

## **Analisis Hubungan Dinamis Kurs, IHSG, Dan Sukuk Di Indonesia Menggunakan Model VAR Periode 2021–2024**

**Soraya Exsaniah Bilkhist<sup>1</sup>, Hamidatul Aulia<sup>2</sup>, Veninda Ariesta Mawarni<sup>3</sup>,  
Rakhmad Adit Ramadhani<sup>4</sup>, Achmad Miftachul Huda<sup>5</sup>**

<sup>1,2,3,4,5</sup> Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sayyid Ali Rahmatullah Tulungagung  
sorayaexsaniah@gmail.com, hamidatulaulia433@gmail.com, venindaariesta@gmail.com,  
rakhmattaditt@gmail.com, achmad.miftachul45@gmail.com

### **Abstrak**

Sebagai negara berkembang, kinerja perekonomian Indonesia tidak terlepas dari hubungan timbal balik antara indikator makroekonomi dan sektor keuangan. Penelitian ini berfokus pada pengujian keterkaitan dinamis antara nilai kurs mata uang rupiah, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), serta nilai outstanding sukuk di Indonesia pada periode pascapandemi 2021–2024. Kajian dilakukan pada level makro nasional dengan memanfaatkan data sekunder berbentuk deret waktu bulanan. Pendekatan yang digunakan adalah *Vector Autoregression* (VAR) dengan tahapan pengujian meliputi uji stasioneritas *Augmented Dickey-Fuller* (ADF), penentuan lag optimal, uji stabilitas, uji kausalitas Granger, *Impulse Response Function* (IRF), dan *Variance Decomposition* (VD). Hasil analisis menunjukkan bahwa seluruh variabel telah memenuhi kondisi stasioner pada *first difference* dengan lag optimal sebanyak tiga periode. Uji kausalitas Granger memperlihatkan adanya pengaruh satu arah yang signifikan dari IHSG terhadap nilai tukar. Lebih lanjut, estimasi VAR mengindikasikan bahwa hubungan antarvariabel cenderung lemah. Pergerakan sukuk lebih banyak dipengaruhi oleh nilai historisnya sendiri serta IHSG, sedangkan IHSG dan kurs tidak menunjukkan pengaruh yang berarti dari variabel lain dalam sistem. Hasil IRF menunjukkan bahwa respons terhadap guncangan hanya terjadi dalam jangka pendek dan kembali menuju keseimbangan dalam jangka panjang. Sementara itu, analisis *Variance Decomposition* mengungkapkan bahwa variasi kesalahan peramalan tiap variabel masih didominasi oleh faktor internalnya, sehingga keterkaitan antarvariabel dapat dikategorikan sedang.

**Kata kunci:** *Kurs, IHSG, Sukuk, Vector Autoregression (VAR)*

### **Abstract**

*As a developing country, Indonesia's economic performance is inextricably linked to the interplay between macroeconomic indicators and the financial sector. This study focuses on testing the dynamic relationship between the Indonesian rupiah exchange rate, the Jakarta Composite Index (IHSG), and the outstanding value of sukuk in Indonesia during the post-pandemic period of 2021–2024. The study is conducted at the national macro level using secondary data in the form of monthly time series. The approach used is Vector Autoregression (VAR), with testing stages including the Augmented Dickey-Fuller (ADF) stationarity test, determination of the optimal lag, stability test, Granger causality test, Impulse Response Function (IRF), and Variance Decomposition (VD). The analysis results indicate that all variables meet the stationarity condition at the first-difference level with an optimal lag of three periods. The Granger causality test reveals a significant one-way influence of the IHSG on the exchange*

*rate. Furthermore, the VAR estimates suggest that the relationships among the variables tend to be weak. Sukuk movements are more influenced by their own historical values and the IHSG, while the IHSG and exchange rates do not show a significant influence from other variables in the system. The IRF results indicate that the response to shocks is only short-term and returns to equilibrium in the long run. Meanwhile, the variance decomposition analysis reveals that the variation in the forecast error for each variable is still dominated by its internal factors, so the interdependence among variables can be classified as moderate.*

**Keywords:** Exchange Rates, IHSG, Sukuk, Vector Autoregression (VAR)

## **Pendahuluan**

Perekonomian Indonesia sebagai negara berkembang memiliki karakteristik yang erat kaitannya dengan dinamika sektor keuangan serta berbagai indikator makroekonomi yang memengaruhinya. Di tengah arus globalisasi dan semakin terintegrasinya pasar keuangan internasional, perubahan pada satu variabel ekonomi dapat menimbulkan dampak yang luas terhadap variabel ekonomi lainnya. Stabilitas nilai tukar, perkembangan pasar modal, serta pertumbuhan instrumen keuangan syariah merupakan beberapa aspek strategis yang menjadi perhatian pemerintah, regulator, investor, dan kalangan akademisi dalam menjaga stabilitas serta kesinambungan pertumbuhan ekonomi nasional. Oleh sebab itu, pemahaman yang komprehensif mengenai keterkaitan antarvariabel tersebut menjadi sangat penting sebagai dasar dalam penyusunan kebijakan ekonomi yang efektif dan tepat sasaran (Putri et al., 2024).

Salah satu indikator makroekonomi yang memegang peranan penting dalam perekonomian Indonesia adalah nilai tukar atau kurs. Nilai tukar menunjukkan harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain dan menjadi salah satu indikator utama dalam menilai tingkat stabilitas ekonomi suatu negara. Pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat sering menjadi fokus perhatian karena memiliki pengaruh terhadap aktivitas perdagangan internasional, investasi, inflasi, serta kondisi pasar keuangan. Depresiasi rupiah yang berlebihan berpotensi meningkatkan biaya impor, memperbesar risiko investasi, dan menurunkan tingkat kepercayaan investor terhadap perekonomian domestik. Sebaliknya, kestabilan nilai tukar dapat memperkuat keyakinan investor serta menciptakan lingkungan investasi yang lebih mendukung (Anjani & Cupian, 2025).

Selain kurs, pasar modal juga menjadi indikator yang penting dalam menggambarkan kondisi ekonomi suatu negara. Pasar modal berfungsi sebagai sarana penghimpunan dana dari masyarakat yang kemudian disalurkan ke berbagai sektor produktif melalui beragam instrumen investasi. Di Indonesia, kinerja pasar modal umumnya direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Indeks ini mencerminkan pergerakan harga seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sehingga sering dijadikan ukuran sentimen investor terhadap kondisi ekonomi nasional. Kenaikan IHSG pada umumnya menunjukkan optimisme investor terhadap prospek ekonomi, sedangkan penurunannya sering dikaitkan dengan meningkatnya ketidakpastian ekonomi dan risiko investasi (Putri et al., 2024).

Perkembangan IHSG dalam beberapa tahun terakhir memperlihatkan dinamika yang cukup signifikan. Pandemi COVID-19 yang melanda berbagai negara pada tahun 2020 memberikan tekanan besar terhadap pasar keuangan global, termasuk Indonesia. Perlambatan aktivitas ekonomi, tingginya ketidakpastian terkait kondisi kesehatan global, serta meningkatnya risiko investasi menyebabkan IHSG mengalami penurunan yang cukup tajam pada fase awal pandemi. Namun demikian, seiring dengan proses pemulihan ekonomi nasional, meningkatnya aktivitas investasi, serta implementasi berbagai kebijakan stimulus pemerintah, pasar modal Indonesia kembali menunjukkan tren pertumbuhan yang positif. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa pasar modal sangat responsif terhadap perubahan kondisi ekonomi dan keuangan, baik yang bersumber dari faktor domestik maupun global (Ulfa & Sari, 2022).

Dalam era globalisasi dan integrasi pasar keuangan, stabilitas nilai tukar (kurs), perkembangan pasar modal yang tercermin melalui Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), serta perkembangan instrumen keuangan syariah seperti sukuk menjadi faktor penting yang memengaruhi kondisi ekonomi nasional. Ketiga variabel tersebut memiliki peran strategis dalam mencerminkan tingkat kepercayaan investor, stabilitas sistem keuangan, serta kemampuan pemerintah dan sektor swasta dalam memperoleh sumber pembiayaan pembangunan. Oleh karena itu, pemahaman mengenai hubungan antara kurs, IHSG, dan nilai outstanding sukuk menjadi penting untuk mendukung perumusan kebijakan ekonomi yang efektif (Dima & Kasri, 2022).

Indonesia sebagai negara dengan sistem keuangan ganda (*dual financial system*) telah mengalami perkembangan yang signifikan baik pada sektor keuangan konvensional maupun syariah. Perkembangan pasar modal Indonesia ditandai dengan peningkatan aktivitas perdagangan saham yang tercermin melalui pergerakan IHSG. Di sisi lain, industri keuangan syariah juga menunjukkan pertumbuhan yang cukup pesat, salah satunya melalui peningkatan penerbitan sukuk negara maupun sukuk korporasi (Wijaya, 2021). Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi syariah yang mampu mendukung pembiayaan pembangunan sekaligus mendorong pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat sering kali menjadi indikator utama yang mencerminkan kondisi fundamental ekonomi Indonesia dan memengaruhi keputusan investasi domestik maupun asing (Setianingsih & Widyastuti, 2020).

Perkembangan sukuk di Indonesia menunjukkan kecenderungan yang terus meningkat dari waktu ke waktu. Pemerintah Indonesia secara aktif menerbitkan sukuk negara sebagai sumber pembiayaan berbagai proyek pembangunan strategis, seperti pembangunan infrastruktur, sektor pendidikan, kesehatan, serta program pembangunan lainnya. Selain itu, pertumbuhan sukuk korporasi juga menunjukkan tren yang positif, yang mencerminkan meningkatnya minat dunia usaha terhadap instrumen pembiayaan berbasis syariah. Peningkatan nilai outstanding sukuk mengindikasikan bahwa instrumen ini telah menjadi salah satu elemen penting dalam sistem keuangan nasional (Latifah, 2020).

Menurut (Setianingsih & Widyastuti, 2020), sukuk memberikan kontribusi yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia karena mampu meningkatkan investasi serta menyediakan alternatif sumber pembiayaan yang lebih luas bagi sektor produktif. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perkembangan sukuk tidak hanya berperan sebagai instrumen investasi syariah, tetapi juga berpengaruh terhadap aktivitas ekonomi secara menyeluruh. Temuan tersebut sejalan dengan penelitian (Kartini & Milawati, 2020) yang menyimpulkan bahwa sukuk berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam jangka panjang melalui peningkatan kapasitas pembiayaan pembangunan dan investasi.

Lebih lanjut, penelitian yang dilakukan oleh (Novitasari & Arundina, 2023) menemukan adanya hubungan yang bersifat dinamis antara perkembangan sukuk dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Dengan menggunakan pendekatan Vector Error Correction Model (VECM), penelitian tersebut menunjukkan bahwa sukuk memiliki keterkaitan jangka panjang dengan pertumbuhan ekonomi serta mampu memberikan kontribusi terhadap peningkatan aktivitas ekonomi nasional. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa perkembangan instrumen keuangan syariah dapat menjadi salah satu faktor strategis dalam mendukung pembangunan ekonomi yang berkelanjutan.

Dalam perspektif teori pasar modal, perubahan kondisi makroekonomi akan memengaruhi perilaku investor serta pergerakan harga berbagai aset keuangan. Nilai tukar merupakan salah satu variabel yang sering dijadikan dasar pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi. Ketika terjadi depresiasi nilai tukar yang cukup besar, investor asing cenderung menarik modalnya dari pasar modal karena meningkatnya risiko investasi. Kondisi tersebut dapat menyebabkan penurunan harga saham dan melemahnya IHSG. Sebaliknya, kestabilan nilai tukar mampu meningkatkan kepercayaan investor sehingga mendorong pertumbuhan aktivitas investasi di pasar modal (Putri et al., 2024).

Hubungan antara nilai tukar dan pasar modal telah menjadi perhatian dalam berbagai penelitian empiris. Sejumlah studi menunjukkan bahwa fluktuasi kurs memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan indeks saham. Kondisi ini terjadi karena perubahan nilai tukar dapat memengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan, terutama perusahaan yang memiliki aktivitas ekspor dan impor dalam skala besar. Selain itu, perubahan nilai tukar juga berpengaruh terhadap arus modal asing yang masuk ke pasar modal sehingga berdampak pada pergerakan indeks saham secara keseluruhan (Anjani & Cupian, 2025).

Hubungan antara kurs, IHSG, dan nilai outstanding sukuk telah menjadi perhatian berbagai peneliti. Hasil penelitian (Imam et al., 2022) menunjukkan bahwa perkembangan instrumen pasar modal syariah, termasuk sukuk, memiliki kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Penelitian (Kiom & Faujiah, 2024) juga menemukan bahwa instrumen pasar modal syariah memiliki keterkaitan dengan aktivitas ekonomi dan pasar keuangan Indonesia. Di sisi lain, perubahan kurs terbukti

dapat memengaruhi pasar modal melalui perubahan persepsi risiko investor dan arus modal internasional. Ketika nilai tukar mengalami depresiasi yang signifikan, investor cenderung mengurangi investasinya pada pasar saham sehingga dapat menekan pergerakan IHSG. Sebaliknya, stabilitas kurs dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong pertumbuhan pasar modal.

Meskipun demikian, penelitian terdahulu masih menunjukkan keterbatasan. Sebagian besar penelitian hanya berfokus pada hubungan antara dua variabel tertentu, seperti kurs dan IHSG atau sukuk dan pertumbuhan ekonomi. Selain itu, sebagian besar penelitian menggunakan metode regresi linier yang belum mampu menangkap hubungan dinamis dan interaksi simultan antarvariabel dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Penelitian yang menggabungkan variabel kurs, IHSG, dan nilai outstanding sukuk dalam satu model empiris masih relatif terbatas, khususnya pada periode pascapandemi COVID-19 ketika kondisi ekonomi dan pasar keuangan mengalami perubahan yang signifikan. Kondisi tersebut menunjukkan adanya kesenjangan penelitian (*research gap*) yang perlu dikaji lebih lanjut melalui pendekatan yang mampu menjelaskan hubungan dinamis antarvariabel secara lebih komprehensif.

Penelitian ini menggunakan pendekatan Vector Autoregression (VAR) untuk menganalisis hubungan dinamis antara kurs, IHSG, dan nilai outstanding sukuk di Indonesia selama periode 2021–2024. Variabel kurs dalam penelitian ini diukur menggunakan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat yang mencerminkan stabilitas ekonomi makro. Variabel IHSG digunakan sebagai indikator kinerja pasar modal Indonesia dan representasi sentimen investor terhadap kondisi ekonomi nasional. Sementara itu, nilai outstanding sukuk digunakan untuk menggambarkan perkembangan instrumen pembiayaan syariah yang beredar dan kontribusinya terhadap sistem keuangan nasional.

Premis penelitian ini didasarkan pada teori pasar modal dan teori intermediasi keuangan. Teori pasar modal menjelaskan bahwa perubahan kondisi makroekonomi, termasuk fluktuasi kurs, dapat memengaruhi perilaku investor dan pergerakan harga saham yang tercermin melalui IHSG. Sementara itu, teori intermediasi keuangan menjelaskan bahwa perkembangan instrumen keuangan,

termasuk sukuk, berperan dalam menghimpun dan menyalurkan dana untuk mendukung aktivitas ekonomi produktif. Peningkatan nilai outstanding sukuk menunjukkan bertambahnya kapasitas pembiayaan yang dapat mendorong stabilitas dan perkembangan sektor keuangan nasional.

Berdasarkan teori tersebut, penelitian ini mengajukan dugaan bahwa terdapat hubungan dinamis antara kurs, IHSG, dan nilai outstanding sukuk di Indonesia. Perubahan kurs diduga memengaruhi pergerakan IHSG dan perkembangan sukuk, sedangkan perkembangan pasar modal dan sukuk juga berpotensi memberikan pengaruh terhadap stabilitas ekonomi dan nilai tukar. Pendekatan VAR dipilih karena mampu menangkap hubungan timbal balik (interdependensi) dan respons setiap variabel terhadap guncangan (*shock*) yang terjadi pada variabel lainnya. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris terhadap pengembangan literatur ekonomi dan keuangan, khususnya mengenai interaksi antara sektor keuangan konvensional dan syariah di Indonesia pada periode pascapandemi. Selain itu, hasil penelitian diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi pemerintah, Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, serta pelaku pasar dalam merumuskan kebijakan yang mendukung stabilitas dan pertumbuhan sektor keuangan nasional.

### Metode Penelitian

Unit analisis dalam penelitian ini adalah perekonomian makro Indonesia pada tingkat agregat nasional, khususnya yang merepresentasikan perkembangan sektor keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi. Data yang digunakan merupakan data sekunder berbentuk *time series* bulanan dari tahun 2021 sampai 2024. Variabel yang diteliti meliputi nilai *outstanding* sukuk (bersumber dari Otoritas Jasa Keuangan/OJK), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan kurs mata uang (bersumber dari Badan Pusat Statistik/BPS).

Pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi dengan mengunduh, menyeleksi, dan mengompilasi laporan publikasi resmi dari situs institusi terkait. Data kemudian disusun secara terstruktur dalam bentuk deret waktu (*time series*) untuk mempermudah proses pemodelan menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR) dengan bantuan *software* E-Views 12.

Penelitian ini menerapkan model estimasi *Vector Autoregression* (VAR) untuk menangkap dinamika hubungan timbal balik antar variabel tanpa membedakan variabel bebas dan terikat. Tahapan analisis data yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Uji stasioneritas data: Dilakukan menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) untuk memastikan data bebas dari masalah akar unit (*unit root*). Data dinyatakan stasioner jika nilai statistik ADF lebih kecil dari nilai kritisnya atau nilai *p-value*  $< 0,05$  (Kusumaningrum & Palupi, 2022)..
2. Uji lag optimum: Penentuan panjang *lag* bertujuan untuk menghindari *overfitting* dan menjaga derajat kebebasan model. Kriteria statistik yang digunakan meliputi *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SIC), dan *Hannan-Quinn* (HQ) (Tarape & Yusuf, 2025).
3. Uji stabilitas model: Pengujian ini dilakukan setelah *lag* optimal ditentukan guna memastikan bahwa pemodelan VAR yang dipilih menghasilkan estimasi yang valid dan tidak bias (Dinul & Kurniawan, 2024).
4. Uji kausalitas: Menggunakan uji Kausalitas Granger untuk mengidentifikasi adanya hubungan prediktif atau sebab-akibat (satu arah maupun dua arah) secara statistik jangka pendek antarvariabel dalam sistem (Tarape & Yusuf, 2025).
5. Estimasi model VAR: Setelah data stasioner pada level dan *lag* optimal terpenuhi, estimasi sistem persamaan simultan VAR dilakukan untuk mengamati hubungan dinamis historis antarlag variabel (Suhaidi et al., 2022).
6. Analisis *Impulse Response Function* (IRF): Digunakan untuk mengukur dan memetakan respons visual suatu variabel terhadap guncangan (*shock*) dari variabel lain, serta melihat durasi dampak guncangan tersebut hingga kembali konvergen (Dinul & Kurniawan, 2024).
7. Analisis *Variance Decomposition* (VD): Berfungsi menguraikan besarnya kontribusi atau peran relatif dari masing-masing variabel dalam menjelaskan variasi (varian) kesalahan peramalan akibat adanya guncangan dalam sistem (Kusumaningrum & Palupi, 2022).

## Hasil dan Pembahasan

### Hasil Uji Stasioneritas

Dalam studi ini, pengujian stasioneritas dilakukan dengan menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* terhadap masing-masing variabel yang digunakan. Suatu variabel dinyatakan telah stasioner apabila nilai probabilitas yang diperoleh lebih rendah dibandingkan dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (Prob < 0,05). Adapun hasil pengujian stasioneritas tersebut disajikan sebagai berikut.

**Tabel 1 Hasil Uji ADF**

Variabel	Tingkat Stasioner	Probabilitas
IHSG	Level	0.1917
	1 <sup>st</sup> difference	0.0000
Kurs	Level	0.5348
	1 <sup>st</sup> difference	0.0000
Sukuk	Level	0.9415
	1 <sup>st</sup> difference	0.0000

Berdasarkan hasil uji *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* menunjukkan bahwa variabel IHSG, kurs, dan nilai outstanding sukuk tidak stasioner pada tingkat level. Hal ini dibuktikan oleh nilai probabilitas ketiga variabel yang masih lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, dilakukan proses *differencing*, dan hasilnya menunjukkan bahwa ketiga variabel menjadi stasioner pada tingkat *first difference* dengan nilai probabilitas sebesar 0,0000, yang berarti lebih kecil dari 0,05.

### Hasil Penentuan Lag Optimum

Dalam pemodelan VAR, penentuan panjang lag yang sesuai berfungsi untuk menghasilkan estimasi yang akurat sekaligus menghindari terjadinya overfitting. Pada penelitian ini, penetapan lag optimal dilakukan dengan menggunakan kriteria *Akaike Information Criterion (AIC)* dengan nilai terkecil.

**Tabel 2 Penentuan Lag Optimum**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-664.5698	NA	6.13e+09	31.04976	31.17263*	31.09507*
1	-656.5063	14.62670	6.41e+09	31.09332	31.58482	31.27457
2	-654.0836	4.056744	8.77e+09	31.39923	32.25936	31.71642
3	-636.6984	26.68425*	6.04e+09*	31.00923*	32.23797	31.46235
4	-629.4314	10.13998	6.76e+09	31.08983	32.68720	31.67889

Berdasarkan hasil perhitungan AIC di atas untuk pengujian Lag 1 – 4, diperoleh bahwa lag 3 memiliki nilai AIC paling rendah, yaitu sebesar 31,00923. Hal ini menunjukkan bahwa model VAR dengan lag 3 merupakan pilihan yang paling optimal karena mampu memberikan keseimbangan terbaik antara tingkat kecocokan model dan tingkat kesederhanaannya.

### Hasil Uji Stabilitas

Kestabilan model VAR ditentukan oleh posisi akar-akar polinom karakteristik. Model dikatakan stabil jika seluruh akar berada di dalam *unit circle* (memiliki modulus < 1), sehingga bersifat stasioner dan tidak eksplosif. Sebaliknya, jika ada akar dengan modulus > 1, model menjadi tidak stabil dan tidak layak digunakan untuk analisis atau prediksi. Hasil uji stabilitas di bawah ini menunjukkan nilai modulus < 1, yang berarti model VAR sudah stabil.

**Tabel 3 Hasil Uji Stabilitas**

Root	Modulus
0.354379 - 0.683744i	0.770123
0.354379 + 0.683744i	0.770123
-0.436431 - 0.626870i	0.763831
-0.436431 + 0.626870i	0.763831
0.669093	0.669093
-0.615121 - 0.129114i	0.628525
-0.615121 + 0.129114i	0.628525
0.084346 - 0.518095i	0.524916
0.084346 + 0.518095i	0.524916

No root lies outside the unit circle.  
VAR satisfies the stability condition.

## Hasil Uji Kausalitas Granger

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan sebab-akibat antarvariabel. Hal tersebut dilakukan dengan melihat apakah nilai historis suatu variabel mampu memberikan kontribusi signifikan dalam memprediksi variabel lain. Pada uji *Granger causality*, suatu hubungan dinyatakan signifikan apabila nilai probabilitasnya kurang dari 0,05 (Irfan & Sulistijanti, 2024).

**Tabel 4 Hasil Uji Kausalitas Granger**

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KURS does not Granger Cause IHSG	45	2.51020	0.0732
IHSG does not Granger Cause KURS		4.91084	0.0056
SUKUK does not Granger Cause IHSG	45	0.63429	0.5975
IHSG does not Granger Cause SUKUK		1.69365	0.1847
SUKUK does not Granger Cause KURS	45	0.11968	0.9480
KURS does not Granger Cause SUKUK		0.79647	0.5035

Berdasarkan hasil uji *Pairwise Granger Causality* dengan tingkat signifikansi 5% dan lag 3, diperoleh bahwa hanya terdapat satu hubungan kausal yang signifikan, yaitu dari IHSG terhadap kurs. Hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas sebesar 0,0056 yang lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa pergerakan IHSG mampu memprediksi perubahan kurs. Sebaliknya, kurs tidak berpengaruh terhadap IHSG karena nilai probabilitasnya sebesar 0,0732 yang lebih besar dari 0,05.

Selain itu, tidak terdapat hubungan kausal antara sukuk dengan IHSG maupun KURS, karena seluruh nilai probabilitas pada kedua arah lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hanya terdapat hubungan kausal satu arah dari IHSG ke kurs, sedangkan variabel sukuk tidak memiliki hubungan kausal dengan variabel lainnya.

## Hasil Estimasi Model VAR

Estimasi VAR adalah metode statistik yang digunakan untuk mengkaji keterkaitan dinamis antar beberapa variabel yang saling berinteraksi dari waktu ke waktu. Dalam model ini, setiap variabel tidak hanya dipengaruhi oleh nilainya sendiri di periode sebelumnya, tetapi juga oleh nilai lag dari seluruh variabel lain yang ada dalam sistem. Model VAR dimanfaatkan untuk memahami bagaimana perubahan pada satu variabel dapat berdampak terhadap variabel lain di periode mendatang. Pada proses estimasinya, dihitung koefisien-koefisien yang merepresentasikan

pengaruh nilai masa lalu (lag) dari masing-masing variabel. Nilai koefisien tersebut dapat bertanda positif maupun negatif, yang menunjukkan arah hubungan antarvariabel. Koefisien positif mengindikasikan bahwa kenaikan suatu variabel cenderung diikuti oleh kenaikan variabel lain, sedangkan koefisien negatif menunjukkan hubungan sebaliknya, yaitu kenaikan suatu variabel diikuti penurunan variabel lainnya (Nadhifah et al., 2025).

**Tabel 5 Hasil Estimasi Model VAR**

	D(IHSG)	D(KURS)	D(SUKUK)
D(IHSG(-1))	-0.028353 (0.16441) [-0.17245]	0.393504 (0.21895) [ 1.79727]	-0.003903 (0.00129) [-3.03421]
D(IHSG(-2))	-0.179378 (0.17520) [-1.02385]	0.088218 (0.23331) [ 0.37811]	-0.000323 (0.00137) [-0.23536]
D(IHSG(-3))	-0.289032 (0.16284) [-1.77490]	0.264877 (0.21686) [ 1.22144]	-0.003865 (0.00127) [-3.03394]
D(KURS(-1))	0.182785 (0.10871) [ 1.68143]	-0.073234 (0.14477) [-0.50588]	0.000620 (0.00085) [ 0.72862]
D(KURS(-2))	0.112650 (0.11164) [ 1.00905]	-0.116887 (0.14867) [-0.78622]	0.000793 (0.00087) [ 0.90813]
D(KURS(-3))	0.064033 (0.11133) [ 0.57517]	-0.064413 (0.14825) [-0.43447]	-8.15E-05 (0.00087) [-0.09360]
D(SUKUK(-1))	0.191761 (20.0271) [ 0.00958]	-16.06579 (26.6698) [-0.60240]	-0.454973 (0.15668) [-2.90376]
D(SUKUK(-2))	17.19655 (22.0613) [ 0.77949]	-48.38365 (29.3788) [-1.64689]	-0.091718 (0.17260) [-0.53139]
D(SUKUK(-3))	3.173539 (19.9408) [ 0.15915]	-94.45392 (26.5549) [-3.55694]	0.275450 (0.15601) [ 1.76560]
C	17.33943 (35.4333) [ 0.48935]	102.0801 (47.1860) [ 2.16336]	0.832210 (0.27722) [ 3.00202]

Berdasarkan hasil estimasi model VAR dengan nilai *t-tabel* sebesar **2.014103389**, interpretasi dilakukan dengan membandingkan nilai *t-statistic* masing-masing koefisien terhadap nilai tersebut (dalam nilai absolut). Jika  $|t\text{-statistic}| > 2,014$  maka koefisien dinyatakan signifikan, sebaliknya jika lebih kecil maka tidak signifikan.

Pada persamaan D(IHSG), seluruh variabel lag baik D(IHSG), D(KURS), maupun D(SUKUK) memiliki nilai *t-statistic* yang lebih kecil dari 2,014. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan dari nilai masa lalu ketiga

variabel terhadap perubahan IHSG saat ini. Dengan kata lain, pergerakan IHSG dalam model ini tidak dapat dijelaskan oleh dinamika variabel-variabel yang digunakan.

Pada persamaan D(KURS), hasil yang serupa juga terlihat, di mana semua variabel lag tidak signifikan karena nilai *t-statistic*-nya berada di bawah *t-tabel*. Namun, konstanta (C) memiliki nilai *t-statistic* sebesar 2,16336 yang lebih besar dari 2,014, sehingga signifikan. Ini mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh faktor lain di luar variabel dalam model yang berperan terhadap perubahan KURS.

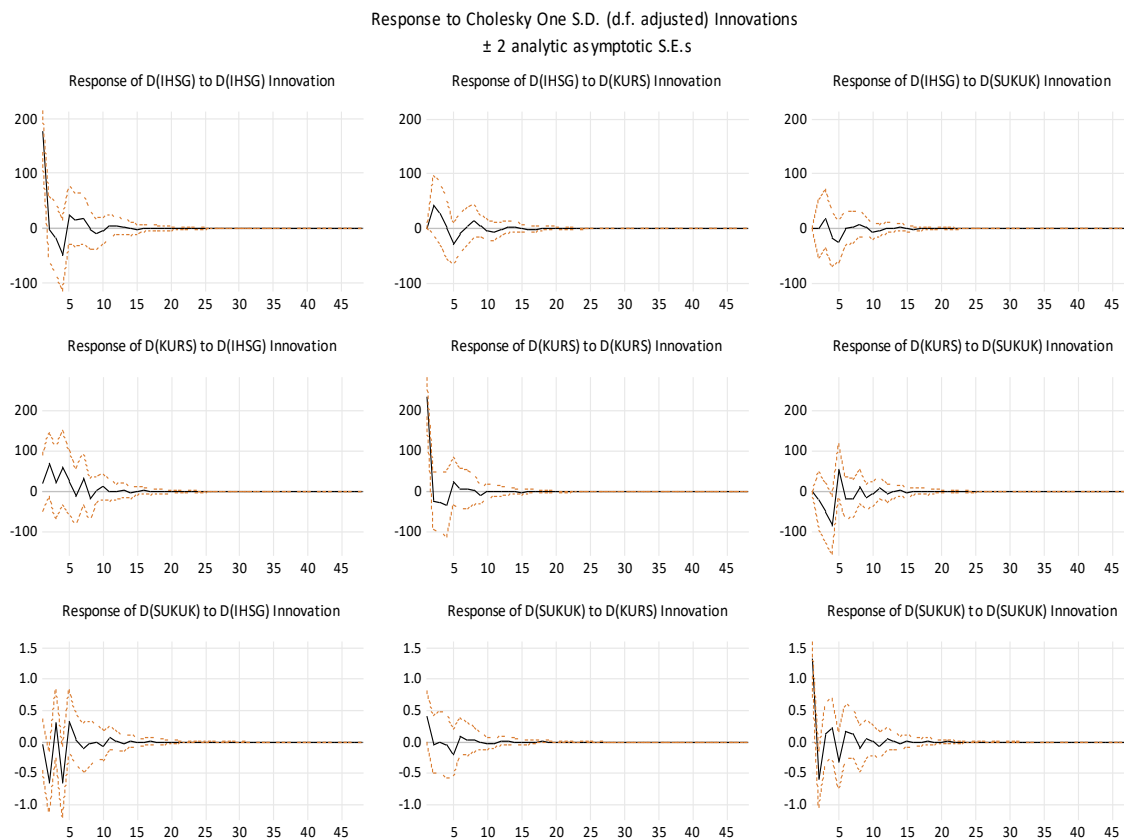
Sementara itu, pada persamaan D(SUKUK) ditemukan beberapa koefisien yang signifikan. Variabel D(IHSG(-1)) dan D(IHSG(-3)) memiliki nilai *t-statistic* sekitar -3, serta D(SUKUK(-1)) sebesar -2,90376, yang semuanya lebih besar dari *t-tabel* dalam nilai absolut. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh signifikan dengan arah negatif. Artinya, peningkatan IHSG pada periode sebelumnya cenderung menurunkan sukuk pada periode saat ini, begitu pula nilai SUKUK di periode sebelumnya memiliki efek penyesuaian (penurunan) pada periode berikutnya.

Secara keseluruhan, hasil ini menunjukkan bahwa dinamika hubungan dalam model VAR relatif terbatas, di mana hanya variabel sukuk yang dipengaruhi secara signifikan oleh beberapa lag, khususnya dari IHSG dan dirinya sendiri. Sementara itu, variabel IHSG dan KURS tidak menunjukkan respons yang signifikan terhadap variabel lain dalam sistem, sehingga pergerakannya kemungkinan lebih dipengaruhi oleh faktor eksternal di luar model.

### **Hasil Uji *Impulse Response Function* (IRF)**

Impulse Response Function (IRF) merupakan metode analisis dalam model VAR yang digunakan untuk melihat bagaimana suatu variabel bereaksi ketika terjadi kejutan pada variabel lain. Melalui IRF, dapat diamati pola respons suatu variabel dari waktu ke waktu setelah munculnya shock atau perubahan tiba-tiba. Dengan demikian, IRF membantu menjelaskan arah, besaran, serta durasi pengaruh antarvariabel dalam sistem secara dinamis (Nadhifah et al., 2025).

Gambar 1 Hasil Uji IRF



Berdasarkan grafik Impulse Response Function (IRF) yang ditampilkan, dapat dijelaskan bahwa respons masing-masing variabel terhadap guncangan (*shock*) menunjukkan pola yang cenderung fluktuatif di awal periode, kemudian secara bertahap mereda dan kembali menuju titik keseimbangan (konvergen ke nol). Pada respon IHSG terhadap *shock* IHSG (*own shock*), terlihat adanya fluktuasi yang cukup tajam pada periode awal (sekitar periode 1–5), bahkan sempat bergerak ke arah negatif. Hal ini menunjukkan adanya efek penyesuaian jangka pendek yang cukup kuat. Namun, setelah periode tersebut, respons mulai mereda dan secara bertahap mendekati nol sekitar periode 10–15, yang berarti efek *shock* hanya bersifat sementara. Ketika IHSG merespons *shock* dari kurs dan sukuk, pola yang muncul relatif mirip, yaitu terjadi gejala awal yang kemudian cepat mereda. Ini menunjukkan bahwa pengaruh kurs dan sukuk terhadap IHSG tidak berlangsung lama.

Pada respon KURS, terlihat bahwa *shock* dari IHSG memberikan dampak yang cukup besar di awal periode, ditandai dengan fluktuasi positif dan negatif. Namun,

respons ini cepat menurun dan kembali stabil. Untuk shock dari kurs itu sendiri, terlihat lonjakan yang cukup tinggi di awal (menunjukkan efek langsung yang kuat), tetapi kembali turun secara bertahap. Sementara itu, shock dari sukuk terhadap kurs juga menimbulkan fluktuasi awal, namun efeknya relatif kecil dan cepat hilang. Pada respon sukuk, terlihat bahwa variabel ini cukup sensitif terhadap *shock*, terutama dari IHSG dan dirinya sendiri. Respons awal menunjukkan fluktuasi yang cukup tajam (baik positif maupun negatif), yang menandakan adanya reaksi kuat dalam jangka pendek. Namun, seperti variabel lainnya, efek tersebut tidak bertahan lama dan mulai stabil setelah beberapa periode. Respons sukuk terhadap *shock* kurs juga relatif kecil dan cepat kembali ke keseimbangan.

Selain itu, jika dilihat dari garis batas (*confidence interval*), sebagian besar respons berada dalam batas tersebut, yang mengindikasikan bahwa meskipun terjadi fluktuasi, pengaruhnya tidak terlalu ekstrem. Semua grafik menunjukkan pola konvergen menuju nol, yang berarti sistem VAR yang digunakan bersifat stabil dan tidak mengandung efek jangka panjang yang permanen. Secara keseluruhan, hasil IRF ini menunjukkan bahwa dampak shock antar variabel bersifat jangka pendek (*temporary*), semua variabel memiliki kemampuan penyesuaian yang cepat terhadap guncangan, tidak terdapat efek jangka panjang yang signifikan karena seluruh respons kembali ke titik keseimbangan, variabel sukuk cenderung lebih responsif, sedangkan IHSG dan kurs relatif lebih stabil dalam merespons *shock*.

Hasil Uji *Variance Decomposition* (VD)

Tabel 6 Hasil Uji VD

Variance Decomposition of D(KURS):					Variance Decomposition of D(SUKUK):					Variance Decomposition of D(IHSG):				
Period	S.E.	D(IHSG)	D(KURS)	D(SUKUK)	Period	S.E.	D(IHSG)	D(KURS)	D(SUKUK)	Period	S.E.	D(IHSG)	D(KURS)	D(SUKUK)
1	235.1353	0.830627	99.16937	0.000000	1	1.381415	0.109027	8.560487	91.33049	1	176.5697	100.0000	0.000000	0.000000
2	247.0008	8.476184	90.78647	0.737346	2	1.643090	15.97328	6.106687	77.92004	2	181.7048	94.43135	5.568460	0.000194
3	254.8614	8.598595	86.45379	4.947619	3	1.677675	18.71595	5.866256	75.41779	3	185.6012	91.40634	7.577987	1.015675
4	276.8060	11.97132	74.59455	13.43413	4	1.812015	28.56907	5.121636	66.30929	4	192.8348	91.09888	7.021086	1.880030
5	284.3793	12.11299	71.50767	16.37934	5	1.878300	29.69875	5.856642	64.44461	5	198.1470	87.94982	8.671919	3.378258
6	285.2302	12.23359	71.14370	16.62271	6	1.887504	29.45115	6.007293	64.54155	6	198.9649	87.85513	8.794278	3.350588
7	287.7265	13.38480	69.95407	16.66133	7	1.895527	29.47071	5.994184	64.53511	7	199.7650	87.88651	8.766970	3.346524
8	288.7196	13.73801	69.49529	16.76670	8	1.898891	29.39067	5.988933	64.62039	8	200.4126	87.33758	9.196191	3.466233
9	289.0008	13.73801	69.49529	16.76670	9	1.899464	29.37437	5.986333	64.63929	9	200.6954	87.32323	9.213575	3.463197
10	289.2560	13.71147	69.31776	16.97077	10	1.900773	29.44687	6.00273	64.55285	10	200.8649	87.21972	9.238587	3.543689
11	289.5323	13.83159	69.18634	16.98207	11	1.903012	29.48901	6.006664	64.50433	11	201.0100	87.12776	9.298376	3.573861
12	289.6730	13.81902	69.12278	17.05819	12	1.903848	29.46496	6.013620	64.52142	12	201.0559	87.12805	9.297424	3.574523
13	289.7095	13.81571	69.10790	17.07639	13	1.904105	29.47905	6.014238	64.50671	13	201.0799	87.11777	9.305263	3.576972
14	289.7275	13.82360	69.10168	17.07472	14	1.904234	29.47653	6.013550	64.50992	14	201.1045	87.09889	9.319120	3.581995
15	289.7675	13.83896	69.08270	17.07834	15	1.904319	29.47727	6.013038	64.50969	15	201.1193	87.10033	9.318187	3.581478
16	289.8027	13.83768	69.07002	17.09229	16	1.904356	29.47666	6.014841	64.50950	16	201.1280	87.09308	9.320988	3.585930
17	289.8112	13.84262	69.06599	17.09139	17	1.904421	29.47977	6.014561	64.50567	17	201.1326	87.09082	9.322949	3.586234
18	289.8164	13.84276	69.06261	17.09463	18	1.904464	29.47851	6.014854	64.50664	18	201.1345	87.09087	9.322789	3.586342
19	289.8194	13.84272	69.06252	17.09477	19	1.904470	29.47884	6.014879	64.50628	19	201.1357	87.09002	9.323445	3.586537
20	289.8204	13.84326	69.06205	17.09469	20	1.904473	29.47893	6.014845	64.50622	20	201.1369	87.08940	9.323886	3.586715
21	289.8220	13.84335	69.06143	17.09522	21	1.904481	29.47885	6.014924	64.50623	21	201.1374	87.08844	9.323835	3.586729
22	289.8223	13.84342	69.06128	17.09530	22	1.904485	29.47896	6.014925	64.50610	22	201.1378	87.08908	9.324008	3.586916
23	289.8224	13.84345	69.06123	17.09532	23	1.904485	29.47896	6.014925	64.50612	23	201.1380	87.08902	9.324064	3.586913
24	289.8226	13.84346	69.06118	17.09536	24	1.904485	29.47895	6.014925	64.50612	24	201.1381	87.08902	9.324060	3.586921
25	289.8226	13.84346	69.06116	17.09538	25	1.904485	29.47895	6.014925	64.50612	25	201.1382	87.08897	9.324099	3.586933
26	289.8227	13.84347	69.06115	17.09538	26	1.904485	29.47896	6.014925	64.50612	26	201.1382	87.08895	9.324110	3.586942
27	289.8227	13.84349	69.06112	17.09539	27	1.904485	29.47896	6.014927	64.50611	27	201.1382	87.08893	9.324118	3.586948
28	289.8227	13.84349	69.06112	17.09540	28	1.904485	29.47896	6.014927	64.50611	28	201.1383	87.08893	9.324119	3.586948
29	289.8227	13.84349	69.06112	17.09540	29	1.904485	29.47896	6.014928	64.50611	29	201.1383	87.08893	9.324119	3.586948
30	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	30	1.904485	29.47896	6.014928	64.50611	30	201.1383	87.08893	9.324119	3.586948
31	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	31	1.904485	29.47896	6.014928	64.50611	31	201.1383	87.08893	9.324121	3.586949
32	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	32	1.904485	29.47896	6.014928	64.50611	32	201.1383	87.08893	9.324121	3.586949
33	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	33	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	33	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
34	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	34	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	34	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
35	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	35	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	35	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
36	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	36	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	36	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
37	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	37	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	37	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
38	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	38	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	38	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
39	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	39	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	39	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
40	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	40	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	40	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
41	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	41	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	41	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
42	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	42	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	42	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
43	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	43	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	43	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
44	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	44	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	44	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
45	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	45	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	45	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
46	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	46	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	46	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
47	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	47	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	47	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949
48	289.8227	13.84349	69.06111	17.09540	48	1.904486	29.47896	6.014928	64.50611	48	201.1383	87.08893	9.324122	3.586949

Cholesky One S.D. (d.f. adjusted)  
Cholesky ordering: D(IHSG) D(KURS) D(SUKUK)

Uji ini berfungsi menguraikan besarnya kontribusi atau peran relatif dari masing-masing variabel dalam menjelaskan variasi (varian) kesalahan peramalan akibat adanya guncangan dalam sistem Pada variabel IHSG, pada periode awal (periode 1) seluruh variasinya sepenuhnya dijelaskan oleh guncangan dari IHSG itu sendiri (100%). Namun, seiring bertambahnya periode, kontribusi internal tersebut mengalami penurunan dan kemudian cenderung stabil di kisaran sekitar 87,09% mulai sekitar periode ke-20 hingga periode akhir. Di sisi lain, peran variabel lain mulai muncul, di mana kontribusi kurs meningkat secara bertahap hingga mencapai sekitar 9,32%, sedangkan sukuk berada di kisaran 3,59%. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam jangka panjang IHSG tetap didominasi oleh faktor internalnya, tetapi pengaruh eksternal, terutama dari kurs dan dalam porsi lebih kecil dari sukuk mulai memberikan kontribusi terhadap pergerakannya.

Pada variabel kurs, pada periode awal kontribusi *shock* dari dirinya sendiri sangat dominan yaitu sekitar 99,17%, sedangkan pengaruh dari IHSG dan sukuk

hampir tidak ada. Namun, dalam jangka panjang, kontribusi internal kurs menurun menjadi sekitar 69,06%. Sebaliknya, pengaruh dari IHSG meningkat cukup signifikan hingga sekitar 13,84%, dan sukuk sekitar 17,10%. Ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, pergerakan kurs tidak hanya ditentukan oleh faktor internal, tetapi juga cukup dipengaruhi oleh dinamika IHSG dan terutama sukuk yang memberikan kontribusi lebih besar dibanding IHSG.

Sementara itu, pada variabel sukuk, kontribusi *shock* dari dirinya sendiri pada awal periode sebesar 91,33%, kemudian menurun dan stabil di kisaran 64,50% dalam jangka panjang. Di sisi lain, kontribusi dari IHSG meningkat cukup besar hingga sekitar 29,48%, sedangkan kurs hanya sekitar 6,01%. Hal ini mengindikasikan bahwa variasi sukuk dalam jangka panjang lebih banyak dipengaruhi oleh IHSG dibandingkan oleh kurs, sehingga hubungan antara pasar saham (IHSG) dan instrumen sukuk terlihat cukup kuat. Secara keseluruhan, hasil VD ini menunjukkan bahwa ketiga variabel masih didominasi oleh *shock* masing-masing (*own shock*), tetapi terdapat hubungan interdependensi antar variabel dalam jangka panjang. IHSG cenderung menjadi variabel yang paling berpengaruh terhadap variabel lain, khususnya terhadap sukuk, sedangkan kurs juga dipengaruhi oleh kedua variabel lainnya. Namun demikian, karena kontribusi terbesar tetap berasal dari masing-masing variabel itu sendiri, maka dapat disimpulkan bahwa keterkaitan antar variabel dalam model ini bersifat moderat, bukan kuat sepenuhnya.

### **Interpretasi Hubungan Dinamis Variabel Kurs, IHSG, dan Sukuk**

Secara keseluruhan, hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan dinamis antara kurs, IHSG, dan sukuk pada periode 2021–2024 bersifat tidak simetris, relatif lemah, dan lebih mencerminkan dinamika jangka pendek dibandingkan jangka panjang. Berdasarkan uji *Pairwise Granger Causality*, hanya ditemukan hubungan kausal satu arah dari IHSG terhadap kurs dengan tingkat signifikansi yang kuat, yang mengindikasikan bahwa pergerakan IHSG mampu menjadi indikator awal (*leading indicator*) bagi perubahan nilai tukar. Secara ekonomi, hal ini dapat dijelaskan melalui mekanisme aliran modal, di mana peningkatan IHSG mencerminkan optimisme investor dan mendorong capital inflow yang pada akhirnya berdampak pada apresiasi nilai tukar. Sebaliknya, tidak ditemukannya pengaruh kurs terhadap IHSG

menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia dalam periode penelitian cenderung tidak terlalu sensitif terhadap fluktuasi nilai tukar. Selain itu, variabel sukuk tidak menunjukkan hubungan kausal dengan IHSG maupun kurs, sehingga mengindikasikan bahwa dalam jangka pendek pergerakan sukuk cenderung independen dan tidak terintegrasi secara langsung dengan kedua pasar tersebut.

Hasil estimasi model VAR semakin menegaskan bahwa keterkaitan antar variabel dalam sistem relatif terbatas. Pada persamaan IHSG dan kurs, seluruh variabel lag tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, yang mengindikasikan bahwa dinamika kedua variabel tersebut lebih banyak dipengaruhi oleh faktor eksternal di luar model, seperti kondisi ekonomi global, kebijakan moneter, maupun sentimen pasar. Namun demikian, pada persamaan sukuk ditemukan adanya pengaruh signifikan dari IHSG pada lag ke-1 dan ke-3 serta dari sukuk itu sendiri, dengan arah koefisien yang negatif. Temuan ini menunjukkan adanya pola penyesuaian dan kemungkinan hubungan substitusi antara pasar saham dan instrumen sukuk, di mana peningkatan kinerja IHSG pada periode sebelumnya cenderung diikuti oleh penurunan nilai sukuk pada periode berjalan. Hal ini dapat diinterpretasikan sebagai pergeseran preferensi investor dari instrumen berbasis syariah yang relatif lebih stabil ke instrumen saham yang menawarkan potensi return lebih tinggi.

Selanjutnya, hasil *Impulse Response Function* (IRF) memperlihatkan bahwa seluruh variabel merespons *shock* dengan pola fluktuatif yang cukup tajam pada periode awal, baik dalam arah positif maupun negatif, yang mencerminkan adanya reaksi pasar terhadap guncangan yang terjadi. Namun, respons tersebut tidak bertahan lama dan secara bertahap menurun hingga kembali menuju titik keseimbangan (konvergen ke nol) dalam kisaran 10–15 periode. Hal ini menunjukkan bahwa efek *shock* dalam sistem bersifat sementara (*temporary*) dan tidak menimbulkan dampak permanen dalam jangka panjang. Dengan demikian, sistem VAR yang terbentuk dapat dikatakan stabil dan memiliki mekanisme penyesuaian yang cukup cepat. Dalam hal ini, variabel sukuk terlihat paling responsif terhadap *shock*, terutama yang berasal dari IHSG dan dirinya sendiri, sedangkan IHSG

dan kurs cenderung lebih stabil dan tidak terlalu reaktif terhadap guncangan dari variabel lain.

Lebih lanjut, hasil *Variance Decomposition* (VD) memberikan gambaran mengenai kontribusi relatif masing-masing variabel dalam menjelaskan variasi kesalahan peramalan. Pada variabel IHSG, meskipun pada periode awal seluruh variasinya dijelaskan oleh *shock* internal, dalam jangka panjang kontribusi tersebut menurun namun tetap dominan, sementara kurs dan sukuk hanya memberikan kontribusi kecil. Hal ini menunjukkan bahwa IHSG merupakan variabel yang relatif independen dan lebih dipengaruhi oleh faktor internalnya sendiri. Pada variabel kurs, terlihat adanya penurunan dominasi *shock* internal dalam jangka panjang yang diikuti oleh peningkatan kontribusi dari IHSG dan sukuk, yang mengindikasikan bahwa kurs mulai dipengaruhi oleh dinamika kedua variabel tersebut. Sementara itu, pada variabel sukuk, kontribusi IHSG meningkat cukup signifikan dalam jangka panjang, jauh lebih besar dibandingkan kontribusi kurs, sehingga menunjukkan adanya keterkaitan yang lebih kuat antara pasar saham dan sukuk.

Secara keseluruhan, hasil analisis ini mengindikasikan bahwa meskipun terdapat interaksi antar variabel, hubungan dinamis yang terbentuk tidak terlalu kuat dan masih didominasi oleh pengaruh internal masing-masing variabel (*own shock*). IHSG dapat dikatakan sebagai variabel yang paling dominan dalam sistem karena memiliki pengaruh terhadap kurs dan sukuk, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Sementara itu, kurs bersifat lebih reaktif dan sukuk cenderung menjadi variabel yang paling sensitif terhadap perubahan variabel lain. Namun demikian, karena sebagian besar efek *shock* bersifat sementara dan tidak berkelanjutan, maka hubungan antar variabel dalam model ini lebih mencerminkan keterkaitan jangka pendek dengan tingkat interdependensi yang moderat.

## Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis VAR, dapat disimpulkan bahwa variabel IHSG, kurs, dan sukuk telah memenuhi syarat analisis setelah menjadi stasioner pada *first difference*, dengan model optimal pada lag 3 yang stabil. Hubungan kausalitas yang ditemukan hanya bersifat satu arah dari IHSG ke kurs, sementara sukuk tidak memiliki hubungan kausal dengan variabel lain. Secara umum, hasil estimasi

menunjukkan bahwa interaksi antar variabel relatif lemah, di mana IHSG dan kurs tidak dipengaruhi signifikan oleh variabel lain, sedangkan sukuk dipengaruhi oleh nilai masa lalu IHSG dan dirinya sendiri. Analisis IRF menunjukkan bahwa dampak shock bersifat sementara dan kembali stabil dalam jangka panjang, sedangkan hasil Variance Decomposition mengindikasikan bahwa masing-masing variabel masih didominasi oleh pengaruh internalnya, meskipun terdapat kontribusi antar variabel, sehingga hubungan dalam model ini tergolong moderat.

### **Daftar Pustaka**

- Anjani, V., & Cupian. (2025). Analisis Pengaruh Inklusi Keuangan Syariah, Perbankan Syariah, dan Pasar Modal Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia Periode 2013-2023. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 3(2), 238–239. <https://jurnal.stikes-ibnusina.ac.id/index.php/jureksi>
- Dima, A. S., & Kasri, R. A. (2022). Hubungan Industri Keuangan Syariah dan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia. *Jurnal Pendidikan Tambusai*, 6(2), 14389–14397. <https://jptam.org/index.php/jptam/article/>
- Dinul, A. A., & Kurniawan, M. L. A. (2024). Analisis Variabel Makroekonomi Terhadap Utang Luar Negeri Indonesia: Pendekatan VAR. *MODUS*, 36(2), 271–272. <https://ojs.uajy.ac.id/index.php/modus/article/view>
- Imam, A., Muslikhati, & Aprilianto, F. (2022). Pengaruh Saham Syariah, Sukuk, dan Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2011-2020. *Journal of Islamic Economics Development and Innovation (JIEDI)*, 2(1), 63–73. <https://ejournal.umm.ac.id/index.php/ijiedi/issue/view/1079>
- Irfan, M. I., & Sulistijanti, W. (2024). Peramalan Produksi Padi di Kabupaten Kendal Tahun 2024 Menggunakan Metode VAR (Vektor Autoregressive). *JiIP (Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan)*, 7(7), 7240–7241. <http://jiip.stkipyapisdompou.ac.id>
- Kartini, E., & Milawati, M. (2020). How Sukuk and Conventional Bond Affect Economic Growth? Evidence from Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(5), 77–83. <http://www.econjournals.com>
- Kirom, N., & Faujiah, A. (2024). Pengaruh Sukuk, Saham Syariah dan Reksadana Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional Tahun 2018-2023. *Journal of Management and Creative Business*, 2(4), 322. <https://jurnaluniv45sby.ac.id/index.php/jmcbus>
- Kusumaningrum, D. A., & Palupi, S. P. (2022). Analisis Keterkaitan Data Inflasi Antara Provinsi DKI Jakarta dan Jawa Barat Tahun 2014-2021 Menggunakan Metode Vector Autoregressive (VAR). *Government and Statistics*, 1(1), 4–6. <https://jurnal.kemendagri.go.id/index.php/govstat>

- Latifah, Si. (2020). Peran Sukuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pertumbuhan Pembangunan Ekonomi Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 6(3), 421. <http://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jie>
- Nadhifah, M. D. P., Damaliana, A., & Wara, S. S. M. (2025). *Implementasi Vector Autoregressive dan Prediksi Ekspor Migas Indonesia Berdasarkan Harga Minyak Dunia*. 01(01), 128–129. <https://erscience.com/index.php/discover/article/view/16>
- Novitasari, E., & Arundina, T. (2023). Dynamic Relationship Between Sukuk and Economic Growth in Indonesia: Evidence from Vector Error Correction Model (VECM) and Wavelet Analysis. *Al-Uqud: Journal of Islamic Economics*, 7(2), 244–245. <https://journal.unesa.ac.id/index.php/jie>
- Putri, D. C., Amalia As'adi, F. R., Alfado Chievo Javantara, Moch Miqdad, & Maryam Bte Badrul Munir. (2024). Perkembangan Pasar Modal terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2019-2023. *Journal of Institution and Sharia Finance*, 7(2), 28–38. <https://ejournal.iainpalopo.ac.id/index/>
- Setianingsih, L., & Widyastuti, E. (2020). Does Sukuk, Domestic Investment, Foreign Investment, and Inflation Contribute to Economic Growth in Indonesia? *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 7(12), 2375. <https://ejournal.unair.ac.id/JESTT/article>
- Suhaidi, M., Anggraini, W., Novian, H., Nasor, M., & Sari, N. A. P. (2022). Hubungan Dinamis Arus Modal Asing, Nilai Tukar Rupiah dan Pergerakan Indeks JII 30 dengan Metode Pendekatan Vector Autoregressive (VAR) Pada Masa Pandemi Covid 19. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 8(02), 1715. <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jei/article>
- Tarape, Moh. A., & Yusuf, S. D. (2025). Analisis Dinamis Hubungan Suku Bunga dan Harga Saham di Indonesia: Pendekatan Model VAR 2010-2024. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Kontemporer (JAKK)*, 8(1), 111. <https://jurnal.umsu.ac.id/index.php/JAKK>
- Ulfa, M., & Sari, N. R. (2022). Pengaruh Sukuk, Reksadana dan Saham Syariah Terhadap Laju Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia Tahun 2017-2020. *JEMBA Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 1(4), 557–558. <http://bajangjournal.com/index.php/JEMBA>
- Wijaya, R. H. (2021). Investasi Syariah Dan Pertumbuhan Ekonomi: Optimasi Peran Sukuk Sebagai Penunjang Pembangunan Ekonomi Nasional. *Jurnal Ekonomi Syariah*, 6(1), 75. <https://ejournal.radenintan.ac.id/index.php/salam/article>

Analisis Hubungan Dinamis Kurs, IHSG, Dan Sukuk Di Indonesia Menggunakan Model VAR  
Periode 2021-2024

**Soraya Exsaniah Bilkhist, Hamidatul Aulia, Veninda Ariesta Mawarni, Rakhmad Adit  
Ramadhani, Achmad Miftachul Huda**