003–2024. The dependent variable is Gross Domestic Product (GDP) per capita (current US\$), while the independent variable is the value of Sukuk Outstanding (in billion rupiahs). The analysis utilizes the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model to examine both the long-term and short-term linkages between the two variables. The estimation results indicate that, in the long run, sukuk has a positive and significant effect on economic growth, confirming that an increase in sukuk issuance can strengthen national economic activity through the financing of productive, asset-based projects. In the short run, the Error Correction Model (ECM) results reveal an error correction coefficient of -0.084852, which is significant at the 1% level, implying an adjustment mechanism of approximately 8.48% per period toward long-run equilibrium. Although temporary negative effects are observed from previous sukuk issuances, the findings suggest that the market possesses a gradual self-correcting capacity. This study underscores the strategic role of sukuk in supporting sustainable economic growth in Indonesia, in line with Islamic finance principles that emphasize justice, stability, and social welfare.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara perkembangan sukuk dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Metode yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan data runtut waktu (time series) tahunan periode 2003–2024. Variabel dependen yang digunakan adalah Produk Domestik Bruto (PDB) per kapita (current US\$), sedangkan variabel independen adalah nilai Sukuk Outstanding (dalam miliar rupiah). Analisis dilakukan menggunakan model Autoregressive Distributed Lag (ARDL) untuk menguji keterkaitan jangka panjang dan jangka pendek antara kedua variabel. Hasil estimasi menunjukkan bahwa dalam

jangka panjang, sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, menegaskan bahwa peningkatan penerbitan sukuk dapat memperkuat kegiatan ekonomi nasional melalui pembiayaan proyek produktif berbasis aset riil. Dalam jangka pendek, hasil ECM menunjukkan koefisien koreksi kesalahan sebesar -0.084852 yang signifikan pada tingkat 1%, menandakan adanya mekanisme penyesuaian sebesar 8,48% setiap periode menuju keseimbangan jangka panjang. Meskipun terdapat efek negatif sementara dari penerbitan sukuk pada periode sebelumnya, hasil ini menunjukkan bahwa pasar memiliki kemampuan untuk menyeimbangkan diri secara bertahap. Temuan penelitian ini menegaskan peran strategis sukuk dalam mendukung pertumbuhan ekonomi berkelanjutan di Indonesia, sejalan dengan prinsip keuangan syariah yang menekankan keadilan, stabilitas, dan kemaslahatan sosial.

Copyright © 2025 Author.

Cite this article:

Azwar, Mashuri, A, Majid, J. (2025). Perkembangan Keuangan Syariah dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Analisis Hubungan Jangka Panjang dan Jangka Pendek. *HISAB: Jurnal Akuntansi Lembaga Keuangan Syariah*, 1(1), 1-21. <https://journal.uwais.ac.id/index.php/hisab/article/view/3>.



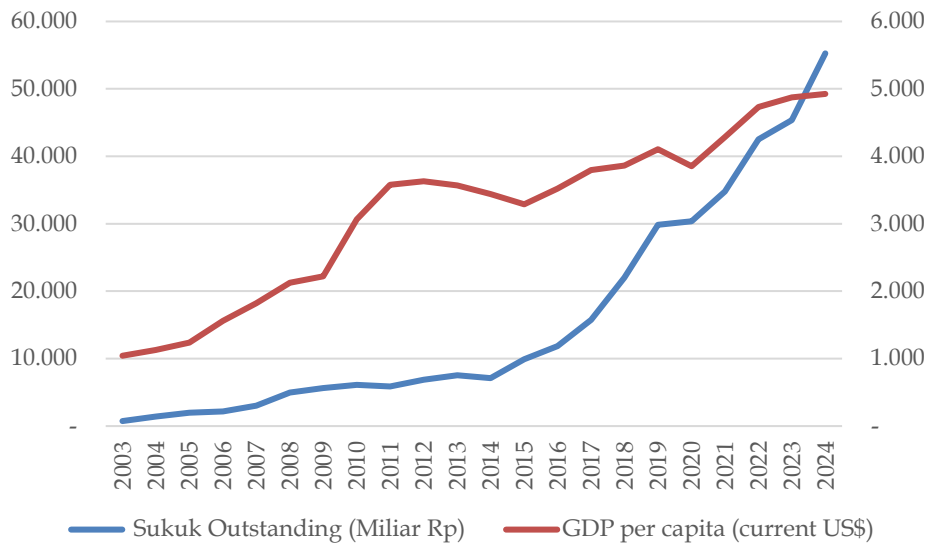
This work is licensed under a Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International (CC BY-NC-SA 4.0)

1. Pendahuluan

Perkembangan keuangan syariah di Indonesia menunjukkan tren yang semakin pesat dalam dua dekade terakhir (Komite Nasional Ekonomi Keuangan Syariah (KNEKS), 2023). Sebagai negara dengan penduduk Muslim terbesar di dunia, Indonesia memiliki potensi besar untuk menjadi pusat keuangan syariah global (Azwar, 2024). Salah satu instrumen yang paling menonjol dalam perkembangan tersebut adalah sukuk, yaitu surat berharga syariah yang merepresentasikan kepemilikan atas aset riil dan menjadi alternatif pembiayaan berbasis syariah bagi pemerintah maupun korporasi (Laila & Anshori, 2020; Latifah, 2020). Sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2002, sukuk telah bertransformasi menjadi salah satu instrumen strategis dalam pembiayaan pembangunan nasional, sejalan dengan visi pemerintah untuk memperkuat ekonomi berbasis nilai-nilai Islam (Wahyuningsih & Nurzaman, 2020).

Dalam konteks makroekonomi, sukuk memiliki peran signifikan dalam mendukung pertumbuhan ekonomi melalui pembiayaan proyek-proyek produktif seperti infrastruktur, energi, dan pendidikan (Mitsaliyandito et al., 2017). Tidak hanya menjadi alternatif terhadap obligasi konvensional, sukuk juga menjadi simbol reformasi sistem keuangan menuju model yang lebih inklusif dan berkeadilan. Secara teori, keberadaan sukuk dapat memperkuat sektor riil melalui mekanisme pembiayaan berbasis aset (*asset-backed financing*), yang menekan spekulasi dan meningkatkan stabilitas sistem keuangan (Achyar, 2019; Azwar et al., 2024; Jaafar et al., 2021). Dengan demikian, hubungan antara perkembangan sukuk dan pertumbuhan ekonomi bukan sekadar fenomena keuangan, melainkan juga refleksi

dari integrasi antara nilai-nilai Islam dan pembangunan berkelanjutan (Ahmad & Berghout, 2025; Khan & Haneef, 2022; Mahomeda & Sabab, 2024).



Grafik 1. Perkembangan Sukuk dan Pertumbuhan Ekonomi

Sumber: World Bank's World Development Indicators (WDI) (2025) dan Statistik Perbankan Syariah oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK)(2025)

Data pada grafik menunjukkan tren perkembangan sukuk outstanding dan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang diukur melalui *GDP per capita* (current US\$) selama periode 2003–2024. Secara umum, terdapat korelasi positif antara peningkatan jumlah sukuk yang beredar dan pertumbuhan ekonomi nasional, meskipun dengan dinamika fluktuatif pada beberapa tahun tertentu. Pada awal periode (2003–2007), nilai sukuk outstanding meningkat dari Rp 740 miliar menjadi Rp 3.020 miliar, seiring dengan kenaikan *GDP per capita* dari US\$ 1.043 menjadi US\$ 1.823. Kenaikan ini mencerminkan awal berkembangnya instrumen keuangan syariah di Indonesia yang mulai mendapatkan perhatian pemerintah dan investor. Selanjutnya, pada periode 2008–2013, nilai sukuk terus tumbuh hingga Rp 7.550 miliar, sementara *GDP per capita* juga naik dari US\$ 2.125 menjadi US\$ 3.567. Meskipun terjadi perlambatan ekonomi global akibat krisis keuangan 2008, sektor sukuk di Indonesia relatif tetap ekspansif berkat dukungan kebijakan fiskal dan pengembangan pasar keuangan syariah domestik.

Pada periode 2014–2019, pertumbuhan sukuk meningkat pesat dari Rp 7.100 miliar menjadi Rp 29.830 miliar, sedangkan *GDP per capita* turut naik ke US\$ 4.107. Kenaikan signifikan ini menandai fase penguatan sukuk sebagai instrumen pembiayaan pembangunan nasional, termasuk proyek infrastruktur dan investasi hijau. Meski sempat terdampak pandemi COVID-19 pada tahun 2020, di mana *GDP per capita* turun menjadi US\$ 3.854, nilai sukuk tetap tumbuh ke Rp 30.350 miliar, menunjukkan daya tahan sektor keuangan syariah. Setelah pandemi, periode 2021–2024 mencatat lonjakan tajam sukuk outstanding dari Rp 34.770 miliar menjadi Rp 55.270 miliar, bersamaan dengan pemulihan *GDP per capita* hingga mencapai US\$ 4.925. Grafik ini memperlihatkan bahwa perkembangan sukuk berkontribusi positif terhadap pertumbuhan ekonomi nasional, baik melalui pembiayaan sektor produktif maupun penguatan stabilitas fiskal. Tren ini juga menunjukkan semakin kuatnya

posisi keuangan syariah dalam mendukung pembangunan berkelanjutan di Indonesia.

Meskipun secara nominal penerbitan sukuk di Indonesia terus meningkat, masih terdapat pertanyaan mendasar mengenai sejauh mana perkembangan sukuk benar-benar memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Sebagian kalangan menilai bahwa peningkatan volume sukuk belum sepenuhnya diikuti oleh peningkatan produktivitas ekonomi yang signifikan. Hal ini menimbulkan pertanyaan empiris: apakah pertumbuhan sukuk hanya berdampak jangka pendek yang bersifat sementara, ataukah memiliki efek jangka panjang yang berkelanjutan terhadap perekonomian? Permasalahan ini menjadi penting untuk diteliti lebih mendalam, terutama karena kebijakan pengembangan pasar keuangan syariah akan lebih efektif jika didukung oleh bukti empiris yang kuat mengenai hubungan kausalitas antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi.

Kajian terkait hal ini menjadi penting dalam konteks pembangunan ekonomi nasional berbasis syariah. Dalam upaya pengembangan keuangan syariah Indonesia, pemerintah menempatkan sukuk sebagai salah satu instrumen utama pembiayaan pembangunan berkelanjutan (*sustainable financing*) (Wahyuni et al., 2025). Oleh karena itu, memahami bagaimana hubungan antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi bekerja, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, memiliki nilai strategis untuk memastikan keberlanjutan kebijakan fiskal dan moneter berbasis syariah. Selain itu, secara akademis, kajian terkait hal ini dapat memberikan kontribusi terhadap literatur empiris yang masih terbatas mengenai dinamika hubungan sukuk dan ekonomi di konteks negara berkembang seperti Indonesia.

Pengaruh keuangan syariah, khususnya sukuk, terhadap pertumbuhan ekonomi telah menjadi perhatian penting dalam berbagai penelitian beberapa tahun terakhir. Sukuk berperan sebagai instrumen penghimpun dana untuk investasi pada proyek-proyek sesuai prinsip syariah, yang secara langsung berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi nasional (Fathurrahman & Al-Islami, 2023; Hidayat et al., 2021). Penelitian Sari et al. (2021) menunjukkan bahwa produk pasar modal syariah, termasuk sukuk, berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia pada periode 2014–2020. Hasil serupa juga ditemukan oleh Fathurrahman & Al-Islami (2023) yang menegaskan adanya hubungan jangka panjang yang positif antara pasar modal syariah dan pertumbuhan ekonomi.

Dalam konteks yang lebih spesifik, Widiyanti & Sari (2019) menemukan bahwa perkembangan sukuk berdampak positif terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia selama 2011–2017, terutama melalui peningkatan aliran investasi. Sementara itu, Istiyani & Nabila (2021) menunjukkan bahwa sukuk, saham syariah, dan reksadana syariah secara signifikan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi, dengan nilai tukar berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat stabilitas makroekonomi dan kepercayaan investor. Secara umum, berbagai temuan tersebut menegaskan bahwa sukuk tidak hanya berfungsi sebagai instrumen pembiayaan, tetapi juga sebagai pendorong kepercayaan investor dan pembangunan infrastruktur, yang secara sinergis memperkuat pertumbuhan ekonomi nasional.

Dari berbagai kajian terdahulu, terlihat bahwa masih terdapat celah penelitian (*research gap*), terutama dalam konteks analisis simultan hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Sebagian besar

studi hanya berfokus pada analisis korelasi atau regresi tanpa menguji keseimbangan dinamis antarvariabel (jangka pendek dan panjang). Dengan demikian, diperlukan pendekatan ekonometrika yang lebih komprehensif—seperti model Autoregressive Distributed Lag (ARDL)—yang mampu menganalisis hubungan dinamis antarvariabel baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara perkembangan sukuk dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Secara khusus, penelitian ini ingin menguji sejauh mana perkembangan sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang. Selain itu, penelitian ini juga ingin menganalisis bagaimana dinamika penyesuaian jangka pendek antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi melalui mekanisme koreksi kesalahan (*Error Correction Model*).

Kebaruan (*novelty*) penelitian ini terletak pada penggunaan model ARDL untuk mengidentifikasi hubungan dinamis jangka pendek dan jangka panjang antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi Indonesia dengan periode pengamatan yang lebih panjang (2003–2022). Selain itu, penelitian ini memberikan perspektif baru dalam literatur keuangan syariah dengan menempatkan sukuk tidak hanya sebagai instrumen pembiayaan fiskal, tetapi juga sebagai indikator stabilitas dan penggerak sektor riil ekonomi nasional. Pendekatan ini berbeda dari penelitian sebelumnya yang cenderung melihat sukuk hanya dari sisi keuangan, tanpa menyoroti aspek keseimbangan jangka panjang ekonomi yang berlandaskan prinsip syariah.

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat dalam dua dimensi utama. Pertama, secara akademis, penelitian ini memperkaya khazanah empiris mengenai peran sukuk dalam perekonomian Indonesia serta memberikan bukti baru mengenai validitas teori keuangan syariah dalam konteks makroekonomi modern. Kedua, secara praktis, hasil penelitian ini dapat menjadi rujukan bagi pemerintah, Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dan pelaku industri keuangan syariah dalam merumuskan kebijakan pengelolaan dan pengembangan pasar sukuk yang lebih efisien, berkeadilan, dan berkelanjutan. Dengan demikian, hasil penelitian ini diharapkan berkontribusi terhadap penguatan sistem keuangan syariah nasional yang selaras dengan tujuan *maqāsid al-syarī'ah* dalam mewujudkan kemaslahatan ekonomi dan sosial bagi seluruh masyarakat.

2. Literature Review

Terdapat bukti yang kuat mengenai pengaruh positif keuangan syariah, khususnya sukuk, terhadap pertumbuhan ekonomi. Sukuk telah muncul sebagai instrumen finansial yang vital dalam menghimpun dana untuk proyek-proyek pembangunan yang sesuai dengan prinsip syariah, yang turut berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi di berbagai negara, termasuk Indonesia. Menurut (Yıldırım et al., 2020) et al., perkembangan pasar sukuk dapat memberikan dorongan terhadap pertumbuhan ekonomi di negara-negara berkembang, termasuk Malaysia, Indonesia, dan beberapa negara lainnya (Yıldırım et al., 2020). Studi ini menunjukkan bahwa dengan mengatasi tantangan dalam pengembangan pasar sukuk, potensi untuk mendongkrak sektor keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi dapat dioptimalkan.

Lebih lanjut, penelitian oleh Fadila et al. (2022) menegaskan adanya hubungan jangka panjang antara perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi. Mereka menyatakan bahwa pasar sukuk memberikan dampak positif terhadap PDB Indonesia, yang mengindikasikan pentingnya instrumen ini dalam mendukung ekonomi negara (Fadila et al., 2022). Hal ini sejalan dengan temuan oleh Olaide dan Kareem yang menggambarkan sukuk sebagai mekanisme yang efektif dalam mengatasi masalah sosial dan ekonomi, termasuk pengurangan pengangguran dan peningkatan akses pendidikan (Olaide & Kareem, 2023). Penelitian ini menyoroti bagaimana sukuk dapat membantu menciptakan lingkungan yang mendukung pertumbuhan ekonomi berkelanjutan.

Di sisi lain, Benbekhti et al. (2019) menyoroti bahwa sukuk dapat menjadi solusi jangka panjang untuk mengatasi defisit anggaran pemerintah. Penggunaan sukuk dalam pembiayaan tidak hanya bertujuan untuk memenuhi kebutuhan finansial tetapi juga mengurangi beban generasi mendatang yang sering terjadi akibat penggunaan instrumen konvensional (Benbekhti et al., 2019). Temuan ini semakin menguatkan argumen bahwa sukuk tidak hanya berfungsi sebagai sumber pendanaan, tetapi juga sebagai instrumen yang lebih bertanggung jawab dalam pengelolaan keuangan publik.

Sementara itu, penelitian oleh Maharani & Widyastuti (2024) membandingkan pengaruh sukuk dengan utang luar negeri dan obligasi terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia, yang menunjukkan bahwa sukuk memiliki dampak positif yang lebih besar dibandingkan dengan utang luar negeri (Maharani & Widyastuti, 2024). Hal ini mencerminkan kemampuan sukuk dalam mendukung proyek-proyek infrastruktur dan pengembangan sosial-ekonomi yang diharapkan dapat memacu pertumbuhan ekonomi yang lebih stabil dan berkelanjutan.

Selain itu, pendapat Sari et al. (2021) menyatakan bahwa produk-produk pasar modal syariah, termasuk sukuk, berperan penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi di Indonesia (Sari et al., 2021). Penelitian ini menegaskan bahwa pengembangan sukuk yang lebih strategis dan terencana dapat memberikan dorongan signifikan terhadap tingkat investasi, yang pada gilirannya mendorong pertumbuhan ekonomi. Dalam kesimpulannya, hubungan antara keuangan syariah, khususnya sukuk, dan pertumbuhan ekonomi adalah sinergis dan saling menguntungkan. Pengembangan sukuk tidak hanya berfungsi sebagai instrumen finansial, tetapi juga berkontribusi pada stabilitas sosial dan kemakmuran ekonomi yang lebih luas.

3. Metode Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, dimana data diperoleh dalam bentuk angka dan dianalisis menggunakan metode statistika dan ekonometrika. Dalam penelitian ini, data Produk Domestik Bruto (PDB) digunakan sebagai variabel terikat (*dependent variable*), sementara perkembangan obligasi syariah dalam bentuk sukuk sebagai variabel bebas (*independent variable*). Penelitian ini menggunakan data runtut waktu (*time series*) tahunan periode tahun 2003-2024. Data PDB diukur dalam nilai GDP per capita (current US\$), sedangkan data sukuk diukur dalam nilai Sukuk Outstanding (Miliar Rp). Data-data tersebut diperoleh dari World Bank's World Development Indicators (WDI) dan Statistik Perbankan Syariah oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Penelitian ini secara spesifik akan menguji hubungan di antara variabel sukuk dan pertumbuhan ekonomi melalui sebuah persamaan sebagai berikut:

$$PDB = \phi_0 + \alpha_1 \text{SUKUK}_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

dimana PDB adalah pertumbuhan ekonomi dan SUKUK adalah perkembangan obligasi syariah dalam bentuk sukuk.

Untuk menganalisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek di antara variabel, penelitian ini menggunakan model analisis *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Model ARDL merupakan gabungan antara model *Auto Regressive* (AR) dan *Distributed Lag* (DL). Model AR adalah model yang memperhitungkan satu atau lebih data masa lampau dari variabel terikat. Sedangkan model DL adalah merupakan regresi yang mengkaitkan data pada waktu sekarang dan waktu masa yang lalu (*lagged*) dari variabel bebas (Pesaran et al., 2001). ARDL merupakan model analisis regresi dalam ekonometrika yang dapat memperhitungkan pengaruh jangka panjang dan jangka pendek dalam suatu unit perubahan pada variabel bebas terhadap variabel terikat (Gujarati, 2012).

Model analisis ARDL memiliki beberapa keunggulan dibandingkan dengan metode lainnya, yaitu antara lain (Gujarati, 2012): (1) ARDL dapat diaplikasikan pada data variabel-variabel yang memiliki stasioneritas yang berbeda, atau dengan kata lain meski data variabel-variabel tersebut memiliki tingkatan ordo yang tidak sama; (2) Metode ARDL tetap dapat diaplikasikan pada jumlah data yang relatif sedikit (terbatas), atau dengan kata lain bahwa metode ini tidak mengharuskan tersediaya jumlah data yang besar untuk dapat diaplikasikan; (3) Metode ARDL kerap digunakan untuk menganalisis hubungan dinamis jangka pendek dan jangka panjang di antara variabel yang diteliti.

Dalam metode ARDL, langkah pertama analisis data dimulai dengan pengujian stasioneritas (*unit root test*) data pada seluruh variabel menggunakan teknik *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk menghindari masalah regresi lancung sehingga data nonstasioner diubah menjadi data stasioner (Widarjono, 2007). Kriteria pengujiannya adalah dengan melihat signifikansi (*p-value*), jika nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari α maka H_0 ditolak yang berarti bahwa data stasioner (tidak terdapat *unit root*). Sebaliknya, jika nilai signifikansi tersebut lebih besar dari α maka H_0 diterima yang berarti bahwa data tidak stasioner (terdapat *unit root*).

Setelah uji stasioner data dilakukan, langkah kedua adalah dengan melakukan pengujian untuk mengetahui jumlah *lag* optimum pada model. Penentuan jumlah lag yang optimal pada model ARDL sangat penting karena hubungan antarvariabel pada model ARDL ditentukan oleh jumlah lag pada variabel tersebut. Pengujian jumlah *lag* ini dipakai untuk melihat respon suatu variabel terhadap pengaruh variabel tersebut pada masa lalu (Nazir, 2011). Penelitian ini menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC) untuk melihat *lag* optimal pada model yang akan dipilih.

Langkah ketiga adalah pengujian kointegrasi. Pengujian ini dilakukan untuk melihat kointegrasi di antara variabel-variabel yang tidak stasioner pada *level* secara keseleuruhan. Penelitian ini menggunakan teknik *Bound Test* dengan pendekatan ARDL (Pesaran et al., 2001). Pada teknik ini, nilai F-statistik (hitung) akan

dibandingkan dengan nilai *critical value bounds*, yang terdiri dari *lower bound* (I0) dan *upper bound* (I1). Jika nilai F-statistik (hitung) lebih besar dari I1, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat kointegrasi antarvariabel. Sebaliknya, jika nilai F-statistik (hitung) lebih kecil dari I0, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat kointegrasi antarvariabel. Sementara jika F-statistik (hitung) berada di antara I0 dan I1, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan di antara variabel tidak dapat disimpulkan. Pada metode ARDL ini, terdapat estimasi model regresi linear dalam menganalisis hubungan jangka panjang yang melibatkan adanya uji kointegrasi di antara variabel-variabel *time series*. Uji kointegrasi dalam metode ini dilakukan dengan membandingkan nilai Fstatistik dengan nilai F-tabel yang telah disusun oleh Pesaran et al. (2001).

Langkah keempat adalah estimasi hubungan jangka pendek melalui metode *error correction term* (ECM). Model ECM ini diturunkan dari model ARDL melalui transformasi linier sederhana dimana ECM menggabungkan dinamika jangka pendek bersama dengan keseimbangan jangka panjang. Melalui t-statistik ECM, kausalitas pada langkah sebelumnya akan diuji dan dikonfirmasi. Sedangkan koefisien ECM menunjukkan kecepatan penyesuaian variabel dependen terhadap keseimbangan jangka panjangnya. ECM merupakan sebuah teknik untuk mengoreksi ketidakseimbangan jangka pendek menuju jangka panjang (Gujarati, 2012).

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Analisis Deskriptif Data

Sebelum melakukan analisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara variabel sukuk dan pertumbuhan ekonomi, langkah awal yang dilakukan adalah analisis deskriptif data. Analisis ini bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik masing-masing variabel penelitian, baik dari sisi nilai rata-rata, penyebaran data, maupun kecenderungan distribusinya. Melalui analisis deskriptif, dapat diketahui sejauh mana variasi dan stabilitas data dari waktu ke waktu, serta mengidentifikasi potensi adanya outlier atau pergerakan ekstrem yang dapat memengaruhi hasil estimasi model selanjutnya.

Tabel 1 berikut menyajikan hasil statistik deskriptif untuk variabel Sukuk Outstanding (dalam miliar rupiah) dan GDP per capita (current US\$) selama periode penelitian. Data tersebut meliputi nilai rata-rata (mean), median, nilai maksimum dan minimum, standar deviasi, serta ukuran distribusi seperti skewness, kurtosis, dan hasil uji normalitas Jarque-Bera.

Tabel 1. Deskripsi Data

	Sukuk	GDP
<i>Mean</i>	49.48100	2.993250
<i>Median</i>	7.325000	3.481000
<i>Maximum</i>	740.0000	4.731000
<i>Minimum</i>	1.390000	1.043000
<i>Std. Dev.</i>	162.9874	1.144326
<i>Skewness</i>	4.091557	-0.485872
<i>Kurtosis</i>	17.85284	1.894986
<i>Jarque-Bera</i>	239.6419	1.804452

<i>Probability</i>	0.000000	0.405666
<i>Sum</i>	989.6200	59.86500
<i>Sum Sq. Dev.</i>	504732.7	24.88015

Sumber: Hasil Olah Data (2025)

Berdasarkan hasil analisis deskriptif pada Tabel 1, variabel Sukuk Outstanding dan GDP per capita menunjukkan karakteristik data yang cukup berbeda dari sisi sebaran dan tingkat variasinya. Nilai rata-rata sukuk sebesar 49,48 miliar rupiah dengan nilai maksimum mencapai 740 miliar rupiah dan minimum 1,39 miliar rupiah menunjukkan adanya fluktuasi yang sangat tinggi antarperiode. Hal ini diperkuat oleh nilai standar deviasi 162,98, yang jauh lebih besar dari nilai rata-ratanya, mengindikasikan adanya ketimpangan atau ketidakstabilan dalam penerbitan sukuk dari waktu ke waktu. Nilai skewness positif (4,09) dan kurtosis yang sangat tinggi (17,85) juga menandakan distribusi data sukuk yang sangat miring ke kanan dan memiliki ekor panjang (leptokurtik), artinya terdapat beberapa periode dengan lonjakan penerbitan sukuk yang ekstrem. Uji Jarque-Bera (239,64; $p < 0,01$) menunjukkan bahwa data sukuk tidak berdistribusi normal.

Sebaliknya, variabel GDP per capita menunjukkan kondisi yang lebih stabil. Nilai rata-rata 2,99 US\$ ribu dengan rentang antara 1,04 hingga 4,73 US\$ ribu dan standar deviasi 1,14 menandakan variasi yang relatif kecil antarperiode. Distribusinya cenderung sedikit miring ke kiri (skewness -0,49) dan agak platikurtik (kurtosis 1,89), yang berarti penyebaran data lebih merata di sekitar nilai rata-rata. Nilai Jarque-Bera sebesar 1,80 dengan probabilitas 0,41 menunjukkan bahwa data GDP per capita berdistribusi normal.

Secara umum, hasil ini mengindikasikan bahwa perkembangan sukuk bersifat dinamis dan mengalami pertumbuhan yang tidak merata, sedangkan pertumbuhan ekonomi (GDP per capita) menunjukkan pola yang lebih stabil. Ketimpangan pada distribusi sukuk mencerminkan karakteristik pasar sukuk yang masih berkembang dan sensitif terhadap faktor kebijakan serta kondisi ekonomi makro.

4.2. Hasil Unit Root Test

Hasil *unit root test* memberikan informasi untuk memastikan apakah model ARDL dapat diterapkan atau tidak karena model ARDL hanya dapat diterapkan untuk analisis variabel yang stasioner pada Level (orde nol atau $I(0)$) atau *first difference* (orde satu atau $I(1)$), dan tidak dapat diterapkan pada variabel yang stasioner pada orde yang lebih tinggi seperti $I(2)$. Pengujian stasioneritas variabel penting dilakukan untuk menghindari regresi lancung (*spurious regression*). Teknik *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dari Dickey & A Fuller (1981) digunakan untuk menguji stasioneritas pada variabel.

Hasil pengujian ADF dengan intersep ditunjukkan pada Tabel 1 di bawah.

Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas dengan ADF Test

Variables	Prob.*	
	Level	1 st Difference
SUKUK	0.0000*	0.0000*
PDB	0.9939	0.0048*

* Significance at 1 % level, ** Significance at 5 % level. # MacKinnon (1996) one-sided p values.

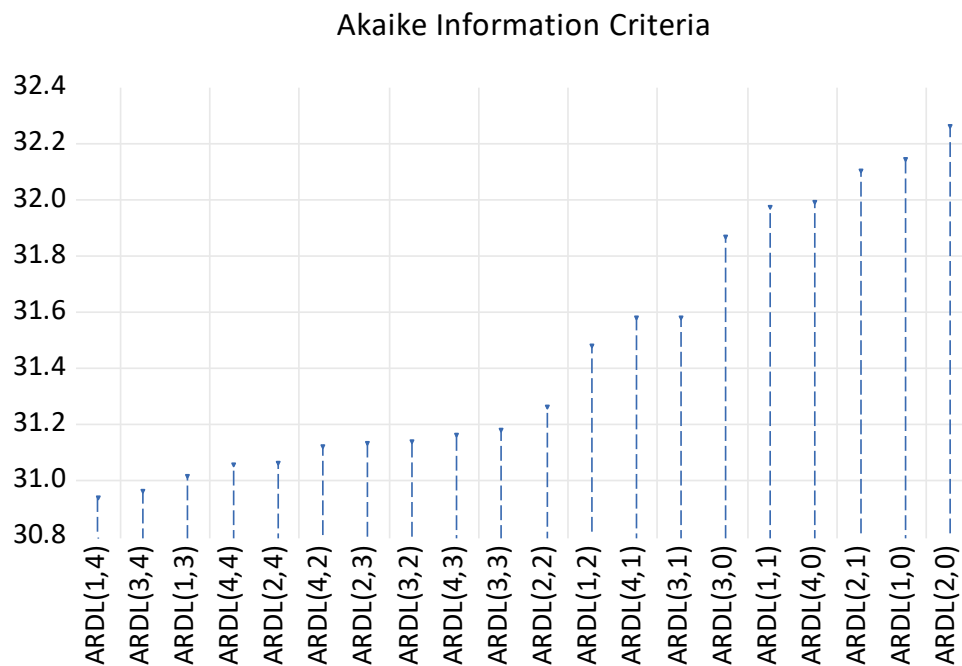
Sumber: Hasil Olah Data (2025)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 2 di atas, terlihat bahwa variabel SUKUK stasioner pada Level atau $I(0)$ dan variabel lainnya stasioner pada *difference* pertama atau $I(1)$, yaitu variabel PDB. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini tidak semuanya terintegrasi pada orde yang sama dan tidak stasioner pada orde dua atau $I(2)$, sehingga analisis data selanjutnya dapat menggunakan pendekatan ARDL untuk menguji kointegrasi.

4.3. Hasil Analisis Optimum Lag

Setelah memastikan stasioneritas variabel, langkah analisis selanjutnya adalah menguji kointegrasi antarvariabel atau menguji adanya hubungan jangka panjang. Namun demikian, untuk melakukan hal ini, penting untuk mengidentifikasi panjang *lag* yang tepat untuk menghitung F-statistik karena model ARDL sensitif terhadap jumlah *lag*. Selain itu, jumlah *lag* yang optimal akan membantu dalam hasil analisis yang andal dan konsisten. *Akaike Information Criterion* (AIC) dianggap sebagai kriteria yang lebih baik dan konsisten dibandingkan dengan kriteria lainnya untuk mengetahui panjang *lag* yang optimum (Uddin et al., 2014).

Hasil uji *lag* optimum model sebagaimana pada Grafik 1 berikut:



Grafik 2. Optimum Lag
Sumber: Hasil Olah Data (2025)

Berdasarkan Grafik 1 di atas, Lag Optimum yang digunakan dengan kriteria AIC terendah adalah model ARDL (1,4). Model tersebut artinya pada variabel *dependent* PDB menggunakan panjang *lag* maksimal 1, sedangkan pada variabel *independent* SUKUK panjang *lag* maksimal adalah 4.

4.4. Hasil Uji Kointegrasi dengan Bound Test

Setelah melakukan uji stasioneritas antarvariabel dan memilih *lag* optimum untuk model, selanjutnya variabel-variabel tersebut diuji kointegrasinya dengan menerapkan pendekatan *ARDL Bound Testing*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji *Null Hypothesis* bahwa tidak ada hubungan jangka panjang antarvariabel. F-statistik yang dihitung akan dibandingkan dengan batas kritis atas atau *upper bound* (I1 Bound) dan bawah atau *lower bound* (I0 Bound) pada *Critical Value Bounds* sebagaimana yang direkomendasikan oleh Pesaran et al. (2001). Hipotesis nolnya adalah $H_0 : \lambda_j = 0$, (di mana $j = 1, 2, \dots, 4$) pada persamaan (2), artinya bahwa tidak ada hubungan jangka panjang antarvariabel, sementara hipotesis alternatifnya adalah $H_1 : \lambda_j \neq 0$, yang menyiratkan adanya hubungan jangka panjang antarvariabel.

Tabel 3. Hasil ARDL Bound Test

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>K</i>
<i>F-statistic</i>	23.729636	2
<i>Critical Value Bounds</i>		
<i>Significance</i>	<i>I0 Bound</i>	<i>I1 Bound</i>
10%	3.303	3.797
5%	4.090	4.663
1%	6.027	6.760

Sumber: Hasil Olah Data (2025)

Hasil analisis pada Tabel 3 menunjukkan bahwa F-statistik yang dihitung pada model lebih besar dari batas atas pada seluruh tingkatan signifikansi. Hal ini menyiratkan makna bahwa terdapat bukti untuk menolak hipotesis nol dan menerima hipotesis alternatif, yaitu bahwa terdapat hubungan keseimbangan atau hubungan jangka panjang antara suku dan pertumbuhan ekonomi.

4.5. Hasil Uji Persamaan Jangka Panjang dan Jangka Pendek

Pada model ARDL, terdapat estimasi model regresi linear dalam menganalisis hubungan jangka panjang karena adanya kointegrasi di antara variabel-variabel *time series*. Hasil pengujian analisis hubungan jangka panjang dapat dilihat pada Tabel 4 berikut.

Tabel 4. Hasil Uji ARDL Estimation Based on AIC untuk Persamaan Jangka Panjang

Variable *	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SUKUK(-1)	2771632.	1167163.	2.374674	0.0324
C	58446248	19381956	3.015498	0.0093

* Significance at 10 % level. # MacKinnon (1996) one-sided p values.

Sumber: Hasil Olah Data (2025)

Berdasarkan hasil estimasi model ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yang dipilih berdasarkan kriteria Akaike Information Criterion (AIC) untuk model jangka panjang (Tabel 4), diperoleh nilai koefisien variabel SUKUK(-1) sebesar 2.771.632 dengan nilai *t-statistic* sebesar 2.374674 dan tingkat probabilitas (p-value) 0.0324, yang menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap variabel dependen dalam jangka panjang. Hal ini berarti

bahwa setiap peningkatan 1 satuan pada variabel SUKUK pada periode sebelumnya akan meningkatkan variabel dependen sebesar 2.771.632 satuan dalam jangka panjang, dengan asumsi variabel lain tetap. Sementara itu, nilai konstanta (C) sebesar 58.446.248 dengan *t-statistic* 3.015498 dan *p-value* 0.0093 juga signifikan pada tingkat 1%. Nilai konstanta ini menggambarkan bahwa ketika variabel SUKUK berada pada posisi nol, nilai rata-rata variabel dependen dalam jangka panjang adalah sebesar 58.446.248.

Hasil estimasi ini menunjukkan bahwa variabel SUKUK memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen dalam jangka panjang. Dengan demikian, dapat diinterpretasikan bahwa perkembangan atau peningkatan penerbitan sukuk secara konsisten akan memberikan kontribusi positif terhadap peningkatan variabel pertumbuhan ekonomi. Hasil ini mendukung hipotesis bahwa instrumen keuangan syariah seperti sukuk berperan penting dalam mendorong aktivitas ekonomi jangka panjang, sejalan dengan teori bahwa pasar keuangan syariah yang kuat dapat memperkuat stabilitas dan pertumbuhan ekonomi nasional.

Selanjutnya, melalui metode *error correction term* (ECM) yang diturunkan dari model ARDL, juga dapat diestimasi dinamika hubungan jangka pendek antarvariabel. Hasil pengujian analisis hubungan jangka pendek dapat dilihat pada Tabel 5 berikut.

Tabel 5. Hasil Uji *Error Correction Model* (ECM) untuk Persamaan Jangka Pendek

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ*	-0.084852	0.009097	-9.327844	0.0000
D(SUKUK)	526581.0	110804.1	4.752361	0.0006
D(SUKUK(-1))	-689509.4	133394.0	-5.168968	0.0003
D(SUKUK(-2))	-497132.2	131637.8	-3.776516	0.0031
D(SUKUK(-3))	2504.632	1422.261	1.761021	0.1060
R-squared	0.847517	Mean dependent var		3543459.
Adjusted R-squared	0.792069	S.D. dependent var		2157113.
S.E. of regression	983631.6	Akaike info criterion		30.68620
Sum squared resid	1.06E+13	Schwarz criterion		30.92763
Log likelihood	-240.4896	Hannan-Quinn criter.		30.69856
F-statistic	15.28483	Durbin-Watson stat		2.310425
Prob(F-statistic)	0.000182			

* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.

Sumber: Hasil Olah Data (2022)

Hasil estimasi model *Error Correction Model* (ECM) pada Tabel 5 menunjukkan adanya hubungan dinamis antara variabel SUKUK dan variabel dependen dalam jangka pendek. Model ini menggambarkan bagaimana penyesuaian dari ketidakseimbangan jangka panjang terjadi melalui perubahan jangka pendek dari variabel-variabel yang diteliti. Koefisien COINTEQ(-1) sebesar -0.084852 dengan nilai *t-statistic* -9.327844 dan *p-value* 0.0000 menunjukkan bahwa term koreksi kesalahan signifikan pada tingkat 1%. Nilai koefisien yang negatif dan signifikan ini menandakan bahwa model memiliki mekanisme koreksi kesalahan yang valid, di mana sekitar 8,48% ketidakseimbangan jangka panjang akan terkoreksi setiap periode menuju keseimbangan jangka panjangnya. Artinya, jika terjadi deviasi dari hubungan jangka panjang, model akan menyesuaikan diri menuju keseimbangan dengan kecepatan penyesuaian sebesar 8,48% per periode.

Selanjutnya, variabel $D(SUKUK)$ berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen dengan koefisien sebesar 526.581,0 ($p\text{-value} = 0.0006$). Hal ini menunjukkan bahwa perubahan atau peningkatan pada jumlah sukuk pada periode berjalan akan meningkatkan variabel dependen secara signifikan dalam jangka pendek. Namun, variabel $D(SUKUK(-1))$ dan $D(SUKUK(-2))$ masing-masing memiliki koefisien -689.509,4 ($p\text{-value} = 0.0003$) dan -497.132,2 ($p\text{-value} = 0.0031$) yang signifikan secara statistik, menandakan bahwa perubahan jumlah sukuk pada dua periode sebelumnya justru memberikan pengaruh negatif terhadap variabel dependen pada periode saat ini. Hal ini mengindikasikan adanya efek lag penyesuaian, dimana peningkatan sukuk yang terlalu cepat pada periode sebelumnya dapat menimbulkan tekanan sementara sebelum efek positif jangka panjangnya muncul. Adapun variabel $D(SUKUK(-3))$ menunjukkan pengaruh positif namun tidak signifikan ($p\text{-value} = 0.1060$), yang berarti bahwa perubahan jumlah sukuk pada tiga periode sebelumnya tidak memiliki dampak yang berarti terhadap variabel dependen pada periode saat ini.

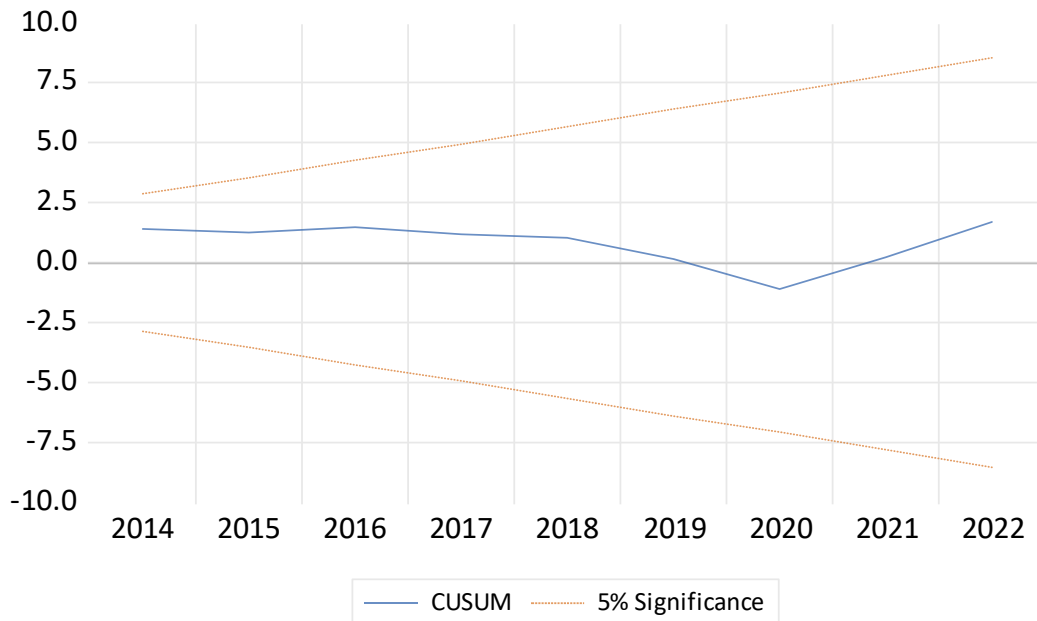
Nilai R-squared sebesar 0.8475 dan Adjusted R-squared sebesar 0.7921 menunjukkan bahwa sekitar 79,2% variasi dalam variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi dalam variabel-variabel independen yang digunakan dalam model. Nilai F-statistic (15.28483) dengan $p\text{-value}$ 0.000182 mengindikasikan bahwa model secara keseluruhan signifikan dan memiliki daya jelaskan yang baik. Selain itu, nilai Durbin-Watson stat sebesar 2.310425 mendekati angka 2, menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi yang serius dalam model.

Secara umum, hasil uji ECM ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka pendek yang signifikan antara perubahan variabel $SUKUK$ dan variabel dependen, serta terdapat proses penyesuaian yang stabil menuju keseimbangan jangka panjang. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa dinamika sukuk berperan penting tidak hanya dalam jangka panjang, tetapi juga memiliki pengaruh langsung dan signifikan terhadap variabel ekonomi yang diamati dalam jangka pendek, dengan arah pengaruh yang bervariasi antarperiode.

4.6. Uji Kestabilan Model Menggunakan CUSUM Test

Berdasarkan Grafik 2, garis berwarna biru masih berada di dalam rentang garis warna merah yaitu batas atas dan batas bawah nilai PDB prediksi pada selang kepercayaan 95%. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model prediksi atau model peramalan dengan ARDL ini stabil, sehingga valid digunakan sebagai model peramalan jangka pendek maupun jangka panjang terhadap PDB.

Uji kestabilan model menggunakan CUSUM (Cumulative Sum of Recursive Residuals Test) dilakukan untuk menilai apakah parameter dalam model regresi bersifat stabil selama periode pengamatan. Grafik di atas menampilkan garis CUSUM (garis biru) serta dua garis batas 5% Significance Level (garis putus-putus merah/oranye) sebagai batas toleransi kestabilan model.



Grafik 3. CUSUM-Test
Sumber: Hasil Olah Data (2025)

Berdasarkan hasil uji, terlihat bahwa garis CUSUM berada di dalam batas interval signifikansi 5% sepanjang periode 2014 hingga 2022. Kondisi ini menunjukkan bahwa tidak terjadi penyimpangan yang berarti dalam parameter model selama periode pengamatan. Dengan demikian, model dinyatakan stabil secara struktural (structurally stable) dan dapat diandalkan untuk melakukan estimasi serta peramalan.

Meskipun terdapat sedikit fluktuasi pada sekitar tahun 2019–2021, garis CUSUM tetap berada di dalam batas kritis, yang berarti perubahan tersebut masih dalam rentang wajar dan tidak mengindikasikan adanya ketidakstabilan parameter model. Secara umum, hasil uji ini memberikan bukti bahwa model ARDL yang digunakan memiliki kestabilan parameter yang baik sehingga hasil estimasi jangka panjang maupun jangka pendek dapat dianggap valid dan konsisten secara statistik.

4.7. Pembahasan

Hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa variabel SUKUK(-1) memiliki koefisien positif sebesar 2.771.632 dengan tingkat signifikansi p-value 0.0324, yang berarti variabel ini berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen dalam jangka panjang. Temuan ini mengindikasikan bahwa perkembangan sukuk memiliki kontribusi nyata terhadap peningkatan indikator ekonomi yang diamati, baik dalam konteks pertumbuhan ekonomi, pembiayaan investasi, maupun pembiayaan pembangunan. Dengan kata lain, setiap peningkatan penerbitan atau volume sukuk pada periode sebelumnya cenderung diikuti oleh peningkatan kinerja ekonomi pada periode berikutnya.

Dalam perspektif ekonomi syariah, hasil ini sejalan dengan teori yang menempatkan sukuk sebagai instrumen keuangan berbasis aset (*asset-based securities*) yang memiliki fungsi ganda – yakni sebagai sarana investasi yang halal dan sekaligus sebagai sumber pembiayaan bagi proyek-proyek produktif. Dana yang dihimpun melalui penerbitan sukuk pada umumnya dialokasikan untuk sektor-sektor riil seperti

pembangunan infrastruktur, pengembangan energi, dan proyek sosial berkelanjutan. Aktivitas ini menciptakan efek pengganda (*multiplier effect*) terhadap perekonomian, karena proyek-proyek tersebut mendorong permintaan terhadap tenaga kerja, bahan baku, serta meningkatkan aktivitas ekonomi di sektor-sektor terkait. Temuan ini memperkuat argumen Mawdudi (2013) yang menegaskan bahwa sistem keuangan Islam yang berbasis bagi hasil dan aset riil akan menghasilkan pertumbuhan ekonomi yang lebih adil dan berkelanjutan dibanding sistem berbasis bunga.

Dari sisi stabilitas ekonomi dan moneter, peningkatan peran sukuk juga mencerminkan penguatan struktur sistem keuangan syariah yang inklusif dan tahan terhadap guncangan. Menurut teori *financial intermediation* dalam ekonomi Islam, pembiayaan yang berbasis aset nyata akan menghubungkan langsung antara sektor keuangan dan sektor riil, sehingga mengurangi potensi ketidakseimbangan dan spekulasi yang berlebihan. Model ekonomi Islam yang mengutamakan *asset-backed financing* terbukti lebih stabil, sebagaimana dijelaskan oleh (Ebrahim, 2000), karena nilai keuangan yang beredar memiliki landasan pada aktivitas ekonomi nyata, bukan sekadar transaksi derivatif yang rentan terhadap krisis. Dengan demikian, meningkatnya volume sukuk dalam jangka panjang dapat dilihat sebagai indikator penguatan integrasi antara sektor keuangan dan sektor riil, yang pada akhirnya memperkuat stabilitas ekonomi nasional.

Selain memiliki dimensi finansial dan makroekonomi, sukuk juga membawa dampak sosial yang signifikan. Secara sosial-ekonomi, keberadaan sukuk memperluas kesempatan bagi masyarakat luas untuk berpartisipasi dalam investasi yang sesuai prinsip syariah, tanpa harus terlibat dalam sistem ribawi. Hal ini sejalan dengan prinsip *maqāsid al-syari'ah* dalam bidang ekonomi, yang menekankan tercapainya kemaslahatan umum (*maslahah 'āmmah*) dan keadilan distribusi kekayaan. Melalui sukuk, masyarakat tidak hanya menjadi konsumen dari hasil pembangunan, tetapi juga dapat berperan sebagai investor yang turut serta dalam pembiayaan pembangunan nasional. Kondisi ini sejalan dengan teori ekonomi Islam tentang *syirkah al-tamwil* (kemitraan pembiayaan), yang menekankan sinergi antara modal dan produktivitas untuk mencapai kesejahteraan bersama.

Sementara itu, nilai konstanta sebesar 58.446.248 menunjukkan adanya tingkat dasar aktivitas ekonomi yang cukup tinggi, menandakan bahwa variabel-variabel fundamental lain seperti konsumsi domestik, kebijakan fiskal, serta produktivitas sektor riil juga berperan penting dalam menopang kinerja ekonomi. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun sukuk berpengaruh signifikan, namun ia bekerja dalam ekosistem yang lebih luas, di mana stabilitas kebijakan ekonomi makro dan sinergi antara sektor publik dan swasta menjadi faktor pendukung utama.

Secara umum, hasil estimasi jangka panjang ini menegaskan bahwa pengembangan instrumen sukuk merupakan strategi yang efektif dan berkelanjutan dalam memperkuat fondasi ekonomi syariah nasional. Sukuk bukan hanya instrumen investasi, tetapi juga sarana strategis untuk membangun perekonomian yang stabil, adil, dan berorientasi pada kesejahteraan. Dengan karakteristiknya yang berbasis aset dan mengedepankan prinsip keadilan, sukuk berpotensi menjadi katalis bagi terwujudnya sistem keuangan yang selaras dengan nilai-nilai Islam, sekaligus mendukung tujuan pembangunan ekonomi berkelanjutan (*sustainable development*).

Sementara itu, analisis hubungan jangka pendek berdasarkan model *Error Correction Model* (ECM) memberikan pemahaman mendalam mengenai dinamika antara variabel sukuk dan variabel dependen dalam horizon waktu yang lebih singkat. Hasil pengujian menunjukkan bahwa mekanisme koreksi kesalahan (COINTEQ) memiliki koefisien negatif sebesar -0.084852 dan signifikan pada tingkat 1%. Nilai ini menandakan adanya proses penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang yang berjalan secara stabil. Secara ekonometrik, koefisien negatif dan signifikan menunjukkan bahwa sekitar 8,48% ketidakseimbangan yang terjadi pada periode sebelumnya akan terkoreksi pada periode berjalan. Artinya, sistem memiliki kemampuan untuk memperbaiki diri secara perlahan menuju kondisi keseimbangan yang berkelanjutan. Temuan ini sejalan dengan teori dinamika penyesuaian (*adjustment dynamics*) dalam model ECM sebagaimana dijelaskan oleh Engle dan Granger (1987), bahwa keberadaan koreksi kesalahan yang signifikan menegaskan adanya hubungan kausalitas jangka panjang yang stabil antarvariabel.

Dari sisi perilaku jangka pendek, variabel perubahan sukuk ($D(SUKUK)$) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan penerbitan sukuk pada periode berjalan mampu memberikan dorongan langsung terhadap aktivitas ekonomi. Dalam konteks ekonomi syariah, fenomena ini dapat dijelaskan melalui fungsi intermediasi sukuk yang berperan sebagai instrumen pembiayaan produktif. Sukuk, yang berbasis aset riil (*asset-backed securities*), berkontribusi terhadap peningkatan investasi sektor riil dan pembangunan infrastruktur. Hasil ini konsisten dengan teori pertumbuhan endogen (*endogenous growth theory*) yang menekankan bahwa pembiayaan produktif melalui instrumen keuangan syariah dapat memperkuat kapasitas ekonomi dalam jangka pendek maupun panjang (Aghion et al., 1998; Roberts & Setterfield, 2007).

Namun, pada sisi lain, koefisien $D(SUKUK(-1))$ dan $D(SUKUK(-2))$ yang bernilai negatif dan signifikan menunjukkan adanya efek lag negatif dari penerbitan sukuk sebelumnya. Secara ekonomi, hal ini dapat dipahami sebagai konsekuensi dari lonjakan penerbitan sukuk yang berlebihan pada periode sebelumnya, yang dapat menimbulkan tekanan sementara terhadap stabilitas keuangan atau struktur pembiayaan negara. Misalnya, peningkatan jumlah sukuk dapat meningkatkan kewajiban pembayaran imbal hasil (*return*) yang menekan fiskal jangka pendek atau menimbulkan efek penyesuaian di pasar keuangan syariah. Temuan ini sejalan dengan teori siklus bisnis keuangan (*financial accelerator theory*), di mana ekspansi pembiayaan pada satu periode dapat diikuti oleh periode koreksi akibat penyesuaian struktur modal dan permintaan dana (Ćorić, 2011; Oliviero & Puopolo, 2021).

Selanjutnya, variabel $D(SUKUK(-3))$ menunjukkan pengaruh positif namun tidak signifikan, yang menggambarkan bahwa efek dinamis penerbitan sukuk mulai mereda setelah beberapa periode. Dengan kata lain, dampak penerbitan sukuk bersifat temporer namun konsisten menuju arah keseimbangan, memperlihatkan bahwa pasar keuangan syariah memiliki mekanisme adaptif terhadap perubahan kebijakan dan volume pembiayaan yang terjadi.

Secara teoritis, hasil ini memperkuat pandangan bahwa instrumen keuangan syariah seperti sukuk memiliki pengaruh langsung terhadap dinamika ekonomi dalam jangka pendek, terutama melalui mekanisme pembiayaan berbasis aset yang mendorong aktivitas produktif. Namun, kestabilan dan keberlanjutan dampaknya

baru dapat tercapai dalam jangka panjang ketika proses penyesuaian ekonomi berjalan optimal. Oleh karena itu, kebijakan pengelolaan pasar sukuk perlu dirancang secara hati-hati agar tidak menimbulkan fluktuasi berlebihan akibat peningkatan penerbitan yang terlalu cepat, serta memastikan bahwa alokasi dana sukuk benar-benar diarahkan pada sektor-sektor produktif yang memiliki efek pengganda terhadap perekonomian.

5. Kesimpulan

Berdasarkan hasil estimasi model ARDL dan analisis Error Correction Model (ECM), penelitian ini menyimpulkan bahwa sukuk memiliki peranan yang signifikan dalam memengaruhi dinamika ekonomi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Pada jangka panjang, hasil estimasi menunjukkan bahwa variabel sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen, yang menandakan bahwa peningkatan penerbitan sukuk secara konsisten dapat memperkuat pertumbuhan ekonomi. Hal ini mencerminkan fungsi fundamental sukuk sebagai instrumen keuangan syariah yang berperan dalam pembiayaan pembangunan produktif berbasis aset riil, sejalan dengan prinsip ekonomi Islam yang menekankan keadilan, keberlanjutan, dan kemaslahatan sosial.

Sementara itu, pada jangka pendek, hasil ECM mengindikasikan adanya mekanisme penyesuaian yang stabil menuju keseimbangan jangka panjang, dengan nilai koefisien koreksi kesalahan (ECT) sebesar -0.084852 yang signifikan pada tingkat 1%. Artinya, sekitar 8,48% ketidakseimbangan jangka panjang akan terkoreksi setiap periode. Temuan ini menegaskan bahwa hubungan antara sukuk dan variabel ekonomi bersifat dinamis, di mana perekonomian memiliki kemampuan untuk menyesuaikan diri secara bertahap terhadap guncangan jangka pendek.

Pengaruh positif dan signifikan dari $D(SUKUK)$ menunjukkan bahwa peningkatan penerbitan sukuk mampu memberikan dorongan langsung terhadap aktivitas ekonomi melalui pembiayaan proyek-proyek produktif. Namun, efek negatif dan signifikan dari $D(SUKUK(-1))$ dan $D(SUKUK(-2))$ mencerminkan adanya dampak lag yang perlu diantisipasi, karena lonjakan penerbitan sukuk pada periode sebelumnya dapat menimbulkan tekanan fiskal atau distorsi sementara di pasar keuangan syariah. Meskipun demikian, efek positif yang muncul kembali pada periode berikutnya ($D(SUKUK(-3))$) menunjukkan bahwa pasar memiliki mekanisme korektif yang mengarah pada stabilitas.

5.1. Implikasi, Keterbatasan, dan Saran Penelitian Berikutnya

Hasil penelitian ini memberikan beberapa implikasi penting baik secara teoretis maupun praktis. Dari sisi teoretis, temuan ini memperkuat literatur ekonomi Islam yang menempatkan sukuk sebagai instrumen keuangan syariah berperan ganda – yakni sebagai sarana investasi halal dan sebagai mekanisme pembiayaan pembangunan nasional. Hubungan positif jangka panjang antara sukuk dan indikator ekonomi menunjukkan bahwa keuangan syariah memiliki kontribusi nyata terhadap pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Temuan ini selaras dengan teori *endogenous growth* yang menyatakan bahwa instrumen keuangan yang produktif dapat menjadi sumber utama pertumbuhan ekonomi dari dalam sistem itu sendiri. Selain itu, hasil *Error Correction Model (ECM)* yang signifikan menegaskan bahwa

sistem ekonomi yang berbasis pada prinsip syariah memiliki mekanisme penyesuaian yang stabil terhadap guncangan jangka pendek, sebagaimana dijelaskan oleh model dinamis Engle dan Granger (1987).

Secara praktis, hasil ini memberikan panduan bagi pembuat kebijakan, regulator, dan pelaku pasar untuk memperkuat kebijakan pengelolaan sukuk secara strategis. Pemerintah dan otoritas keuangan perlu memastikan agar penerbitan sukuk diarahkan pada proyek-proyek yang bersifat produktif, berkelanjutan, dan memiliki dampak sosial yang luas. Dengan demikian, sukuk tidak hanya menjadi instrumen pembiayaan fiskal, tetapi juga menjadi sarana memperkuat sektor riil dan menciptakan lapangan kerja. Bagi lembaga keuangan syariah, hasil ini menunjukkan pentingnya menjaga kesinambungan pasar sukuk melalui peningkatan transparansi, diversifikasi produk, serta edukasi publik agar partisipasi masyarakat dalam investasi syariah semakin meningkat.

Namun, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu dicermati. Pertama, model yang digunakan hanya berfokus pada hubungan antara sukuk dan satu variabel makroekonomi tertentu, tanpa mempertimbangkan interaksi dengan variabel lain seperti inflasi, nilai tukar, suku bunga konvensional, atau kebijakan fiskal yang juga dapat memengaruhi dinamika ekonomi. Kedua, keterbatasan data dan periode pengamatan mungkin menyebabkan hasil estimasi belum sepenuhnya menggambarkan fluktuasi pasar keuangan syariah yang sesungguhnya. Ketiga, model ARDL yang digunakan bersifat linier, padahal hubungan antara instrumen keuangan syariah dan perekonomian sering kali bersifat nonlinier dan dipengaruhi oleh faktor kelembagaan serta kondisi global.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan variabel dan periode pengamatan agar hasilnya lebih komprehensif dan robust. Penelitian di masa depan juga dapat menggunakan pendekatan *nonlinear ARDL* (NARDL) atau *vector error correction model* (VECM) untuk menangkap dinamika yang lebih kompleks antara instrumen sukuk dan perekonomian. Selain itu, penting untuk memasukkan faktor kelembagaan, seperti kualitas tata kelola keuangan syariah, efektivitas kebijakan pemerintah, serta tingkat literasi keuangan masyarakat, guna memahami sejauh mana ekosistem keuangan syariah berkontribusi terhadap stabilitas dan pertumbuhan ekonomi nasional. Oleh karena itu, hasil penelitian ini diharapkan menjadi pijakan awal bagi pengembangan studi empiris yang lebih mendalam mengenai peran sukuk dalam pembangunan ekonomi syariah, sekaligus menjadi dasar bagi perumusan kebijakan publik yang mendukung penguatan sistem keuangan berbasis nilai-nilai Islam yang adil, berkelanjutan, dan inklusif.

Daftar Pustaka

- Achyar, M. (2019). Sukuk: Instrumen Pembiayaan Islami Potensial. *LABATILA: Jurnal Ilmu Ekonomi Islam*, 3(01), 1–24.
<https://doi.org/https://doi.org/10.33507/labatila.v3i01.97>.
- Aghion, P., Howitt, P., Brant-Collett, M., & García-Peñalosa, C. (1998). *Endogenous growth theory*. MIT press.
- Ahmad, K., & Berghout, D. A. (2025). Islamic finance and sustainable development: Balancing spirituality, values and profit. In *Islamic Finance and Sustainable*

- Development: Balancing Spirituality, Values and Profit*. Taylor and Francis. <https://doi.org/10.4324/9781003505570>
- Azwar. (2024). *Membangun Ekosistem Industri Halal di Indonesia: Menelisik Kekuatan, Kelemahan, Peluang, dan Ancaman Serta Strategi yang Efektif*. Penerbit Deepublish.
- Azwar, Safri Haliding, & Jamaluddin Majid. (2024). Does Islamic Finance Boost the Economic Growth? Evidence from Indonesia. *AL-MUZARA'AH*, 12(1), 67–85. <https://doi.org/10.29244/jam.12.1.67-85>
- Benbekhti, S. E., Boulila, H., Benladghem, F., & Benbouziane, M. (2019). The Asymmetric Effect of Sukuk on Government Budget: Dealing With Deficit in Malaysia. *Signifikan Jurnal Ilmu Ekonomi*, 8(1), 93–104. <https://doi.org/10.15408/sjie.v8i1.8068>
- Ćorić, B. (2011). The financial accelerator effect: concept and challenges. *Financial Theory and Practice*, 35(2), 171–196.
- Dickey, D., & A Fuller, W. (1981). The Likelihood Ratio Statistics For Autoregressive Time Series With a Unit Root. In *Econometrica* (Vol. 49). <https://doi.org/10.2307/1912517>
- Ebrahim, M.-S. (2000). Pricing asset backed Islamic financial instruments. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 3(01), 59–83.
- Fadila, R., Herman, S., & Heriyanto, E. (2022). The Influence of Macroeconomic Variables on Trading of Sukuk Negara During Pandemic: Case of Indonesia. *Al-Infaq Jurnal Ekonomi Islam*, 13(1), 105. <https://doi.org/10.32507/ajei.v13i1.1188>
- Fathurrahman, A., & Al-Islami, H. (2023). Pengaruh Pasar Modal Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional: Pendekatan Metode Vector Error Correction Model (Vecm). *Jurnal Tabarru Islamic Banking and Finance*, 6(1), 111–124. [https://doi.org/10.25299/jtb.2023.vol6\(1\).12883](https://doi.org/10.25299/jtb.2023.vol6(1).12883)
- Gujarati, D. N. (2012). *Dasar-Dasar Ekoenometrika*. Salemba Empat. <https://onsearch.id/Author/Home?author=Damodar+N+Gujarati>
- Hidayat, S. E., Izharivan, Y., & Sari, C. A. (2021). Islamic finance and sustainable economy: A new model of islamic financial ecosystem. *Islamic Finance and Sustainable Development: A Sustainable Economic Framework for Muslim and Non-Muslim Countries*, 265–284.
- Istiyani, A., & Nabila, R. (2021). Pengaruh Saham Syariah, Sukuk, Dan Reksa Dana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Dengan Nilai Tukar Sebagai Variabel Moderating Tahun 2011-2020. *Ekoma Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi*, 1(1), 11–19. <https://doi.org/10.56799/ekoma.v1i1.22>
- Jaafar, M. N., Muhamat, A. A., Abdul Karim, N., Basri, M. F., & Hasmadi, A. A. (2021). The determinants of Sukuk issuance: evidence from top Sukuk issuing countries. *Asia-Pasific Management Accounting Journal*, 16(1), 21–34. <https://ir.uitm.edu.my/47436/1/47436.pdf>
- Khan, F., & Haneef, M. A. (2022). Religious responses to sustainable development goals: an Oslamic perspectivea. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 8(2), 161–179. <https://doi.org/10.21098/jimf.v8i2.1453>
- Komite Nasional Ekonomi Keuangan Syariah (KNEKS). (2023). *Master Plan Industri Halal Indonesia 2023–2029*. <https://kneks.go.id/storage/upload/1719104658-Master Plan Industri Halal Indonesia 2023-2029.pdf>
- Laila, N., & Anshori, M. (2020). The development of sovereign sukuk in Indonesia. *Int.*

- J. Innov. Creat. Change*, 11, 390–397. <https://www.ijicc.net/index.php/ijicc-editions/2020/164-vol-11-iss-11>.
- Latifah, Si. (2020). Peran Sukuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pertumbuhan Pembangunan Ekonomi Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 6(3), 421–427. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v6i3.1369>.
- Maharani, D. W., & Widyastuti, E. (2024). Contribution of Foreign Debt, Sukuk, and Bonds in Indonesia's Economic Growth. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Airlangga*, 34(1), 64–76. <https://doi.org/10.20473/jeba.v34i12024.64-76>
- Mahomeda, Z., & Sabab, I. (2024). Sustainable development: Exploring the role of islamic social finance in promoting sustainable development and social welfare. In *The Future of Islamic Finance: From Shari'ah Law to Fintech* (pp. 103–120). Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/978-1-83549-906-120241007>
- Mawdudi, S. A. A. (2013). *First principles of Islamic economics*. Kube Publishing Ltd. <https://archive.org/details/firstprincipleso0000maud>.
- Mitsaliyandito, R. Q., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2017). Impact of sukuk market development on Indonesian economic growth. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(24), 537–549.
- Nazir, M. (2011). *Metode Penelitian*. Ghalia Indonesia.
- Olaide, K. M., & Kareem, I. A. A. (2023). Islamic Financing: A Mechanism for Socio-Economic Development. *International Journal of Transdisciplinary Knowledge*, 1(2), 10–18. <https://doi.org/10.31332/ijtk.v1i2.9>
- Oliviero, T., & Puopolo, G. W. (2021). Financial accelerator framework. *A Modern Guide to Financial Shocks and Crises*, 45–64.
- Pesaran, H., Smith, R., & Shin, Y. (2001). Bound Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship. *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Roberts, M., & Setterfield, M. (2007). What is endogenous growth theory. *Economic Growth: New Directions in Theory and Policy*, Cheltenham, Edward Elgar, 14–31.
- Sari, E. K., Rafikasari, E. F., Setiawan, D., & Nurhayati, W. (2021). Analisis Pengaruh Produk-Produk Pasar Modal Syariah Dan IKNB Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2014-2020. *Jpeka Jurnal Pendidikan Ekonomi Manajemen Dan Keuangan*, 5(2), 103–118. <https://doi.org/10.26740/jpeka.v5n2.p103-118>
- Uddin, G. S., Shahbaz, M., Arouri, M., & Teulon, F. (2014). Financial development and poverty reduction nexus: A cointegration and causality analysis in Bangladesh. *Economic Modelling*, 36, 405–412.
- Wahyuni, E., Iska, S., Yuletri, M., & Nirwan, F. (2025). Keberlanjutan Dan Keuangan Islam: Pendekatan Terintegrasi Dalam Perekonomian Global. *TAMWIL: Jurnal Ekonomi Islam*, 11(1), 1–13.
- Wahyuningsih, I., & Nurzaman, M. S. (2020). Islamic Financial Instruments and Economic Growth; An Evidence from Indonesia. *2020 6th IEEE International Conference on Information Management, ICIM 2020*, 46–50. <https://doi.org/10.1109/ICIM49319.2020.244668>
- Widarjono, A. (2007). *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis*, edisi kedua. Yogyakarta: Ekonisia FE Universitas Islam Indonesia.
- Widiyanti, M., & Sari, N. (2019). Kajian Pasar Modal Syariah dalam Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *EKONOMIKAWAN: Jurnal Ilmu Ekonomi*

Dan Studi Pembangunan, 19(1), 21–30.

<https://doi.org/https://doi.org/10.30596/ekonomikawan.v19i1.3236>.

Yıldırım, S., Yıldırım, D. Ç., & Diboglu, P. (2020). Does Sukuk Market Development Promote Economic Growth? *Psu Research Review*, 4(3), 209–218.
<https://doi.org/10.1108/prr-03-2020-0011>