



## ASESMEN KONTRIBUSI KEUANGAN SYARIAH TERHADAP PERTUMBUHAN EKONOMI DI INDONESIA

Moh. Herman Eko Santoso<sup>1</sup>, Mohamad Soleh Nurzaman<sup>2</sup>

Program Studi Kajian Wilayah Timur Tengah dan Islam, Sekolah Kajian Strategik dan Global,  
Universitas Indonesia<sup>1,2</sup>  
santoso.mhe@gmail.com<sup>1</sup>, ms.nurzaman@ui.ac.id<sup>2</sup>

Received: 28 January 2020; Revised: 26 February 2020; Accepted: 05 March 2020

### Keywords:

Islamic Finance,  
Economic Growth,  
Vector Error  
Correction Model  
(VECM)

### ABSTRACT

Islamic finance is one of the most rapidly growing sectors in the financial system in Indonesia. At the same time the Indonesian economy also showed positive growth. The main objective of this research is to assess Islamic finance in Indonesia's economic growth. This paper analyzes empirically the relationship between the development of the Islamic financial system and economic growth in Indonesia. The data used are time series from 2012 to 2019. These data include disbursed Islamic bank financing, the amount of sovereign sukuk issuance and corporate sukuk as independent variables related to proxies for the development of Islamic financial systems and proxies for economic growth as dependent variable. For the analysis, the unit root test, cointegration test and granger causality test were done. The basic analysis used in this research is the Vector Error Correction Model (VECM), and the Granger Causality Test is used to determine the direction of causality. This study also uses the Impulse Response Function and Variance Decomposition to determine the shock of each variable against the other variables. Empirical results show there is a positive relationship between the growth of the Islamic financial sector and economic growth in Indonesia. This is evidence that the Islamic banking system and sukuk can encourage economic growth. Structural analysis on VECM through the analysis of Variance Decomposition obtained from the results of Islamic banks and state sukuk is the dominant variable that contributes to the shock of economic growth. Therefore, in terms of improving the Indonesian economy growth, disbursed Islamic bank financing and sukuk can be considered as an effective financial instrument.

### Kata Kunci:

Keuangan  
Syariah,  
Pertumbuhan  
Ekonomi, *Vector*  
*Error Correction*  
*Model* (VECM)

### ABSTRAK

Keuangan syariah adalah salah satu sektor dalam sistem keuangan di Indonesia yang tumbuh paling cepat. Pada saat yang bersamaan ekonomi Indonesia juga menunjukkan pertumbuhan yang positif. Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menilai kontribusi keuangan Islam dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia. Data yang digunakan adalah *time series* tahun 2012 hingga 2019. Data tersebut diantaranya pembiayaan bank syariah yang disalurkan, nilai penerbitan sukuk negara dan sukuk korporasi sebagai variabel independen yang mewakili proksi untuk pengembangan sistem keuangan syariah dan proksi pertumbuhan ekonomi sebagai variabel dependen. Untuk analisis, dilakukan uji unit root, uji kointegrasi dan uji kausalitas Granger. Analisis dasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *Vector Error Correction Model* (VECM), dan Uji Kausalitas Granger digunakan untuk menentukan arah kausalitas. Penelitian ini juga menggunakan *Impulse Response Function* dan



---

*Variance Decomposition* untuk menentukan dampak *shock* pada masing-masing variabel terhadap variabel yang lain. Hasil empiris menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara pertumbuhan sektor keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Hal ini menjadi bukti bahwa sistem perbankan syariah dan sukuk dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Analisis struktural pada VECM melalui analisis *Variance Decomposition* diperoleh hasil bahwa pembiayaan bank syariah dan sukuk negara adalah variabel dominan yang berkontribusi terhadap *shock* pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, dalam hal meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia, pembiayaan yang disalurkan bank syariah dan sukuk dapat dianggap sebagai instrumen keuangan yang efektif.

---

## PENDAHULUAN

Industri jasa keuangan syariah telah mengalami pertumbuhan yang signifikan di seluruh dunia selama empat dekade terakhir. Berkembang dari entitas kecil menjadi sistem perantara keuangan mainstream, dan sering disebut sebagai layanan keuangan dengan peningkatan pertumbuhan dalam ukuran aset, penyebaran geografis dan juga pengembangan dari sisi lembaga dan regulator keuangan (Muhammad dan Dauda, 2018). Berdasarkan laporan *Global Islamic Finance Report (GIFR) 2019* menempatkan Indonesia sebagai negara di peringkat pertama dalam Pasar Keuangan Syariah Global dengan nilai *Islamic Finance Country Index (IFCI)* 81,93. Suatu kebanggaan, mengingat tahun sebelumnya Indonesia berada di peringkat keenam. Data laporan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia menunjukkan bahwa pada Juni 2019 total aset keuangan syariah Indonesia (tidak termasuk Saham Syariah) mencapai Rp1.335,41 triliun atau USD 94,44 miliar, nilai tersebut setara dengan 8,29 persen dari total aset keuangan Indonesia.

Menurut (Tabash dan Dhankar, 2014) keuangan Islam disebut sebagai instrumen keuangan berdasarkan prinsip dan struktur Islam, struktur transaksi muslim terkait pembayaran bunga, perjudian, dan spekulasi. Aturan dan praktik ini berasal dari hukum Islam primer dan sekunder yang berisi konsensus pemikiran yang bersumber dari Al-Quran dan Hadits. Syariah melarang bunga, *Gharar* (ketidakpastian) dan judi serta larangan pembiayaan kegiatan yang dianggap berbahaya bagi komunitas atau masyarakat. Menurut (Ökte, 2016) keuangan Syariah harus terhubung langsung dengan ekonomi riil karena fungsi utamanya adalah menyediakan pembiayaan untuk kegiatan ekonomi riil. (Kassim, 2016) juga menjelaskan bahwa sistem keuangan syariah yang maju akan memobilisasi lebih banyak dana investasi dan mengalokasikan dana yang sama untuk korporasi, sehingga meningkatkan investasi dan pertumbuhan sektor riil. Sektor riil yang sehat dan menguntungkan akan menghasilkan lebih banyak pendapatan kepada bank syariah, sehingga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Kemudian (Tabash dan Dhankar, 2014) menambahkan bahwa pembiayaan bank syariah telah memberikan kontribusi pada peningkatan investasi dan menarik aliran *Foreign Direct Investment (FDI)* dalam jangka panjang untuk negara.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Boukhatem dan Moussa, 2018) menyatakan bahwa pengembangan keuangan dapat menciptakan kondisi yang lebih kondusif bagi pertumbuhan ekonomi dan pengurangan kemiskinan dalam lingkungan ekonomi makro yang stabil. Keuangan syariah dianggap sebagai sistem pembiayaan yang stabil yang mampu mendorong pertumbuhan dan menciptakan lapangan kerja jangka panjang. Secara konseptual pertumbuhan lapangan kerja dan produktivitas mereka yang bekerja merupakan fungsi dari pertumbuhan ekonomi. Menurut *World Bank* pertumbuhan ekonomi telah menjadi instrumen paling penting untuk penurunan kemiskinan di negara-negara berkembang. Menurut (La Croix, 2015) pertumbuhan ekonomi adalah proses dimana jumlah barang dan jasa dapat diperoleh

dengan jumlah pekerjaan yang sama meningkat seiring waktu. Ini umumnya menyiratkan bahwa pendapatan per orang naik dari waktu ke waktu. Pertumbuhan ekonomi diartikan pula sebagai peningkatan Produk Domestik Bruto (PDB) riil, kenaikan pendapatan nasional, output nasional dan total pengeluaran. Pertumbuhan ekonomi harus memungkinkan peningkatan standar hidup dan konsumsi barang dan jasa yang lebih besar.

Penelitian yang dilakukan oleh (Bist, 2018) mengemukakan bahwa terdapat perdebatan terkait dengan kontribusi sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi. Pemikiran pertama berpendapat bahwa pengembangan keuangan sangat diperlukan untuk pertumbuhan ekonomi, teori ini didukung oleh fakta bahwa keuangan mempengaruhi pertumbuhan dengan memengaruhi tabungan, investasi, dan inovasi teknologi. Namun, pemikiran kedua berpendapat bahwa keuangan bukanlah sumber utama pertumbuhan. Pemikiran pertama ini didukung pula oleh (Nawaz., dkk, 2019; Abd. Majid dan Kassim, 2015) yang menyatakan bahwa sistem keuangan Islam yang berfungsi baik dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Sedangkan teori kedua konsisten dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh (Zarrouk, El Ghak, dan Al Haija, 2017) yang menyatakan bahwa keuangan Islam tidak menyebabkan perkembangan Produk Domestik Bruto Riil (PDB) serta temuan (Yüksel, dan Canöz, 2017) yang menyebutkan bahwa pinjaman bank Islam tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peningkatan ekonomi.

Sektor keuangan yang menjadi topik utama penelitian dikhususkan pada keuangan syariah, terutama apabila dikaitkan dengan peranannya terhadap perekonomian negara. Penelitian tentang hubungan antar keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi telah banyak dilakukan di beberapa negara, seperti oleh Tabash dan Dhankar (2014) di Uni emirate Arab tentang pembiayaan syariah dan pertumbuhan ekonomi, Majid dan Kassim (2015) di Malaysia tentang industri perbankan dan keuangan islam terhadap pertumbuhan ekonomi. Kemudian Hafnida., dkk (2016) di Jordan, Kuwait, Malaysia dan Saudi Arabia tentang pembiayaan islam dengan pertumbuhan ekonomi. Selanjutnya Muhammad dan Dauda (2018) dan Lawal dan Imam (2016) tentang pembiayaan bank Islam dan pertumbuhan ekonomi di Nigeria. Serta Nawaz., dkk (2019) dan Ahmad dan Ihsan (2018) tentang sistem keuangan dan perbankan Islam terhadap pertumbuhan ekonomi Pakistan. Akan tetapi penelitian tentang asesmen kontribusi keuangan syariah terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia belum pernah dilakukan. Mengingat bahwa baru-baru ini Indonesia mendapatkan penghargaan dalam kaitannya dengan keuangan syariah. Pertimbangan lain adalah bahwa Indonesia merupakan Indonesia merupakan negara dengan jumlah penduduk Muslim mencapai 87,18 persen dari populasi atau sekitar 232,5 juta jiwa (*Global Islamic Economy Report 2018-2019*). Selanjutnya penelitian tentang pertumbuhan ekonomi Indonesia menarik untuk dikaji mengingat bahwa berdasarkan data *World Bank* ekonomi Indonesia tetap tumbuh positif mengingat pada saat bersamaan pertumbuhan ekonomi dunia 2018 dalam tren melambat dan ketidakpastian global sedang meningkat.

Pertumbuhan ekonomi 2018 tercatat 5,17 persen, meningkat dibandingkan dengan pertumbuhan tahun sebelumnya sebesar 5,07 persen dan merupakan pertumbuhan tertinggi sejak 2013. Pertumbuhan ekonomi Indonesia juga di atas ekonomi dunia tercatat tumbuh sebesar 3,7 persen pada 2018 (Bank Indonesia, 2019). Ketiga aspek tersebut menjadi pertimbangan penelitian, dengan harapan bahwa hasil penelitian ini akan memberikan gambaran apakah sistem keuangan syariah Indonesia dapat memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Penelitian ini sekaligus diharapkan dapat memberikan bukti baru terkait dua perbedaan teori seperti yang dijelaskan pada paragraf sebelumnya yang membahas kontribusi keuangan syariah terhadap pertumbuhan ekonomi. Pada uraian hasil penelitian terdahulu proksi keuangan syariah lebih banyak didominasi oleh sektor perbankan syariah, dalam penelitian ini penambahan indikator baru dilakukan untuk menguji kontribusi keuangan syariah di Indonesia yaitu dengan menambahkan instrumen sukuk baik sukuk pemerintah maupun sukuk korporasi. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan

gambaran yang riil tentang kondisi keuangan syariah dalam sistem perekonomian di Indonesia. Sehingga dapat menjadi rujukan bagi otoritas terkait dalam merumuskan atau menentukan kebijakan yang sesuai bagi perkembangan keuangan syariah dimasa yang akan datang.

## LANDASAN TEORI

Menurut Ivic (2015) Pertumbuhan ekonomi adalah peningkatan berkelanjutan dalam volume produksi di satu negara. Pertumbuhan ekonomi mencakup perubahan dalam produksi barang dan selama periode waktu yang relatif singkat, biasanya satu tahun. Dalam teori ekonomi, di bawah konsep pertumbuhan ekonomi menyiratkan peningkatan tahunan produksi barang yang dinyatakan dalam nilai, tingkat pertumbuhan PDB atau pendapatan nasional. Pertumbuhan ekonomi, diukur dengan persentase kenaikan pendapatan nasional per kapita.

Haller (2012) menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi adalah proses meningkatkan ukuran ekonomi nasional, indikasi ekonomi makro, terutama PDB per kapita, dalam arah yang naik tetapi tidak harus linier, dengan efek positif pada sektor ekonomi-sosial, sedangkan pembangunan menunjukkan gambaran bagaimana pertumbuhan berdampak pada masyarakat dengan meningkatkan standar kehidupan. Pertumbuhan ekonomi dapat bernilai: positif, nol, negatif. Pertumbuhan ekonomi dicatat positif ketika rata-rata tahunan dari indikator makro lebih tinggi daripada rata-rata pertumbuhan penduduk. Ketika rata-rata tahunan pertumbuhan indikator makro-ekonomi, khususnya PDB, sama dengan pertumbuhan penduduk, dapat dikatakan bahwa pertumbuhan ekonomi nol. Pertumbuhan ekonomi negatif muncul ketika pertumbuhan penduduk lebih tinggi daripada indikator ekonomi makro.

Menurut Gould dan Ruffin (1993), pada dasarnya ada dua kategori teori pertumbuhan ekonomi, yaitu:

1. model pertumbuhan Solow tradisional (1956) yang menekankan akumulasi modal dan tingkat perubahan eksogen dalam populasi dan kemajuan teknologi. Model ini memprediksi bahwa semua ekonomi berbasis pasar pada akhirnya akan mencapai tingkat pertumbuhan konstan yang sama jika mereka memiliki tingkat kemajuan teknologi dan pertumbuhan populasi yang sama. Selain itu, model ini mengasumsikan bahwa tingkat pertumbuhan jangka panjang berada di luar jangkauan pembuat kebijakan.
2. konsep pertumbuhan endogen atau model pertumbuhan Romer (1986). Teori pertumbuhan endogen didasarkan pada gagasan bahwa pertumbuhan jangka panjang ditentukan oleh insentif ekonomi. Model yang paling populer dari jenis ini menyatakan bahwa penemuan disengaja dan menghasilkan limpahan teknologi yang menurunkan biaya inovasi masa depan. Secara alami, dalam model ini tenaga kerja yang berpendidikan memainkan peran khusus dalam menentukan tingkat inovasi teknologi dan pertumbuhan jangka panjang.

Model pertumbuhan Solow dan Endogen memiliki implikasi berbeda untuk faktor-faktor apa yang penting atau tidak penting dalam menentukan tingkat pertumbuhan. Studi telah menekankan alasan berbeda mengapa pertumbuhan ekonomi bervariasi di berbagai negara. Karena popularitas model pertumbuhan endogen saat ini, sebagian besar penelitian terbaru telah berfokus pada peran akumulasi modal manusia. Namun, modal manusia sebagai input untuk produksi juga penting dalam model Solow. Selain modal manusia, lingkungan ekonomi suatu negara dapat memainkan peran penting dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Misalnya, struktur kompetitif internal, keterbukaan suatu negara terhadap perdagangan, stabilitas politiknya, dan efisiensi pemerintahnya dapat memengaruhi aktivitas inovatif dan pertumbuhan ekonomi. Sharipov (2015) menambahkan, teori Solow dapat mengungkapkan interkoneksi antara tiga sumber pertumbuhan ekonomi: investasi, tenaga kerja dan kemajuan teknologi. Teori ini menunjukkan bahwa tingkat tabungan merupakan faktor kunci dalam menentukan tingkat intensitas modal. Tingkat tabungan yang lebih tinggi

memberikan stok modal yang lebih besar (misalnya pertumbuhan investasi), dan karenanya tingkat produksi yang lebih tinggi.

Cooray (2009) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara pengembangan sektor keuangan dan pertumbuhan ekonomi. Hal ini didasarkan ketika sistem keuangan menyalurkan dana dari penabung ke peminjam, sistem ini memainkan peran penting dalam proses pertumbuhan ekonomi. Lebih lanjut, Paun. dkk (2019) mengemukakan bahwa menemukan bahwa faktor-faktor antara lain liabilitas likuid sektor keuangan terhadap PDB, rasio aset uang bank domestik terhadap aset setoran uang bank domestik ditambah aset domestik bank sentral, rasio klaim non finansial sektor swasta terhadap total kredit domestik (tidak termasuk kredit ke bank uang), dan rasio klaim pada sektor swasta nonkeuangan terhadap PDB memiliki dampak positif yang signifikan terhadap indikator pertumbuhan yaitu pertumbuhan PDB per kapita, tingkat akumulasi modal, dan peningkatan efisiensi ekonomi

Kontribusi sektor keuangan terhadap sektor ekonomi riil telah lama menjadi topik penelitian yang menarik terutama karena kaitan mendasar antara kedua sektor tersebut. Secara empiris tentang hubungan antara sektor keuangan dan sektor riil sudah banyak tersaji dalam literatur. Salah satu indikator keberhasilan pembangunan pada sektor ekonomi riil dapat dilihat melalui adanya pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi dapat dijadikan alat ukur untuk melihat atau menganalisa seberapa jauh tingkat perkembangan perekonomian di negara tersebut. Pertumbuhan ekonomi yang meningkat memberikan dasar untuk memperluas pendapatan dan pekerjaan dan juga sumber daya yang dibutuhkan oleh pemerintah untuk membiayai program-program peningkatan sosial. Pertumbuhan yang meningkat mengarah pada kemakmuran, yang pada gilirannya meningkatkan kesejahteraan manusia.

Sistem keuangan Islam yang merupakan bagian dari sektor keuangan saat ini sedang berkembang pesat berdampingan dengan sistem keuangan konvensional dalam sistem keuangan ganda di Indonesia. Jumlah lembaga dan produk keuangan Islam juga terus meningkat dan berkembang. Berdasarkan Laporan Publikasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) periode Juni 2019, Industri perbankan Islam dan pasar modal syariah sebagai bagian dari instrumen keuangan syariah juga telah menunjukkan kinerja keuangan yang mengesankan, yang tercermin dari pertumbuhan aset yang tinggi. Meningkatnya kehadiran industri perbankan dan keuangan syariah dalam lanskap keuangan dipercaya dapat memberikan kontribusi positif terhadap perekonomian negara. Seperti yang dikemukakan oleh (Tabash dan Dhankar, 2014; Abd. Majid dan Kassim, 2015; Hafnida., dkk, 2016; Lawal dan Imam, 2016; Kassim, 2016; Ahmad dan Ihsan, 2018; Nawaz., dkk, 2019; Muhammad dan Dauda, 2018) yang menyatakan bahwa pembiayaan bank syariah mendorong pertumbuhan ekonomi di UAE, Malaysia, Pakistan, Jordan, Kuwait, Saudi Arabia, dan Nigeria.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif yaitu studi ilmiah sistematis tentang bagian-bagian dan fenomena dan hubungan. Tujuan dari penelitian kuantitatif adalah untuk mengembangkan dan menggunakan model matematika, teori dan atau hipotesis yang berkaitan dengan fenomena. Proses pengukuran adalah bagian sentral dalam penelitian kuantitatif karena memberikan hubungan mendasar antara pengamatan empiris dan ekspresi matematika dari hubungan kuantitatif. Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan jenis runtut waktu (time series) periode triwulan (*quarterly*) selama tahun 2012 sampai dengan tahun 2019. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbagi menjadi dua yaitu variabel independen dan variabel dependen. Variabel dependen adalah tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia sebagaimana penelitian (Yüksel dan Canöz, 2017) menggunakan proksi ini. Kemudian variabel independen yang digunakan antara lain pembiayaan yang disalurkan oleh bank syariah (Afandi dan Amin, 2019; Hafnida et al., 2016; Hakim dan Uddin, 2016), sedangkan sukuk negara dan sukuk korporasi (Mitsaliyandito *et al.*, 2017).

Analisa data menggunakan metode VECM (*Vector Error Correction Modeling*) yang merupakan salah satu pemodelan dalam *multivariate time series*. VECM adalah bentuk *Vector Autoregressive* (VAR) yang terestriksi. Restriksi ini diberikan karena adanya data yang tidak stasioner tetapi terkointegrasi. VECM sering juga disebut sebagai model VAR untuk seri non-stasioner, yang memiliki hubungan kointegrasi (Suharsono et al., 2017). Apabila data yang digunakan stasioner pada tingkat level dan tidak terdapat hubungan kointegrasi, maka metode VAR (*Vector Auto Regression*) lebih tepat digunakan. Metode VECM pada umumnya akan menghasilkan beberapa output yaitu *Granger Causality*, *Impulse Response Function* (IRF), dan *Variance Decomposition* (VDC) (Afandi dan Amin, 2018).

Pendekatan *Impulse Response Function* (IRF) juga dikaji untuk melacak respon dari variabel dependen untuk *shock* setiap variabel dalam VAR. Sementara itu *Variance Decomposition* (VD) memberikan proporsi pergerakan dalam variabel dependen yang disebabkan oleh guncangan 'pada variabel itu sendiri' dibandingkan dengan guncangan dengan variabel lain (Mitsaliyandito dkk, 2017). VECM dapat digunakan untuk memodelkan data time series yang terkointegrasi dan tidak stasioner (Sulistiana et al., 2017). Model VECM digunakan apabila variabel stasioner pada tahap *difference* dan berkointegrasi sehingga dapat dilihat persamaan jangka panjang (Palupy dan Basuki, 2019). Bentuk persamaan regresi untuk VECM adalah sebagai berikut:

$$Y = C + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon \dots\dots\dots(1)$$

Dimana :

- Y = Pertumbuhan Ekonomi
- X<sub>1</sub> = Nilai Pembiayaan Bank Syariah yang disalurkan
- X<sub>2</sub> = Outstanding Sukuk Negara
- X<sub>3</sub> = Outstanding Sukuk Korporasi
- C = konstanta
- β = koefisien variabel independen
- ε = residual

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### Uji Stasioner Data

Stasioneritas suatu seri merupakan fenomena penting dalam analisa dengan menggunakan data *time series* karena dapat mempengaruhi perilakunya. Stasioneritas *time series* diartikan sebagai karakteristik statistik dari suatu seri data yang memiliki kecenderungan untuk mendekati nilai rata-ratanya dan belfluktuasi di sekitar rata-ratanya dari waktu ke waktu. Sebagai tahap awal dalam pengujian model VECM dilakukan uji stasioneritas data. Dalam penelitian ini pengujian stasioner dilakukan dengan menggunakan uji akar unit (*unit root test*). Kriteria penilaian menggunakan nilai *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Apabila nilai ADF t-statistik lebih besar dari nilai kritis Mc Kinnon (1, 5, 10 persen), maka H0 diterima atau dengan kata lain, data tidak stasioner. Apabila nilai ADF t-statistik lebih kecil dari kritis Mc Kinnon (1, 5, 10 persen), maka H0 ditolak atau dengan kata lain, data bersifat stasioner. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 1 Berikut:

**Tabel 1. Hasil Uji Stasioner**

| Variabel | Level           |                           | <i>First Difference</i> |                           |
|----------|-----------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|
|          | Adj t-Statistik | Critical Value (5 persen) | Adj t-Statistik         | Critical Value (5 persen) |
| Y        | -2.342316       | -2.963972                 | -7.436239               | -2.967767                 |
| X1       | -3.656744       | -2.963972                 | -2.783102               | -2.967767                 |

| Variabel | Level              |                              | First Difference   |                              |
|----------|--------------------|------------------------------|--------------------|------------------------------|
|          | Adj<br>t-Statistik | Critical Value<br>(5 persen) | Adj<br>t-Statistik | Critical Value<br>(5 persen) |
| X2       | -0.769822          | -2.963972                    | -7.137123          | -2.967767                    |
| X3       | 2.275574           | -2.967767                    | -7.803087          | -2.967767                    |

Sumber: Output data sekunder setelah diolah, Tahun 2019

Hasil pengujian pada Tabel 1 di atas menunjukkan bahwa pada tingkat level hanya variabel X2 yang stasioner dengan nilai ADF t-statistik -3.656744 lebih kecil dari *Mc Kinnon Critical Value* 5 persen. Sedangkan pada variabel yang lain data tidak stasioner pada tingkat level. Setelah dilakukan pengujian pada tingkat *first difference*, maka diperoleh hasil pengujian dari seluruh data yang digunakan dinyatakan menunjukkan persebaran data tersebut stasioner yang terbukti dari keseluruhan nilai ADF yang lebih kecil dari *Mc Kinnon Critical Value* 5 persen sehingga dapat dilakukan pengujian selanjutnya yaitu penentuan panjang lag.

### Uji Panjang Lag Optimal

Penentuan panjang lag optimum, pengujian ini digunakan untuk menentukan estimasi model VECM. Dibutuhkan panjang lag yang cukup atas variabel-variabel yang masuk ke dalam model VECM, sehingga dinamika sistem dapat dimodelkan. Dalam penelitian ini panjang lag yang diikutsertakan dalam penelitian adalah antara lag 1 sampai dengan lag 4. Nilai lag optimum yang dapat digunakan, yaitu dapat melihat dari nilai dari *Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Schwarz Information Criterion* (SIC). Dalam penelitian ini digunakan penentuan lag optimal dengan melihat nilai minimum dari *Schwarz Information Criterion* (SIC). Hasil pengujian dilihat pada Tabel 2 sebagai berikut:

**Tabel 2. Hasil Penentuan Lag Optimum**

| Lag | Nilai AIC         | Nilai SIC         |
|-----|-------------------|-------------------|
| 0   | -6.896048         | -6.704072         |
| 1   | -14.16833         | <b>-13.20846*</b> |
| 2   | -14.29068         | -12.56290         |
| 3   | -14.24342         | -11.74773         |
| 4   | <b>-15.18647*</b> | -11.92288         |

Sumber: Output data sekunder setelah diolah, Tahun 2019

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 2 di atas, mengindikasikan nilai lag optimum yang direkomendasikan terdapat pada lag 1 untuk melakukan estimasi VECM pada tahap selanjutnya.

### Uji Stabilitas Model

Uji stabilitas yang dilakukan sebelum melakukan uji estimasi VECM, pengujian ini bertujuan untuk melihat validitas output *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VD). Adapun hasil pengujian stabilitas dalam penelitian ini ditunjukkan dalam Tabel 3 sebagai berikut:

**Tabel 3. Hasil Uji Stabilitas VAR**

| Root                 | Modulus  |
|----------------------|----------|
| 0.972852             | 0.972852 |
| 0.825319 - 0.139444i | 0.837016 |
| 0.825319 + 0.139444i | 0.837016 |
| 0.430284             | 0.430284 |

Sumber: Output data sekunder setelah diolah, Tahun 2019

Kriteria penilaian dalam uji stabilitas ini adalah nilai modulus lebih kecil dari 1 (satu). Berdasarkan Tabel 3 dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini adalah valid. Sehingga analisis IRF dan VD yang digunakan dalam penelitian ini adalah valid.

### Uji Kausalitas Granger

Uji Kausalitas Granger digunakan untuk mengetahui hubungan sebab akibat antar variabel penelitian yang digunakan. H0 dalam uji Kausalitas Granger ini adalah bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antar kedua variabel yang diuji. Adapun hasil uji Kausalitas Granger dalam penelitian ini ditunjukkan dalam Tabel 4 sebagai berikut:

**Tabel 4. Hasil Uji Kausalitas Granger**

| Null Hypothesis:                   | Obs | F-Statistic | Prob.  |
|------------------------------------|-----|-------------|--------|
| LOGX1 does not Granger Cause LOGY  | 29  | 0.01049     | 0.9896 |
| LOGY does not Granger Cause LOGX1  |     | 2.85616     | 0.0771 |
| LOGX2 does not Granger Cause LOGY  | 29  | 0.40416     | 0.6720 |
| LOGY does not Granger Cause LOGX2  |     | 4.50757     | 0.0218 |
| LOGX3 does not Granger Cause LOGY  | 29  | 0.54098     | 0.5891 |
| LOGY does not Granger Cause LOGX3  |     | 0.25745     | 0.7751 |
| LOGX2 does not Granger Cause LOGX1 | 29  | 9.10756     | 0.0011 |
| LOGX1 does not Granger Cause LOGX2 |     | 0.60327     | 0.5551 |
| LOGX3 does not Granger Cause LOGX1 | 29  | 10.6285     | 0.0005 |
| LOGX1 does not Granger Cause LOGX3 |     | 0.03951     | 0.9613 |
| LOGX3 does not Granger Cause LOGX2 | 29  | 0.72568     | 0.4943 |
| LOGX2 does not Granger Cause LOGX3 |     | 1.17839     | 0.3250 |

Sumber: Output data sekunder setelah diolah, Tahun 2019

H0 bernilai bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antar variabel. Kriteria untuk tolak H0 adalah apabila nilai *F-Statistic* lebih besar *critical value of* 10 persen, atau juga bisa digunakan probabilitas lebih kecil dari *critical value* 0.05. Hasil uji Kausalitas Granger mengkonfirmasi bahwa terdapat 3 penolakan H0 yaitu: “*LOGY does not Granger Cause LOGX2*” dengan nilai probabilitas 0,0218, hal ini bermakna bahwa variabel Y (pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap variabel X2 (outstanding sukuk negara), namun tidak berlaku sebaliknya. Kemudian “*LOGX2 does not Granger Cause LOGX1*” dengan nilai probabilitas 0,0011, artinya bahwa variabel X2 (outstanding sukuk negara) berpengaruh signifikan terhadap variabel X1 (Nilai pembiayaan bank syariah yang disalurkan) dan tidak berlaku sebaliknya. Selanjutnya adalah “*LOGX3 does not Granger Cause LOGX1*” yang artinya variabel X3 (outstanding sukuk korporasi) berpengaruh signifikan terhadap variabel X1 (Nilai pembiayaan bank syariah yang disalurkan) namun tidak berlaku sebaliknya.

### Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dibutuhkan untuk melihat hubungan antara masing-masing variabel penelitian yang digunakan. Lamia dan Naziha (2019) menyatakan bahwa sebuah studi kointegrasi menentukan apakah seri tersebut terintegrasi atau tidak dan apakah mereka memiliki peringkat kointegrasi jangka panjang yang sama. Faktanya, hubungan kointegrasi



ditafsirkan sebagai hubungan keseimbangan jangka panjang antara seri. Kointegrasi berarti bahwa meskipun variabel tidak stasioner secara individual, kombinasi linear antara dua atau lebih variabel mungkin stasioner (Amiruddin, dkk, 2007). Hubungan kointegrasi antar variabel juga akan menjadi dasar untuk menentukan model estimasi yang akan digunakan. Jika tidak terdapat model kointegrasi maka model VAR lebih sesuai untuk digunakan (Afandi dan Amin, 2018). Hasil pengujian kointegrasi dalam penelitian ini sebagai berikut:

**Tabel 5. Hasil Uji Kointegrasi**

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value |
|---------------------------|------------|-----------------|---------------------|
| None *                    | 0.714425   | 61.21095        | 47.85613            |
| At most 1                 | 0.453910   | 24.86665        | 29.79707            |
| At most 2                 | 0.221990   | 7.322453        | 15.49471            |
| At most 3                 | 0.001482   | 0.042998        | 3.841466            |

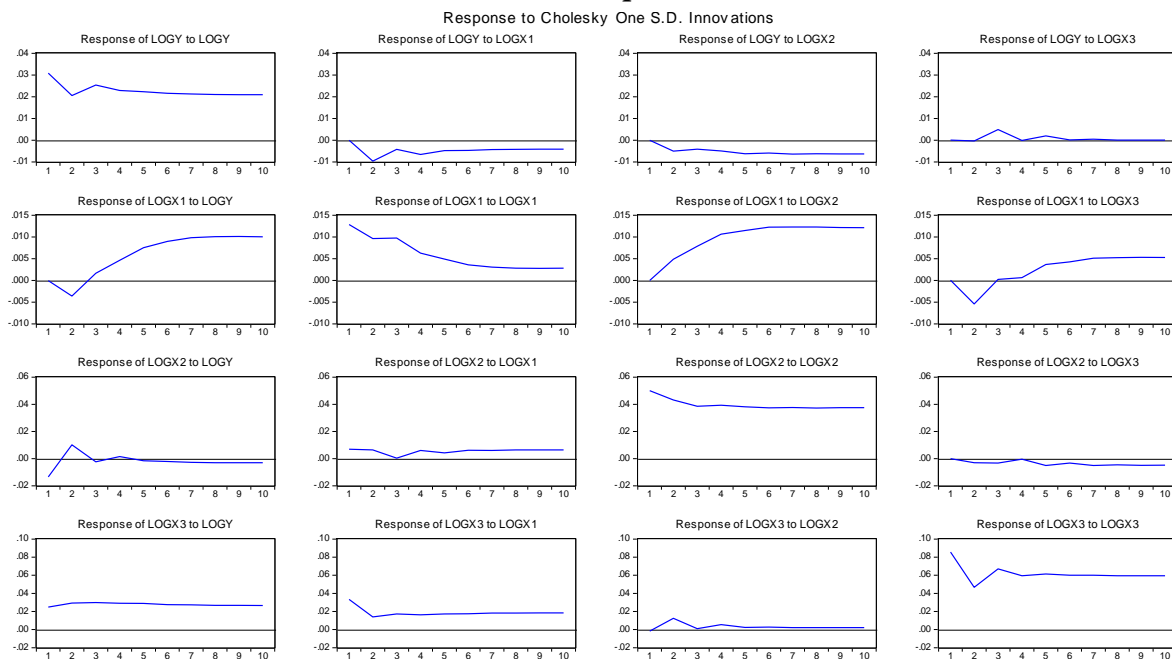
Sumber: Output data sekunder setelah diolah, Tahun 2019

H0 (tidak ada hubungan kointegrasi) ditolak pada tingkat signifikansi 5 persen untuk semua lag yang diuji. Berdasarkan Tabel 5 hasil uji di atas dapat dilihat bahwa terdapat satu hubungan kointegrasi pada serangkaian variabel dalam sistemnya, hal ini ditunjukkan oleh nilai *trace statistic* lebih besar dari *critical value* 0.05 ( $61.21095 > 47.85613$ ).

**Analisa Impulse Response Function (IRF)**

Penelitian (Amiruddin, dkk, 2007) menyatakan IRF mengukur respons yang dapat diprediksi terhadap deviasi *shock* satu standar ke salah satu variabel sistem pada variabel lain dalam sistem. IRF menunjukkan bagaimana garis/pola masa yang akan datang dari variabel-variabel ini berubah sebagai respons terhadap *shock*. Bahkan, dapat dilihat sebagai pengganda dinamis yang memberi prediksi ukuran dan arah efek. IRF dinormalisasi menjadi nol untuk mewakili keadaan stabil dari variabel yang bereaksi.

**Gambar 1. Hasil Output Analisis IRF**



Sumber: Output data sekunder setelah diolah, Tahun 2019

Berdasarkan hasil output pada Gambar 1 dapat dilihat bahwa respon variabel Y akibat adanya *shock* atau guncangan pada dirinya sendiri menunjukkan respon positif dan cenderung

mengalami tren penurunan pada periode satu. Namun, pada periode dua dan seterusnya respon Y terhadap *shock* pada dirinya sendiri menunjukkan respon negatif dan cenderung menuju kembali ke titik keseimbangannya. Hasil yang sama ditunjukkan oleh respon variabel Y akibat adanya *shock* atau guncangan terhadap variabel X1 yang menunjukkan respon penurunan pada periode satu dan kemudian pada periode dua hingga seterusnya cenderung menuju kembali ke titik keseimbangannya.

Sedangkan respon variabel Y akibat terjadinya *shock*/guncangan terhadap variabel X2 pada periode awal sampai dengan periode keempat. Selanjutnya mulai periode ke-5 sampai dengan seterusnya fluktuasi mulai mengecil yang artinya variabel Y tidak lagi bergejolak seperti pada periode-periode sebelumnya. Variabel Y kembali mencapai kesetimbangan atau ekuilibrium sama seperti sebelum terjadinya *shock* terhadap variabel X2. Hal yang sama juga terjadi pada variabel X3 yang memberikan efek *shock* kepada variabel Y hingga periode ke 5, dan pada periode ke 6 hingga akhir cenderung menuju kembali ke titik keseimbangannya.

### Analisa Variance Decomposition (VDC)

Variance Decomposition (VDC) dapat digambarkan sebagai tes kausalitas di luar periode estimasi. VDC mendekomposisi variasi dalam variabel endogen menjadi guncangan komponen ke variabel endogen dalam model VAR/VECM. VDC menunjukkan persentase varians kesalahan perkiraan untuk setiap variabel yang dapat dikaitkan dengan guncangannya sendiri dan fluktuasi pada variabel lain dalam sistem. Menurut (Afandi dan Amin, 2018) dapat diartikan bahwa Analisis VDC digunakan untuk mengukur kontribusi variabel independen terhadap pembentukan variabel dependennya.

**Tabel 6. Hasil Output Analisis VDC**

| Variance Decomposition of LOGY: |          |          |          |          |          |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Period                          | S.E.     | LOGY     | LOGX1    | LOGX2    | LOGX3    |
| 1                               | 0.030858 | 100.0000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2                               | 0.038605 | 92.08243 | 6.222577 | 1.687401 | 0.007596 |
| 3                               | 0.046801 | 91.93515 | 5.055561 | 1.926851 | 1.082439 |
| 4                               | 0.052731 | 91.18915 | 5.548323 | 2.409129 | 0.853402 |
| 5                               | 0.057824 | 90.72413 | 5.291540 | 3.157767 | 0.826565 |
| 6                               | 0.062181 | 90.48337 | 5.159540 | 3.641937 | 0.715153 |
| 7                               | 0.066154 | 90.22253 | 4.983221 | 4.158323 | 0.635926 |
| 8                               | 0.069812 | 90.04421 | 4.840029 | 4.544698 | 0.571061 |
| 9                               | 0.073279 | 89.89629 | 4.711526 | 4.873777 | 0.518411 |
| 10                              | 0.076576 | 89.77913 | 4.607078 | 5.139066 | 0.474729 |

Sumber: Output data sekunder setelah diolah, Tahun 2019

Dari output pada Tabel 6 di atas dapat dilihat bahwa pada periode pertama, variabel Y hanya dipengaruhi oleh dirinya sendiri tanpa adanya kontribusi *shock* dari variabel lain. Sedangkan untuk periode kedua, X1 merupakan variabel yang lebih dominan memberikan kontribusi *shock* pada variabel Y dibandingkan dengan variabel X2 dan X3. Dominasi variabel X1 tersebut terus berlanjut sampai dengan periode kedelapan. Pada periode kesembilan dan kesepuluh variabel X2 lebih mendominasi dalam memberikan kontribusi *shock* pada variabel Y, kemudian disusul oleh variabel X1 dan yang paling kecil kontribusinya terhadap *shock* pada variabel Y adalah variabel X3.

## Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dengan model *Vector Error Correction Model* (VECM) dan Uji Kausalitas Granger memperlihatkan adanya hubungan dan dampak positif antara pertumbuhan sektor keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi yang dalam hal ini sedang dikaji adalah sistem keuangan syariah terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Hal ini dapat dibuktikan dari hasil pengujian *Granger Causality Test* dan Uji Kointegrasi. Secara terpisah variabel pembiayaan yang disalurkan oleh bank syariah (X1) diketahui memberikan efek *shock* terhadap variabel pertumbuhan ekonomi berdasarkan hasil analisa *Impulse Response Function*. Lebih jauh hasil analisa *Variance Decomposition* untuk variabel X1 menghasilkan nilai *output* 6.222577 pada periode kedua, nilai ini lebih besar jika dibandingkan kedua variabel independen yang lainnya. Sehingga dapat dikatakan bahwa hasil pengujian tersebut menempatkan porsi variabel X1 sebagai variabel yang paling mendominasi memberikan kontribusi *shock* pada variabel Y.

Hasil ini sekaligus memverifikasi beberapa penelitian sebelumnya dengan variabel yang sama. Seperti yang telah ditemukan oleh (Tabash dan Dhankar, 2014; Ahmad dan Ihsan, 2018; Hafnida et al., 2016; Muhammad dan Dauda, 2018; Lawal dan Imam, 2016; Boukhatem dan Moussa, 2018; Aldalain, 2019; Amalia et al., 2019) bahwa terdapat hubungan positif yang kuat antara pembiayaan yang disalurkan bank syariah terhadap pertumbuhan ekonomi. Selanjutnya hasil penelitian (Abduh dan Omar, 2012) menunjukkan adanya hubungan yang signifikan dalam periode jangka pendek dan jangka panjang antara perkembangan keuangan Islam dan pertumbuhan ekonomi. Dalam hal ini, pembiayaan domestik yang disediakan oleh sektor perbankan Islam telah terbukti berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Dengan kata lain, perbankan syariah telah terbukti efektif sebagai perantara keuangan yang memfasilitasi transmisi dana dari rumah tangga surplus ke rumah tangga defisit. Menurut (Caporale dan Helmi, 2018) bank syariah memacu pertumbuhan ekonomi dengan memberikan kredit untuk investasi produktif, transaksi keuangannya yang berkaitan dengan aset riil, kredit kepada rumah tangga dan perusahaan. Lebih lanjut, bank syariah lebih mungkin untuk menyediakan dana untuk usaha kecil dan menengah, yang menghasilkan inklusi keuangan yang lebih tinggi sehingga memungkinkan menstimulus pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa melalui peningkatan pembiayaan bank syariah dapat meningkatkan PDB.

Hasil analisa *Impulse Response Function* juga menunjukkan adanya efek *shock* yang dipengaruhi variabel Outstanding Sukuk Negara (X2) pada variabel pertumbuhan ekonomi (Y) yang terjadi selama empat periode. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan sukuk negara dapat memberikan pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Hal ini diperkuat dengan hasil analisa *Variance Decomposition* yang menunjukkan nilai 4.873777 atau lebih besar dari dua variabel independen yang lain pada periode kesembilan. Sehingga menjadikan sukuk negara sebagai variabel yang paling dominan memberikan kontribusi *shock* pada variabel Y.

Hasil tersebut menguatkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Alkhawaja, 2019; Echchabi, et al., 2016; Smaoui dan Nechi, 2017) yang menyatakan bahwa pertumbuhan sukuk berkorelasi positif dan signifikan dengan pertumbuhan ekonomi. Lebih jauh hasil penelitian yang dilakukan oleh (Mitsaliyandito, et al., 2017; Muharam, et al., 2019; Nurafiati, 2019) membuktikan bahwa pengembangan pasar sukuk berkontribusi positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Kemudian (Mitsaliyandito dkk, 2017) menunjukkan bahwa penerbitan sukuk membutuhkan *underlying assets* sebagai dasar, sehingga penerbitan sukuk akan membutuhkan *underlying assets* sebanyak jumlah penerbitannya. Hal ini akan dapat meningkatkan Produk Domestik Bruto (PDB) lebih dari *underlying assets* tergantung pada produktivitas penggunaannya. Selain itu sukuk yang merupakan instrumen keuangan dianggap berperan penting dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi melalui mobilisasi sumber daya keuangan dan arus masuk modal atau investasi. Ini dapat dimanfaatkan untuk mendanai berbagai proyek jangka panjang. Sebagai contoh, pemerintah dapat menerbitkan

sukuk untuk membangun infrastruktur jalan raya, membangun rumah sakit, transportasi umum, membangun bendungan, bandar udara, dan infrastruktur sosial lainnya. Hal ini tentu akan mendorong penciptaan kekayaan Negara dan tentu berdampak pada pertumbuhan ekonomi domestik (Nurafiaty, 2019). Altaleb dan Alkhatib (2016) mengungkapkan sukuk akan membantu membuat pembangunan berkelanjutan dan kemakmuran ekonomi dan sosial.

Hasil analisa *Impulse Response Function* dan *Variance Decomposition* juga menunjukkan adanya kontribusi efek *shock* yang dipengaruhi variabel Outstanding Sukuk Korporasi (X3) pada variabel pertumbuhan ekonomi (Y) meskipun pengaruhnya tidak sebesar dua variabel independen yang lain. Hal ini disebabkan masih belum maksimalnya perkembangan pasar sukuk korporasi di Indonesia. Berdasarkan Berdasarkan Laporan Publikasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) periode Juni 2019, porsi penerbitan sukuk korporasi hanya sebesar 3,56 persen terhadap total seluruh penerbitan pasar sukuk. Selain itu Masterplan Ekonomi Syariah Indonesia 2019-2024 menyatakan bahwa *market share* sukuk dilihat dari nilai dan jumlah penerbitannya terlihat masih tertinggal jauh dari obligasi konvensional.

## PENUTUP

Berdasarkan hasil olah data dan analisis yang telah dilakukan dengan menggunakan model *Vector Error Correction Model* (VECM) dan Uji Kausalitas Granger dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa variabel pembiayaan bank syariah yang disalurkan, sukuk negara dan sukuk korporasi memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Hasil analisa *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VDC) juga menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan keuangan syariah tersebut memberikan efek *shock* terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia dengan kontribusi dominan berasal dari pembiayaan yang disalurkan bank syariah dan sukuk negara. Pengaruh ini bersumber dari kegiatan keuangan syariah yang terhubung langsung dengan ekonomi riil, karena fungsi utamanya adalah menyediakan pembiayaan untuk kegiatan ekonomi riil. Sehingga produktivitas penggunaan dana dapat memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi. Sehingga dalam hal meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia, pembiayaan yang disalurkan bank syariah dan sukuk dapat dianggap sebagai instrumen keuangan yang efektif.

Pemerintah diharapkan dapat terus memberikan rangsangan dan dorongan yang lebih besar untuk pengembangan pasar keuangan syariah yang telah terbukti berdampak positif bagi perekonomian. Mengingat saat ini pemerintah sedang sangat berkomitmen untuk membangun infrastruktur, disarankan untuk menggunakan instrumen keuangan syariah. Serta pemberian insentif bagi perusahaan dimungkinkan dalam rangka mengembangkan pasar sukuk korporasi. Bagi pengembangan penelitian selanjutnya variabel lain terkait dana sosial islam seperti zakat dan wakaf dapat dimasukkan kedalam model untuk mengeksplorasi apakah donasi kebajikan dapat memberikan kontribusi terhadap perekonomian negara.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abduh, M., Omar, M. A. (2012). Islamic banking and economic growth: the Indonesian experience. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* Vol. 5 No. 1, 2012 pp. 35-47
- Afandi, M. A., Amin, M. (2018). Determinan Konsumsi Pada Negara Mayoritas Berpenduduk Muslim Dan Non-Muslim: Studi Kasus Indonesia Dan Singapura. *Journal of Economics and Business Aseanomics* (JEBA), Volume 3 No. 1, Januari- Juni 2018

- Afandi, M. A., Amin, M. (2019). Islamic Bank Financing and Its Effects on Economic Growth: A Cross Province Analysis. *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi*, Volume 8 (2), 2019: 243 – 250
- Ahmad, K., Ihsan, A. (2018). Impact Of Islamic Finance On Economic Growth – Empirical Evidence from Pakistan. *International Journal of Scientific & Engineering Research* Volume 9, Issue 7, July-2018
- Amalia, R. Y., Fauziah, S., Wahyuningsih, I. (2019). Pengaruh Keuangan Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi dan Indeks Pembangunan Manusia di Indonesia. *AL-MUZARA'AH Jurnal Ekonomi Islam*, Vol. 7 No. 1, 2019
- Amiruddin, R., dkk. (2007). Test For Dynamic Relationship Between Financial Development And Economic Growth In Malaysia: A Vector Error Correction Modeling Approach. *Gadjah Mada International Journal of Business* January-April 2007, Vol. 9, No. 1, pp. 61–79
- Aldalaien, B. A. (2019). The Impact of Islamic Banks on the Gross Domestic Product (GDP): An Empirical Study in Dubai. *International Journal of Business and Management*; Vol. 14, No. 4; 2019
- Alkhawaja, M. M. I. (2019). Sukuk: Measuring the Role of Sukuk As an Economic Growth Enhancer in Turkey. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*. 2019 February; 13(2): pages 95-99
- Altaleb, G. S., Alkhatib, A. Y. (2016). Sovereign Islamic Sukuk and the Economic Development: A Case Study of Jordan. *European Journal of Business and Management*. Vol.8, No.32, 2016
- Bank Indonesia. (2019). Laporan Perekonomian Indonesia 2018. Jakarta: BI
- Bist, J. P. (2018). Financial development and economic growth: Evidence from a panel of 16 African and non- African low-income countries. *Cogent Economics & Finance* (2018), 6: 1449780
- Boukhatem, J., & Moussa, F. B. (2018). The Effect of Islamic Banks on GDP Growth: Some Evidence from Selected MENA Countries. *Borsa Istanbul Review*, 18(3), 231–247
- Caporale, G. M., Helmi, M. H. (2018). Islamic Banking, Credit, And Economic Growth: Some Empirical Evidence. *International Journal of Finance & Economics*. 2018; 23: 456– 477
- Cooray, A. (2009). The Financial Sector and Economic Growth. *The Economic Society of Australia, The Economic Record*, Vol. 85, Special Issue, September, 2009, S10–S21
- Echchabi, A., Abd.Aziz, H., Idriss, U. (2016). Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis On The Major Issuing Countries. *Turkish Journal of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, August 2016, pp. 63-73
- Gould, D. M., Ruffin, R. J. (1993). What Determines Economic Growth?. *Economic Review* — Second Quarter 1993
- Hafnida., dkk. (2016). Islamic Financing Towards Economic Growth: A Study On 4 OIC countries. *International Journal of Islamic Business (IJIB)*, June 2016 , Vol 1 Issue 1. pp. 50-59

- Hakim, B., Uddin, M. Akther. (2016). Does Islamic bank financing lead to economic growth: An empirical analysis for Malaysia. Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper No. 69075
- Haller, A. P. (2012). Concepts of Economic Growth and Development. Challenges of Crisis and of Knowledge. *Economy Transdisciplinarity Cognition* Vol. 15, Issue 1/2012, 66 – 71
- Ivic, M. M. (2015). Economic Growth And Development. (JPMNT) *Journal of Process Management – New Technologies, International* Vol. 3, No.1, 2015
- Kassim, S. (2016). Islamic finance and economic growth: The Malaysian experience. *Global Finance Journal*, 2016, vol. 30, issue C, 66-76
- Kementerian Perencanaan Pembangunan Nasional. (2018). *Masterplan Ekonomi Syariah Indonesia 2019-2024*. Jakarta
- La Croix, D. (2015). Economic Growth. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, 2nd edition, Volume 7
- Lamia, K., Naziha, K. (2019). Financial Cointegration and the Vector Error Correction Model: The Case of MENA Countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2019, 9(1), 160-168
- Lawal, I. M., Imam, U. B. (2016). Islamic Finance and Economic Growth: Empirical Evidence from Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol.7, No.16, 2016
- Majid, M. S. A., Kassim, S. A. (2015). Assessing the contribution of Islamic finance to economic growth Empirical evidence from Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research* Vol. 6 No. 2, 2015 pp. 292-310
- 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*, Volume 15 - Number 3 – 2017
- Muhammad, T., Dauda. S. A. (2018). Islamic Finance In Promoting Economic Growth In Nigeria. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, Vol. 15, Issue 5 (April)
- Muharam, H., Anwar, R. J., Robiyanto, R. (2019). Islamic Stock Market And Sukuk Market Development, Economic Growth, And Trade Openness (The Case Of Indonesia And Malaysia). *Business: Theory And Practice*. 2019 20: 196–207
- Nawaz, H., dkk. (2019). Beyond finance: Impact of Islamic finance on economic growth in Pakistan. *Economic Journal of Emerging Markets*, 11(1) 2019, 8-18
- Nurafiaty, N. (2019). Perkembangan Pasar Modal Syariah Dan Kontribusinya Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia. *Inklusif (Jurnal Penelitian Pengkajian Hukum Islam)*. Vol 4, No 1 (2019): Juni 2019
- Ökte, M. K. S. (2016). The Role of Islamic Finance in Shaping the New Financial Order. *International Journal of Business and Social Science* Vol. 7, No. 2; February 2016
- Otoritas Jasa Keuangan. (2019). *Snapshot Perbankan Syariah Indonesia Juni 2019*. Jakarta: OJK

- Palupy, H. E., Basuki, M. U. (2019). Analisis Pengaruh Investasi Dan Budget Deficit Terhadap Pertumbuhan Di Indonesia. *Diponegoro Journal Of Economics*, Volume 1, Nomor 1, Tahun 2019, halaman 67
- Paun, C. V., dkk. (2019). The Impact of Financial Sector Development and Sophistication on Sustainable Economic Growth. *Sustainability* 2019, 11, 1713; doi:10.3390/su11061713
- Sharipov, I. (2015). Contemporary Economic Growth Models And Theories: A Literature Review. Centre for European Studies (CES) Working Papers – Volume VII, Issue 3, pages 759-773
- Smaoui, H., Nechi, S. (2017). Does sukuk market development spur economic growth?. *Research in International Business and Finance* 41 (2017) 136–147
- Suharsono, A., Aziza, A., Pramesti, W. (2017). Comparison of Vector Autoregressive (VAR) and Vector Error Correction Models (VECM) for Index of ASEAN Stock Price. International Conference and Workshop on Mathematical Analysis and its Applications (ICWOMAA 2017) AIP Conf. Proc. 1913, 020032-1–020032-9
- Sulistiana, I., Hidayati., Sumar. (2017). Model Vector Auto Regression (VAR) and Vector Error Correction Model (VECM) Approach for Inflation Relations Analysis, Gross Regional Domestic Product (GDP), World Tin Price, Bi Rate and Rupiah Exchange Rate. *IJBE: Integrated Journal of Business and Economics*, Vol 1, No 2 (2017)
- Tabash, M. I., Dhankar, R. S. (2014). Islamic Finance and Economic Growth: An Empirical Evidence from United Arab Emirates (UAE). *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB)* 2014 Vol: 3 Issue 2
- Yüksel, S., Canöz, I. (2017). Does Islamic Banking Contribute to Economic Growth and Industrial Development in Turkey?. *IKONOMIKA: Journal of Islamic Economics and Business* Volume 2, No 1 (2017) Page : 93 – 102
- Zarrouk, H., El Ghak, T. dan Abu Al Haija, E. (2017). Financial development, Islamic finance and economic growth: evidence of the UAE. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 8 No. 1, pp. 2-22