

## **Pengaruh Sukuk Negara dan Pembiayaan Perbankan Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia: Pendekatan ARDL dengan Investasi dan Inflasi sebagai Variabel Kontrol**

**Etin Kurniatin<sup>1\*</sup>, Ani Sofia Diyani<sup>2</sup>, Ade Fajar Ramdhani<sup>3</sup>**

<sup>1</sup> Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Darussalam Ciamis, Ciamis, Indonesia

| Article Info                                                                                                  | ABSTRAK                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Article history:</b><br>Received Oktober 15, 2026<br>Revised Oktober 15, 2026<br>Accepted Oktober 16, 2026 | <p> Penelitian ini menganalisis pengaruh outstanding sukuk negara dan pembiayaan perbankan syariah terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia dengan pembentukan modal tetap bruto (PMTB) dan inflasi sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan data sekunder runtut waktu triwulanan periode 2010:T1–2025:T4 (56 observasi setelah penyesuaian lag) yang dianalisis dengan pendekatan Autoregressive Distributed Lag (ARDL) bounds testing. Hasil uji bounds menunjukkan adanya hubungan jangka panjang di antara variabel penelitian (<math>F = 13,28</math>; signifikan pada tingkat 1%). Namun, dalam jangka panjang tidak satu pun variabel independen berpengaruh signifikan secara individual terhadap Produk Domestik Bruto (PDB). Dalam jangka pendek, PMTB merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, sedangkan sukuk, pembiayaan syariah, dan inflasi tidak signifikan. Koefisien koreksi kesalahan sebesar <math>-0,531</math> menunjukkan bahwa sekitar 53,1% ketidakseimbangan jangka pendek terkoreksi setiap triwulan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia lebih banyak digerakkan oleh akumulasi modal fisik, sehingga dana yang dihimpun melalui sukuk dan perbankan syariah perlu diarahkan lebih kuat ke investasi produktif agar berdampak nyata terhadap pertumbuhan. </p> |
| <b>Kata Kunci:</b><br>Sukuk,<br>Pembiayaan syariah,<br>Pertumbuhan ekonomi,<br>Investasi,<br>Inflasi          | <p> <b>ABSTRACT</b><br/> <i>This study analyzes the effect of outstanding sovereign sukuk and Islamic bank financing on economic growth in Indonesia, with gross fixed capital formation (GFCF) and inflation as control variables. It uses quarterly secondary time-series data for the period 2010Q1–2025Q4 (56 observations after lag adjustment), analyzed with the autoregressive distributed lag (ARDL) bounds testing approach. The bounds test indicates a long-run relationship among the research variables (<math>F = 13.28</math>, significant at the 1% level). However, in the long run, none of the independent variables individually has a significant effect on gross domestic product (GDP). In the short run, GFCF is the only variable with a positive and significant effect on economic growth, whereas sukuk, Islamic bank financing, and inflation are not statistically significant. The error correction coefficient of <math>-0.531</math> indicates that approximately 53.1% of the short-run disequilibrium is corrected each quarter. These findings indicate that Indonesia's economic growth is driven mainly by physical capital accumulation; therefore, funds mobilized through sukuk and</i> </p>                                                                                                                                                        |

---

*Islamic banks need to be directed more strongly toward productive investment to have a tangible impact on growth.*

---

*This is an open access article under the [CC BY](#) license*



---

**Corresponding Author:**

Etin Kurniatin  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Darussalam Ciamis,  
Ciamis, Indonesia  
Email: etinkurnia@uidc.ac.id

---

## 1. PENDAHULUAN

Perekonomian Indonesia menunjukkan ketahanan yang cukup baik pada masa pascapandemi, tetapi struktur sumber pembiayaan dan mekanisme penyalurannya telah banyak berubah dalam beberapa dekade terakhir. Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia tumbuh 5,11% pada tahun 2025 (c-to-c), sedikit lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan tahun 2024 sebesar 5,03% [1]. Pertumbuhan tersebut tidak hanya ditopang oleh konsumsi rumah tangga, tetapi juga oleh investasi fisik yang tercermin dalam pembentukan modal tetap bruto (PMTB). Di sisi lain, stabilitas harga tetap menjadi prasyarat penting karena inflasi yang tinggi dan bergejolak dapat menggerus daya beli serta menimbulkan ketidakpastian dalam keputusan investasi.

Dari sisi pembiayaan, sukuk dan pembiayaan perbankan syariah berperan penting sebagai sumber pendanaan alternatif bagi proyek infrastruktur dan sektor riil. Pemerintah menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau sukuk negara untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), termasuk proyek-proyek strategis [2]. Sukmana [3] menggambarkan sukuk negara ritel sebagai instrumen yang efektif untuk menghimpun dana masyarakat guna menutup defisit anggaran. Sementara itu, dari sisi intermediasi, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mencatat bahwa pembiayaan perbankan syariah mencapai Rp685,55 triliun pada Oktober 2025 atau tumbuh 7,78% secara tahunan, seiring dengan total aset perbankan syariah yang telah melampaui Rp1.000 triliun [4].

Secara teoretis, hubungan antara instrumen keuangan syariah dan output perekonomian dapat dijelaskan melalui teori intermediasi keuangan dan mobilisasi sumber daya. Menurut teori ini, penyaluran dana dari pihak yang kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan dana, baik melalui pasar modal maupun perbankan, memperbaiki alokasi modal dan mendorong investasi produktif sehingga menopang pertumbuhan ekonomi [5]. Dalam keuangan syariah, sukuk memiliki fungsi ganda. Bagi pemerintah dan korporasi, sukuk merupakan sumber pembiayaan proyek produktif; bagi investor, sukuk merupakan instrumen investasi yang memperdalam pasar modal syariah dan memperkuat kapasitas pembiayaan jangka panjang.

Sebagian besar bukti empiris mendukung peran positif sukuk. Dengan metode system GMM pada negara-negara penerbit sukuk periode 1995–2015, Smaoui dan Nechi [6] menemukan bahwa perkembangan pasar sukuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Ledhem [7] melaporkan bahwa penerbitan sekuritas syariah meningkatkan pertumbuhan ekonomi di Asia Tenggara (Malaysia, Indonesia, dan Brunei Darussalam). Yusuf et al. [8] juga menyimpulkan bahwa pembiayaan sukuk efektif mendorong pertumbuhan jangka panjang dan mengurangi kemiskinan di ketiga negara tersebut, sedangkan Naz dan Gulzar [9] meneliti pengaruh penerbitan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi di enam negara Islam, termasuk Indonesia. Dari sisi perbankan, Abduh dan Omar [10] menggunakan model ARDL dengan data triwulanan 2003:T1–2010:T2 dan menemukan hubungan jangka pendek

maupun jangka panjang yang signifikan antara perkembangan perbankan syariah dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Saleem et al. [11], yang menerapkan ARDL pada sistem perbankan ganda di Pakistan, juga menyimpulkan bahwa intermediasi keuangan yang kuat mendorong pertumbuhan, baik pada sektor keuangan syariah maupun konvensional.

Selain faktor keuangan, pertumbuhan ekonomi juga ditentukan oleh akumulasi modal dan stabilitas makroekonomi. Dalam model pertumbuhan neoklasik, akumulasi modal fisik merupakan sumber utama peningkatan output [12], dan De Long dan Summers [13] menunjukkan bahwa investasi, khususnya investasi peralatan, berkorelasi kuat dengan pertumbuhan ekonomi lintas negara. Sementara itu, Fischer [14] menemukan bahwa inflasi yang tinggi berasosiasi dengan pertumbuhan yang lebih rendah karena menghambat akumulasi modal dan pertumbuhan produktivitas, sedangkan Khan dan Senhadji [15] menunjukkan bahwa inflasi di atas ambang tertentu berdampak negatif terhadap pertumbuhan di negara berkembang. Oleh karena itu, PMTB dan inflasi perlu dikendalikan dalam model. Tanpa pengendalian kedua variabel tersebut, pengaruh sukuk dan pembiayaan syariah berisiko tercampur dengan pengaruh investasi dan kondisi makroekonomi.

Meskipun peran sukuk dan keuangan syariah terhadap kinerja makroekonomi telah banyak dikaji, sepanjang pengetahuan penulis masih sedikit penelitian yang menguji outstanding sukuk dan pembiayaan perbankan syariah secara bersamaan dalam satu model ARDL untuk Indonesia dengan mengendalikan investasi (PMTB) dan stabilitas harga (inflasi). Sebagian besar penelitian terdahulu menguji sukuk atau perbankan syariah secara terpisah, atau menggunakan sampel lintas negara sehingga kurang menangkap kekhasan perekonomian Indonesia. Penelitian ini berupaya mengisi celah tersebut dengan periode pengamatan yang lebih panjang dan mutakhir, yaitu 2010–2024.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh jangka panjang dan jangka pendek outstanding sukuk dan pembiayaan perbankan syariah terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia, dengan PMTB dan inflasi sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bukti empiris bagi perumusan kebijakan fiskal, pengembangan pasar modal syariah, dan penguatan intermediasi perbankan syariah.

## **2. METODE**

Penelitian ini menggunakan data sekunder runtut waktu triwulanan periode 2010:T1–2024:T4 (60 observasi) yang bersumber dari lembaga resmi di Indonesia. Data triwulanan dipilih karena PDB tersedia pada frekuensi tersebut dan mampu menangkap dinamika jangka pendek maupun hubungan jangka panjang antara instrumen keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi. Definisi operasional dan sumber data setiap variabel disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Variabel dan Sumber Data

| <b>Variabel</b>    | <b>Definisi</b>                                                                             | <b>Sumber Data</b> |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| PDB                | Produk Domestik Bruto riil (harga konstan), triwulanan                                      | BPS                |
| Outstanding Sukuk  | Total nilai outstanding sukuk negara (SBSN), triwulanan                                     | DJPPR              |
| Pembiayaan Syariah | Total pembiayaan bank umum syariah dan unit usaha syariah kepada sektor nonbank, triwulanan | OJK                |
| PMTB (GFCF)        | Pembentukan Modal Tetap Bruto riil (harga konstan), triwulanan                              | BPS                |
| Inflasi            | Inflasi Indeks Harga Konsumen (IHK), year-on-year, dalam persen                             | BPS                |

Catatan: Seluruh variabel ditransformasikan ke dalam logaritma natural (LN) sebelum diestimasi.

PDB digunakan sebagai indikator utama pertumbuhan ekonomi karena mencerminkan kinerja perekonomian secara keseluruhan [1]. Outstanding sukuk diproksikan dengan total nilai sukuk negara

yang beredar, yang mencerminkan peran pasar modal syariah dalam membiayai APBN dan proyek produktif pemerintah [2]. Pembiayaan perbankan syariah diukur dengan total pembiayaan kepada sektor nonbank, yang mencerminkan kontribusi perbankan syariah terhadap sektor riil [4]. PMTB digunakan sebagai proksi investasi fisik yang menambah stok modal perekonomian, sedangkan inflasi digunakan sebagai indikator stabilitas harga yang memengaruhi daya beli dan keputusan investasi. Seluruh estimasi dilakukan dengan perangkat lunak EViews versi 14.

## 2.1 Model Empiris

Penelitian ini menganalisis hubungan antara perkembangan instrumen keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi diukur dengan PDB riil, sedangkan variabel independen utama adalah outstanding sukuk dan pembiayaan perbankan syariah. PMTB dan inflasi dimasukkan sebagai variabel kontrol untuk menangkap pengaruh investasi fisik dan stabilitas harga.

Karena seluruh variabel berupa data runtut waktu, tahap pertama adalah uji stasioneritas untuk memastikan tidak ada variabel yang terintegrasi pada orde dua,  $I(2)$ , sehingga terhindar dari regresi lancung (spurious regression). Stasioneritas diuji dengan uji akar unit Augmented Dickey-Fuller (ADF) dan Phillips-Perron (PP). Apabila seluruh variabel terintegrasi pada  $I(0)$  atau  $I(1)$ , analisis dilanjutkan dengan uji kointegrasi ARDL bounds test [16]. Panjang lag optimal ditentukan berdasarkan [Akaike Information Criterion (AIC) dengan lag maksimum 4]. Jika terdapat kointegrasi, hubungan jangka panjang dan dinamika jangka pendek diestimasi dalam satu kerangka. Secara fungsional, model penelitian dinyatakan sebagai berikut:

$$GDP_t = f(SUKUK_t, FIN_t, GFCF_t, INFLASI_t)$$

Fungsi tersebut kemudian dispesifikasikan ke dalam model ekonometrika berikut:

$$\ln GDP_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln SUKUK_t + \alpha_2 \ln FIN_t + \alpha_3 \ln GFCF_t + \alpha_4 \ln INFLASI_t + \varepsilon_t$$

dengan  $GDP_t$  adalah PDB riil,  $SUKUK_t$  adalah outstanding sukuk negara,  $FIN_t$  adalah total pembiayaan perbankan syariah,  $GFCF_t$  adalah pembentukan modal tetap bruto (PMTB),  $INFLASI_t$  adalah tingkat inflasi, dan  $\varepsilon_t$  adalah error term. Seluruh variabel ditransformasikan ke dalam logaritma natural sehingga koefisiennya dapat dibaca sebagai elastisitas. Untuk menangkap dinamika jangka pendek dan penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang, model tersebut diubah ke dalam bentuk Error Correction Model (ECM):

$$\Delta \ln GDP_t = \beta_0 + \sum_i \beta_{1i} \Delta \ln GDP_{t-i} + \sum_i \beta_{2i} \Delta \ln SUKUK_{t-i} + \sum_i \beta_{3i} \Delta \ln FIN_{t-i} + \sum_i \beta_{4i} \Delta \ln GFCF_{t-i} + \sum_i \beta_{5i} \Delta \ln INFLASI_{t-i} + \lambda ECM_{t-1} + u_t$$

Koefisien  $ECM_{t-1}$  ( $\lambda$ ) diharapkan bernilai negatif dan signifikan secara statistik, yang menunjukkan adanya proses penyesuaian dari ketidakseimbangan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang. Untuk memastikan validitas hasil estimasi, dilakukan uji diagnostik yang meliputi uji autokorelasi (Breusch-Godfrey), heteroskedastisitas (Breusch-Pagan-Godfrey), normalitas (Jarque-Bera), dan spesifikasi model (Ramsey RESET). Stabilitas parameter diuji dengan Cumulative Sum of Recursive Residuals (CUSUM) dan CUSUM of Squares (CUSUMSQ).

## 2.2 Hipotesis dan Tanda yang Diharapkan

Berdasarkan kerangka teori dan kajian literatur, hipotesis jangka panjang penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) outstanding sukuk berpengaruh positif terhadap PDB [6], [7]; (2) pembiayaan perbankan syariah berpengaruh positif terhadap PDB [10]; (3) PMTB berpengaruh positif terhadap PDB [12], [13]; dan (4) inflasi berpengaruh negatif terhadap PDB [14], [15].

## 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 3.1 Uji Stasioneritas Data

Uji stasioneritas dilakukan untuk mengetahui orde integrasi setiap variabel sebelum model ARDL diestimasi. Pendekatan ARDL dapat digunakan untuk variabel dengan orde integrasi campuran,  $I(0)$  dan

I(1), tetapi tidak dapat digunakan apabila terdapat variabel yang terintegrasi pada orde dua, I(2) [16]. Hasil uji akar unit disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Uji Akar Unit

| Variabel  | ADF Level    | ADF Diferensi Pertama | PP Level     | PP Diferensi Pertama |
|-----------|--------------|-----------------------|--------------|----------------------|
| LNGDP     | -0,940248    | -3,140590             | -1,672273    | -10,06833***         |
| LNSUKUK   | -2,006335    | -1,475487             | -5,000093*** | -9,575498***         |
| LNFIN     | -5,139845*** | -4,922404***          | -3,670779**  | -5,056066***         |
| LNGFCF    | -1,586492    | -2,836214             | -1,721860    | -10,89938***         |
| LNINFLASI | -7,336196*** | -7,440683***          | -7,398228*** | -38,77138***         |

Catatan: Angka yang dilaporkan adalah nilai statistik uji. Tanda \*, \*\*, dan \*\*\* menunjukkan signifikansi pada tingkat 10%, 5%, dan 1%.

Tabel 2 menunjukkan bahwa hasil uji ADF dan PP tidak sepenuhnya seragam, terutama untuk LNGDP dan LNSUKUK. Berdasarkan uji PP, yang lebih tahan terhadap autokorelasi dan heteroskedastisitas residual, LNGDP dan LNGFCF baru stasioner pada diferensi pertama sehingga tergolong I(1), sedangkan LNSUKUK, LNFIN, dan LNINFLASI telah stasioner pada level sehingga tergolong I(0). Stasioneritas LNFIN dan LNINFLASI pada level juga dikonfirmasi oleh uji ADF. Dengan demikian, variabel dalam model merupakan kombinasi I(0) dan I(1), dan tidak ada variabel yang terintegrasi pada orde dua. Kondisi ini memenuhi syarat penerapan pendekatan bounds testing [16].

### 3.2 Uji Kointegrasi ARDL Bounds Test

Tahap berikutnya adalah uji kointegrasi dengan ARDL bounds test. Hipotesis nol ( $H_0$ ) menyatakan tidak terdapat hubungan jangka panjang, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_1$ ) menyatakan terdapat hubungan jangka panjang. Nilai statistik F dibandingkan dengan nilai kritis batas bawah, I(0), dan batas atas, I(1). Jika statistik F lebih besar dari batas atas,  $H_0$  ditolak; jika lebih kecil dari batas bawah,  $H_0$  tidak ditolak; dan jika berada di antara keduanya, hasil uji tidak dapat disimpulkan (inconclusive).

Tabel 3. ARDL Bounds Test

| Statistik Uji        | Nilai    | Signif. | I(0)          | I(1)          |
|----------------------|----------|---------|---------------|---------------|
| F-statistic          | 13,28233 | 10%     | 2,200 (2,345) | 3,090 (3,280) |
| k                    | 4        | 5%      | 2,560 (2,763) | 3,490 (3,813) |
| Ukuran Sampel Aktual | 56       | 1%      | 3,290 (3,738) | 4,370 (4,947) |

Catatan: Angka di luar kurung adalah nilai kritis asimtotik ( $n = 1.000$ ) dari Pesaran et al. [16]; angka di dalam kurung adalah nilai kritis sampel terbatas ( $n = 55$ ) dari Narayan [17].

Tabel 3 menunjukkan bahwa statistik F sebesar 13,28 lebih besar daripada batas atas pada seluruh tingkat signifikansi, termasuk pada tingkat 1% (4,370 untuk nilai kritis asimtotik dan 4,947 untuk sampel terbatas). Dengan demikian,  $H_0$  ditolak, yang berarti terdapat hubungan jangka panjang (kointegrasi) antara pertumbuhan ekonomi (LNGDP), suku (LNSUKUK), pembiayaan syariah (LNFIN), PMTB (LNGFCF), dan inflasi (LNINFLASI).

### 3.3 Estimasi Hubungan Jangka Panjang

Setelah kointegrasi terkonfirmasi, koefisien jangka panjang diestimasi dari model ARDL yang terpilih berdasarkan kriteria AIC. Hasil estimasi disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Estimasi Hubungan Jangka Panjang

| Variabel  | Koefisien | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|-----------|-----------|------------|-------------|--------|
| LNSUKUK   | -0,557416 | 5,267181   | -0,105828   | 0,9162 |
| LNFIN     | -0,624742 | 6,086287   | -0,102647   | 0,9188 |
| LNGFCF    | 2,386991  | 17,21453   | 0,138661    | 0,8904 |
| LNINFLASI | -1,360295 | 11,54030   | -0,117873   | 0,9068 |
| C         | -9,025665 | 161,0326   | -0,056049   | 0,9556 |

Catatan: Kasus 2 – konstanta terestriksi tanpa tren (restricted constant and no trend). Tanda \*, \*\*, dan \*\*\* menunjukkan signifikansi pada tingkat 10%, 5%, dan 1%.

Tabel 4 menunjukkan bahwa tidak ada satu pun variabel yang berpengaruh signifikan dalam jangka panjang karena seluruh nilai probabilitas berada jauh di atas 0,10. Koefisien sukuk bernilai negatif sebesar -0,557 dengan probabilitas 0,916, sehingga outstanding sukuk tidak berpengaruh signifikan terhadap PDB dalam jangka panjang. Temuan ini berbeda dengan Smaoui dan Nechi [6], Ledhem [7], serta Yusuf et al. [8], yang menemukan pengaruh positif sukuk terhadap pertumbuhan. Perbedaan ini diduga terjadi karena sebagian besar penerbitan SBSN digunakan untuk menutup defisit APBN secara umum, sedangkan porsi sukuk berbasis proyek yang langsung membiayai kegiatan produktif relatif kecil, sehingga dampaknya terhadap output tidak tertangkap secara langsung.

Pembiayaan syariah juga memiliki koefisien negatif sebesar -0,625 dengan probabilitas 0,919 sehingga tidak berpengaruh signifikan dalam jangka panjang. Hasil ini tidak sejalan dengan Abduh dan Omar [10] serta Saleem et al. [11]. Salah satu penjelasannya adalah pangsa perbankan syariah yang masih relatif kecil dibandingkan dengan perbankan nasional, serta porsi pembiayaan konsumtif yang masih cukup besar sehingga kontribusinya terhadap kapasitas produksi belum optimal.

PMTB memiliki koefisien positif sebesar 2,387, sedangkan inflasi memiliki koefisien negatif sebesar -1,360. Arah kedua koefisien sesuai dengan hipotesis [12], [14], tetapi keduanya tidak signifikan secara statistik (probabilitas 0,890 dan 0,907).

Galat baku yang sangat besar pada seluruh koefisien jangka panjang (misalnya 17,215 untuk PMTB dan 161,033 untuk konstanta) mengindikasikan bahwa koefisien jangka panjang tidak terestimasi secara presisi. Kondisi ini dapat disebabkan oleh tingginya korelasi antarvariabel level yang sama-sama memiliki tren meningkat (sukuk, pembiayaan, dan PMTB) serta jumlah observasi yang relatif terbatas. Dengan demikian, meskipun uji bounds mengonfirmasi adanya hubungan jangka panjang secara bersama-sama, kontribusi masing-masing variabel dalam jangka panjang belum dapat diidentifikasi secara individual.

### 3.4 Estimasi Jangka Pendek

Dinamika jangka pendek diestimasi dengan ECM untuk melihat pengaruh perubahan setiap variabel terhadap perubahan PDB serta kecepatan penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang. Hasilnya disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5. Estimasi Jangka Pendek

| Variabel     | Koefisien    | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|--------------|--------------|------------|-------------|--------|
| D(LNSUKUK)   | 0,009072     | 0,041780   | 0,217135    | 0,8289 |
| D(LNFIN)     | 0,076670     | 0,071865   | 1,066856    | 0,2909 |
| D(LNGFCF)    | 0,316750***  | 0,088455   | 3,580934    | 0,0007 |
| D(LNINFLASI) | 0,002423     | 0,002305   | 1,051405    | 0,2978 |
| ECT(-1)      | -0,530910*** | 0,138935   | -3,821295   | 0,0004 |
| C            | 0,003610     | 0,005298   | 0,681413    | 0,4986 |

Catatan: ECT(-1) adalah error correction term satu periode sebelumnya. Tanda \*, \*\*, dan \*\*\* menunjukkan signifikansi pada tingkat 10%, 5%, dan 1%.

Tabel 5 menunjukkan bahwa dalam jangka pendek PMTB merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Koefisien D(LNGFCF) sebesar 0,317 dengan probabilitas 0,0007 berarti kenaikan laju pertumbuhan PMTB sebesar 1 poin persentase berasosiasi dengan kenaikan laju pertumbuhan PDB sekitar 0,32 poin persentase pada triwulan yang sama. Temuan ini sejalan dengan teori pertumbuhan neoklasik yang menempatkan akumulasi modal sebagai penggerak utama output [12]. Sebaliknya, suku (koefisien 0,009; probabilitas 0,829), pembiayaan syariah (0,077; 0,291), dan inflasi (0,002; 0,298) tidak berpengaruh signifikan dalam jangka pendek. Tidak signifikannya suku dan pembiayaan syariah berbeda dengan temuan Abduh dan Omar [10] serta Yusuf et al. [8], dan mengindikasikan bahwa dana yang dihimpun melalui kedua instrumen tersebut belum langsung ditransmisikan menjadi tambahan output dalam jangka pendek.

Koefisien ECT(-1) sebesar -0,531 dengan probabilitas 0,0004 bernilai negatif dan signifikan pada tingkat 1%. Hasil ini mengonfirmasi bekerjanya mekanisme koreksi kesalahan: sekitar 53,1% ketidakseimbangan pada periode sebelumnya terkoreksi dalam satu triwulan, sehingga dibutuhkan sekitar 1,9 triwulan ( $1/0,531$ ) agar perekonomian kembali ke keseimbangan jangka panjang setelah terjadi guncangan.

### 3.5 Uji Diagnostik dan Stabilitas

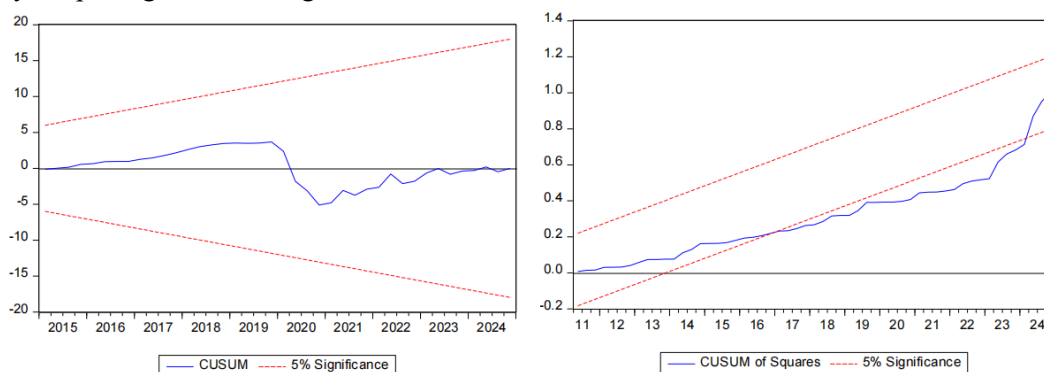
Uji diagnostik dilakukan untuk memastikan bahwa model ARDL terpilih memenuhi asumsi klasik sehingga hasil estimasinya dapat diandalkan. Hasil uji disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6. Uji Diagnostik

| Uji                                       | Statistik | Prob. | Kesimpulan                    |
|-------------------------------------------|-----------|-------|-------------------------------|
| Breusch-Godfrey Serial Correlation LM     | 1,842     | 0,398 | Tidak ada autokorelasi        |
| Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedastisitas | 7,215     | 0,407 | Homoskedastis                 |
| Jarque-Bera Normalitas                    | 2,106     | 0,349 | Residual berdistribusi normal |
| Ramsey RESET                              | 0,873     | 0,391 | Spesifikasi model tepat       |

Catatan: Statistik Breusch-Godfrey dan Breusch-Pagan-Godfrey adalah  $Obs \cdot R\text{-squared}$  (chi-square), sedangkan statistik Ramsey RESET adalah t-statistic. Kesimpulan didasarkan pada tingkat signifikansi 5%; probabilitas di atas 0,05 berarti  $H_0$  (tidak ada autokorelasi, residual homoskedastis, residual berdistribusi normal, dan spesifikasi model tepat) tidak ditolak.

Tabel 6 menunjukkan bahwa seluruh uji diagnostik menghasilkan probabilitas di atas 0,05. Uji Breusch-Godfrey (probabilitas 0,398) menunjukkan bahwa residual tidak mengandung autokorelasi, dan uji Breusch-Pagan-Godfrey (probabilitas 0,407) menunjukkan bahwa varians residual bersifat homoskedastis. Uji Jarque-Bera (probabilitas 0,349) menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal, sedangkan uji Ramsey RESET (probabilitas 0,391) menunjukkan bahwa model telah terspesifikasi dengan tepat. Dengan demikian, model ARDL yang diestimasi memenuhi asumsi klasik, dan hasil estimasinya dapat digunakan sebagai dasar inferensi.



Gambar 1. Hasil Uji Stabilitas CUSUM dan CUSUMSQ

Gambar 1 menunjukkan bahwa garis CUSUM berada di dalam batas kritis 5% sepanjang periode pengamatan, meskipun sempat turun tajam pada 2020 seiring guncangan pandemi COVID-19. Sementara itu, garis CUSUMSQ keluar dari batas bawah kritis 5% pada kisaran 2017–2023 sebelum kembali ke dalam batas pada 2024. Dengan demikian, koefisien model relatif stabil berdasarkan uji CUSUM, tetapi uji CUSUMSQ mengindikasikan adanya ketidakstabilan varians residual pada sebagian periode pengamatan. Ketidakstabilan ini kemungkinan berkaitan dengan guncangan pandemi sehingga penelitian selanjutnya disarankan memasukkan variabel dummy COVID-19.

#### **4. KESIMPULAN**

Penelitian ini menguji pengaruh instrumen keuangan syariah (sukuk negara dan pembiayaan perbankan syariah) terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia dengan PMTB dan inflasi sebagai variabel kontrol menggunakan pendekatan ARDL. Hasil bounds test mengonfirmasi adanya hubungan jangka panjang di antara seluruh variabel. Namun, secara individual tidak ada variabel yang berpengaruh signifikan dalam jangka panjang, dan galat baku yang besar menunjukkan bahwa koefisien jangka panjang belum terestimasi secara presisi. Dalam jangka pendek, PMTB merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh positif dan signifikan, sedangkan sukuk, pembiayaan syariah, dan inflasi tidak signifikan. Koefisien error correction term bernilai negatif dan signifikan dengan kecepatan penyesuaian sekitar 53,1% per triwulan.

Temuan ini mengimplikasikan bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia selama periode pengamatan lebih banyak digerakkan oleh akumulasi modal fisik daripada oleh volume sukuk dan pembiayaan syariah itu sendiri. Oleh karena itu, pemerintah perlu memperbesar porsi sukuk berbasis proyek (project-based sukuk) yang langsung membiayai infrastruktur dan sektor produktif, sementara perbankan syariah perlu meningkatkan porsi pembiayaan produktif, seperti modal kerja dan investasi, agar dana yang dihimpun benar-benar menambah kapasitas produksi. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu periode pengamatan yang relatif pendek, ketidakstabilan varians residual yang ditunjukkan oleh uji CUSUMSQ, serta belum dimasukkannya guncangan pandemi ke dalam model. Penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel dummy COVID-19, membedakan sukuk berbasis proyek dari sukuk nonproyek, menambahkan sukuk korporasi, atau membandingkannya dengan kredit perbankan konvensional.

#### **REFERENSI**

- [1] Badan Pusat Statistik, “Ekonomi Indonesia Tahun 2025 Tumbuh 5,11 Persen,” Berita Resmi Statistik, 2026. [Online]. Available: <https://www.bps.go.id/id/pressrelease/2026/02/05/2546>
- [2] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, “Surat Berharga Syariah Negara (SBSN),” Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2025.
- [3] R. Sukmana, “A critical assessment of retail sovereign sukuk in Indonesia,” *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 12, no. 2, pp. 243–262, 2020, doi: 10.1108/QRFM-10-2018-0109.
- [4] Otoritas Jasa Keuangan, “Semakin Akseleratif, Aset Perbankan Syariah Tembus Seribu Triliun,” Siaran Pers SP 222/GKPB/OJK/XII/2025, Dec. 11, 2025. [Online]. Available: <https://ojk.go.id>
- [5] R. Levine, “Finance and growth: Theory and evidence,” in *Handbook of Economic Growth*, vol. 1A, P. Aghion and S. N. Durlauf, Eds. Elsevier, 2005, pp. 865–934, doi: 10.1016/S1574-0684(05)01012-9.
- [6] H. Smaoui and S. Nechi, “Does sukuk market development spur economic growth?,” *Research in International Business and Finance*, vol. 41, pp. 136–147, 2017, doi: 10.1016/j.ribaf.2017.04.018.
- [7] M. A. Ledhem, “Islamic securities (ṣukūk) and economic growth: New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression,” *Islamic Economic Studies*, vol. 29, no. 2, pp. 119–138, 2022, doi: 10.1108/IES-06-2021-0020.

- [8] A. A. Yusuf, A. K. Maryam, D. F. Shiddieqy, and A. Awad, "The role of sukuk financing in economic growth and poverty reduction: Empirical evidence from selected ASEAN countries," *Public and Municipal Finance*, vol. 14, no. 2, pp. 42–50, 2025, doi: 10.21511/pmf.14(2).2025.04.
- [9] S. A. Naz and S. Gulzar, "Does the sukuk issuance boost economic growth? Evidence from selected Islamic economies," *Global Business Review*, 2022, doi: 10.1177/09721509221093894.
- [10] M. Abduh and M. A. Omar, "Islamic banking and economic growth: The Indonesian experience," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol. 5, no. 1, pp. 35–47, 2012, doi: 10.1108/17538391211216811.
- [11] A. Saleem, J. Sági, and B. Setiawan, "Islamic financial depth, financial intermediation, and sustainable economic growth: ARDL approach," *Economies*, vol. 9, no. 2, art. 49, 2021, doi: 10.3390/economies9020049.
- [12] R. M. Solow, "A contribution to the theory of economic growth," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, no. 1, pp. 65–94, 1956, doi: 10.2307/1884513.
- [13] J. B. De Long and L. H. Summers, "Equipment investment and economic growth," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, no. 2, pp. 445–502, 1991, doi: 10.2307/2937944.
- [14] S. Fischer, "The role of macroeconomic factors in growth," *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, no. 3, pp. 485–512, 1993, doi: 10.1016/0304-3932(93)90027-D.
- [15] M. S. Khan and A. S. Senhadji, "Threshold effects in the relationship between inflation and growth," *IMF Staff Papers*, vol. 48, no. 1, pp. 1–21, 2001.
- [16] M. H. Pesaran, Y. Shin, and R. J. Smith, "Bounds testing approaches to the analysis of level relationships," *Journal of Applied Econometrics*, vol. 16, no. 3, pp. 289–326, 2001, doi: 10.1002/jae.616.
- [17] P. K. Narayan, "The saving and investment nexus for China: Evidence from cointegration tests," *Applied Economics*, vol. 37, no. 17, pp. 1979–1990, 2005, doi: 10.1080/00036840500278103.