

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengolahan dan analisis data menggunakan model *Vector Error Correction Model* (VECM) terhadap data triwulanan periode 2015Q1–2024Q4, dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1. Hubungan Jangka Panjang

Hasil uji kointegrasi Johansen menunjukkan adanya dua persamaan kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%, yang mengindikasikan bahwa seluruh variabel memiliki keterkaitan jangka panjang yang stabil. Hal ini mencerminkan adanya keseimbangan dinamis antara pasar modal syariah dan variabel makroekonomi Indonesia dalam jangka panjang. Berdasarkan estimasi VECM jangka panjang, saham syariah (SS) memiliki hubungan positif signifikan dengan sukuk (SK), yang menunjukkan bahwa perkembangan instrumen sukuk dapat memperkuat pasar saham syariah melalui mekanisme pendalaman pasar keuangan syariah. Sebaliknya, rasio perdagangan (RP) berpengaruh negatif terhadap saham syariah, yang menandakan bahwa peningkatan aktivitas perdagangan internasional belum mampu sepenuhnya mendorong penguatan pasar modal syariah. Pertumbuhan ekonomi (PE) juga berpengaruh negatif signifikan terhadap saham syariah, mengisyaratkan bahwa pada saat ekonomi tumbuh, sebagian dana lebih banyak dialihkan ke sektor riil dibandingkan ke pasar modal. Sementara itu, obligasi konvensional (OK) tidak menunjukkan pengaruh signifikan, sehingga menegaskan adanya perbedaan preferensi atau perilaku antara investor syariah dan konvensional dalam jangka panjang.

2. Hubungan Jangka Pendek

Dalam jangka pendek, hasil VECM menunjukkan bahwa pasar modal syariah merespons perubahan variabel makroekonomi secara cepat, namun

sebagian besar respon tersebut tidak signifikan secara statistik. Hanya beberapa hubungan jangka pendek yang mencerminkan proses penyesuaian, terutama dari variabel saham syariah (SS) terhadap sukuk (SK) dan pertumbuhan ekonomi (PE). Hal ini mengindikasikan bahwa mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang berlangsung relatif lambat. Nilai koefisien *Error Correction Term* (ECT) pada model saham syariah bernilai negatif dan signifikan, yang menunjukkan bahwa sekitar 62% ketidakseimbangan jangka panjang dapat terkoreksi pada setiap periode. Dengan demikian, pasar modal syariah memiliki kemampuan yang cukup baik untuk kembali menuju kondisi keseimbangan jangka panjang setelah mengalami guncangan ekonomi.

2. Hubungan Kausalitas (*Granger Causality*)

Hasil uji *Granger Causality* menunjukkan adanya hubungan kausalitas satu arah dari sukuk (SK) ke saham syariah (SS), menandakan bahwa perkembangan sukuk dapat memengaruhi kinerja pasar saham syariah. Selain itu, terdapat hubungan dari rasio perdagangan (RP) terhadap saham syariah (SS) dan dari obligasi konvensional (OK) terhadap sukuk (SK). Temuan ini menunjukkan bahwa dinamika sektor keuangan syariah masih dipengaruhi oleh faktor eksternal, khususnya dari pasar obligasi konvensional. Sementara itu, tidak ditemukan hubungan kausalitas langsung antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi (PE), yang berarti kontribusi instrumen pasar modal syariah terhadap pertumbuhan ekonomi masih belum optimal.

3. Hasil IRF (*Impulse Response Function*)

Berdasarkan uji IRF, respon saham syariah (SS) terhadap guncangan sukuk dan obligasi konvensional bersifat positif namun cenderung stabil setelah periode keempat. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah relatif tangguh dalam menghadapi guncangan dari sektor keuangan konvensional. Respon pertumbuhan ekonomi terhadap guncangan saham syariah bersifat positif dan bertahan hingga periode ke-10, yang berarti bahwa perkembangan pasar modal syariah memberikan

kontribusi positif terhadap stabilitas ekonomi makro Indonesia dalam jangka menengah.

4. Hasil *Variance Decomposition*

Hasil dekomposisi varians menunjukkan bahwa kontribusi terbesar terhadap fluktuasi saham syariah (SS) berasal dari dirinya sendiri (sekitar 78–82%), diikuti oleh sukuk (SK) sebesar 3–4%, obligasi konvensional (OK) sekitar 2%, dan pertumbuhan ekonomi (PE) sekitar 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pasar saham syariah masih sangat dipengaruhi oleh faktor internal, sedangkan keterkaitannya dengan sektor keuangan lain masih relatif kecil. Sebaliknya, fluktuasi pertumbuhan ekonomi (PE) sebagian besar dijelaskan oleh perubahan di pasar modal syariah (lebih dari 60%), yang mengindikasikan bahwa pasar modal syariah memiliki potensi signifikan dalam mendukung pertumbuhan ekonomi nasional.

5.2 Implikasi Kebijakan

Berdasarkan hasil penelitian, terdapat beberapa implikasi penting yang dapat dipertimbangkan oleh pembuat kebijakan:

1. Penguatan integrasi keuangan syariah dan ekonomi riil pemerintah dan otoritas keuangan seperti OJK dan DSN-MUI perlu memperkuat koneksi antara sektor riil dan pasar modal syariah agar pembiayaan berbasis sukuk dan saham syariah lebih berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi.
2. Diversifikasi instrumen dan insentif pasar syariah mengingat pasar syariah masih didominasi oleh efek saham, diperlukan kebijakan yang mendorong diversifikasi produk, seperti *green sukuk* atau *wakaf-linked sukuk*, untuk meningkatkan daya tarik investor jangka panjang.
3. Sinkronisasi kebijakan fiskal dan moneter syariah perlu adanya koordinasi kebijakan antara BI, KNEKS, dan Kementerian Keuangan dalam mengelola pasar sukuk agar dapat mendukung stabilitas makro sekaligus memperkuat keuangan inklusif.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang dapat menjadi pertimbangan bagi penelitian selanjutnya, antara lain:

1. Periode pengamatan yang terbatas hingga 2024Q4 belum mencakup dampak kebijakan keuangan syariah terbaru.
2. Model VECM hanya menangkap hubungan linier antarvariabel, sedangkan hubungan non-linier atau struktural mungkin terjadi di pasar syariah.
3. Data sukuk dan obligasi masih bersifat agregat, belum dipisahkan berdasarkan jenis penerbit (pemerintah dan korporasi).

5.4 Saran Penelitian Selanjutnya

1. Penelitian berikutnya dapat memperluas periode observasi dan memasukkan variabel tambahan seperti inflasi syariah atau indeks keuangan islam global.
2. Disarankan menggunakan pendekatan model *ARDL Bound Testing* atau *Nonlinear ARDL* (NARDL) untuk menangkap hubungan asimetris antara variabel syariah dan makroekonomi.
3. Penelitian mendatang dapat mengkaji perbandingan antara Indonesia dan negara-negara anggota OIC untuk menilai posisi pasar modal syariah Indonesia secara global.