

**PENGARUH MAKROEKONOMI DAN *INSTITUTIONAL QUALITY*
TERHADAP PERKEMBANGAN PASAR SUKUK**

TESIS

Diajukan Untuk Memenuhi Sebagian Syarat Memperoleh Gelar Magister dalam
Program Studi Ekonomi Syariah



**UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A**

Oleh:
M. Thoha Ainun Najib
NIM: 02040320032

**PASCASARJANA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN AMPEL
SURABAYA
2022**

PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini saya:

Nama : M. Thoha Ainun Najib

NIM : 02040320032

Program : Magister (S-2)

Institusi : Pascasarjana UIN Sunan Ampel Surabaya

Dengan sungguh-sungguh menyatakan bahwa TESIS ini secara keseluruhan adalah hasil penelitian atau karya saya sendiri, kecuali pada bagian-bagian yang dirujuk sumbernya.

Surabaya, 23 November 2022

Saya menyatakan,



M. Thoha Ainun Najib

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Tesis berjudul “Pengaruh Makroekonomi dan *Institutional Quality* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk” yang ditulis oleh M. Thoha Ainun Najib NIM 02040320032 ini telah disetujui pada tanggal 23 November 2022.

Oleh:

PEMBIMBING I



Dr. Ir. Muhamad Ahsan, MM

NIP. 196806212007011030

PEMBIMBING II



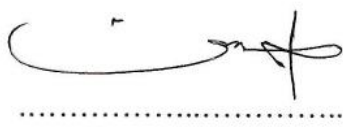
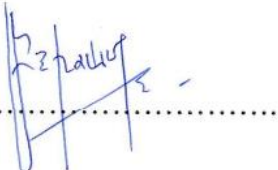
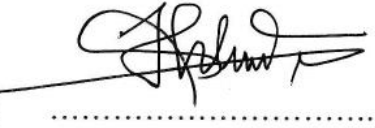
Dr. Hj. Nurhayati, M.Ag

NIP. 196806271992032001

PENGESAHAN TIM PENGUJI UJIAN TESIS

Tesis berjudul “Pengaruh Makroekonomi dan *Institutional Quality* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk” yang ditulis oleh M. Thoha Ainun Najib telah diuji dalam Ujian Tesis pada tanggal 30 November 2022

Tim Penguji:

- | | | |
|-----------------------------------|--------------|---|
| 1. Dr. Muhamad Ahsan, M.M. | (Ketua) |  |
| 2. Dr. Hj. Nurhayati, M.Ag. | (Sekretaris) |  |
| 3. Dr. Hj. Fatmah, ST., MM., RSA. | (Penguji I) |  |
| 4. Dr. Abdul Hakim, MEI | (Penguji II) |  |

Surabaya, 20 Desember 2022



Prof. H. Masdar Hilmy, S.Ag., M.A., Ph.D



UIN SUNAN AMPEL
SURABAYA

KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN AMPEL SURABAYA
PERPUSTAKAAN

Jl. Jend. A. Yani 117 Surabaya 60237 Telp. 031-8431972 Fax.031-8413300
E-Mail: perpus@uinsby.ac.id

LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademika UIN Sunan Ampel Surabaya, yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : M. Thoha Ainun Najib
NIM : 02040320032
Fakultas/Jurusan : Program Pascasarjana Ekonomi Syariah
E-mail address : thoha.ainun@gmail.com

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya, Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif atas karya ilmiah :

☐ Sekripsi ☒ Tesis ☐ Desertasi ☐ Lain-lain (.....)
yang berjudul : **Pengaruh Makroekonomi dan *Institutional Quality* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk**

beserta perangkat yang diperlukan (bila ada). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya berhak menyimpan, mengalih-media/format-kan, mengelolanya dalam bentuk pangkalan data (database), mendistribusikannya, dan menampilkan/mempublikasikannya di Internet atau media lain secara *fulltext* untuk kepentingan akademis tanpa perlu meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan atau penerbit yang bersangkutan.

Saya bersedia untuk menanggung secara pribadi, tanpa melibatkan pihak Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya, segala bentuk tuntutan hukum yang timbul atas pelanggaran Hak Cipta dalam karya ilmiah saya ini.

Demikian pernyataan ini yang saya buat dengan sebenarnya.

Surabaya, 22 Desember 2022

Penulis

(M. Thoha Ainun Najib)

ABSTRAK

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh pentingnya peran sukuk dalam menggerakkan perekonomian secara global. Terbukti sukuk mampu tumbuh positif pasca krisis dibandingkan surat berharga konvensional. Perkembangan sukuk secara global menunjukkan tren positif. Perkembangan pasar keuangan tidak lepas dari kondisi makroekonomi dan *institutional quality*. Sejauh ini masih minim kajian empiris tentang *institutional quality* terhadap pasar keuangan Islam terkhusus pasar sukuk.

Tujuan penelitian ini adalah menguji secara empiris pengaruh makroekonomi dan *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *World Development Indicator* (WDI), *International Country Risk Guide* (ICRG), *International Islamic Financial Market* (IIFM). Objek kajian ini adalah lima negara yang tertinggi dalam penerbitan sukuk menurut IIFM periode 2002-2019, yaitu Malaysia, UEA, Saudi Arabia, Indonesia dan Bahrain. Teknik analisis data yang digunakan adalah Regresi Data Panel Dinamis (*Generalized Methods of Moment*).

Hasil analisis menunjukkan bahwa GDP perkapita dan perdagangan terbuka berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Sedangkan inflasi dan kurs berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar sukuk. Adapun hasil uji *institutional quality* menunjukkan secara agregat berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk. Implikasi dari penelitian ini adalah pentingnya menjaga stabilitas makroekonomi dan memperkuat *institutional quality* dalam rangka peningkatan dan pengembangan perekonomian secara umum serta pasar modal syariah secara khusus. Perluasan penelitian dapat dilakukan dengan melakukan pengujian dan pergerakan antar variabel dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sehingga semakin tampak besaran dan kekuatan pengaruh masing-masing variabel terhadap perkembangan pasar sukuk.

Kata Kunci: Makroekonomi, *Institutional Quality*, Perkembangan Pasar Sukuk, *Generalized Methods of Moment*, Keuangan Islam

ABSTRACT

This research is motivated by the important role of sukuk in driving the global economy. It is proven that sukuk can grow positively after the crisis compared to conventional securities. The development of sukuk globally shows a positive trend. Financial market developments cannot be separated from macroeconomic conditions and institutional quality. So far, there has been minimal empirical study on the institutional quality of the Islamic financial market, especially the sukuk market.

The purpose of this study was to test empirically the effect of macroeconomics and institutional quality on the development of the sukuk market. The data used in this research is secondary data obtained from the World Development Indicator (WDI), International Country Risk Guide (ICRG), and International Islamic Financial Market (IIFM). The objects of this study are the five countries with the highest issuance of sukuk according to IIFM for the 2002-2019 period, they were Malaysia, UAE, Saudi Arabia, Indonesia, and Bahrain. The data analysis technique used was Dynamic Panel Data Regression (Generalized Methods of Moment).

The results of the analysis showed that per capita GDP and open trade have a positive effect on the development of the sukuk market. Meanwhile, inflation and exchange rates negatively affected the development of the sukuk market. The results of the institutional quality test show that it influenced the development of the sukuk market aggregately. The implication of this research was the importance of maintaining macroeconomic stability and strengthening institutional quality in order to improve and develop the economy in general and the Islamic capital market. Expansion of research can be done by conducting tests and movements between variables in the short and long term, so that the magnitude and strength of the influence of each variable on the development of the sukuk market is increasingly visible.

Keywords: Macroeconomic, Institutional Quality, Sukuk Market Development, Generalized Methods of Moment, Islamic Finance

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
PERNYATAAN KEASLIAN	ii
PERSETUJUAN PEMBIMBING	iii
PENGESAHAN TIM PENGUJI UJIAN TESIS	iv
LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS	v
ABSTRAK	vi
ABSTRACT	vii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Identifikasi dan Batasan Masalah	6
C. Rumusan Masalah	7
D. Tujuan Penelitian	8
E. Kegunaan Penelitian	8
F. Sistematika Penelitian	9
BAB II KAJIAN TEORI	11
A. Sukuk	11
B. Makroekonomi terhadap Perkembangan Pasar Sukuk	12
C. Kualitas Kelembagaan terhadap Perkembangan Pasar Sukuk	17
E. Kerangka Model Penelitian	22
BAB III METODE PENELITIAN	23
A. Jenis Penelitian	23
B. Jenis dan Sumber Data	23
C. Teknik Analisis Data	25
D. <i>Generalized method of moments (GMM)</i>	26
BAB IV HASIL PENELITIAN	34
A. Deskripsi Umum Objek Penelitian	34
B. Uji pengaruh makroekonomi terhadap perkembangan pasar sukuk (Model 1) ..	40

C. Uji Pengaruh <i>institutional quality</i> terhadap perkembangan pasar sukuk (Model 2)	43
D. Uji pengaruh makroekonomi dan <i>institutional quality</i> terhadap perkembangan pasar sukuk (model 3)	45
BAB V PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	43
A. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk	43
B. Pengaruh Kualitas Kelembagaan Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk	51
BAB VI PENUTUP	64
A. Kesimpulan	64
B. Saran dan Rekomendasi	64
DAFTAR PUSTAKA	66
LAMPIRAN	75

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Data Top Five Perkembangan Pasar Sukuk (2017)	3
Tabel 2.1 Variabel Penelitian.....	23
Tabel 4.1 AB-GMM model 1.....	36
Tabel 4.2 SYS-GMM model 1.....	37
Tabel 4.3 AB-GMM model 2.....	38
Tabel 4.4 SYS-GMM model 2.....	40
Tabel 4.5 AB-GMM model 3.....	41
Tabel 4.6 SYS-GMM model 3.....	42



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Variabel Penelitian	23
Gambar 5.1 Peringkat Korupsi (2019) dan FDI (2015-2019).....	56



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Sukuk merupakan instrumen keuangan Islam yang telah masuk dalam sub sektor penting dalam menggerakkan perekonomian negara maupun dunia. Saat ini pasar sukuk telah mewakili komponen terbesar kedua pada industri keuangan Islam setelah perbankan syariah.¹ Sukuk dianggap sebagai instrumen keuangan Islam yang unik, karena ditransaksikan antara penerbit dan investor dengan prinsip-prinsip syariah dan mewujudkan transaksi yang adil di antara keduanya.² Menurut Miller bahwa sukuk didesain guna memastikan adanya pengembalian berdasarkan *underlying asset*, bukan dari kewajiban berdasarkan bunga.³ Telah terbukti bahwa keuangan Islam mampu memberikan manfaat diversifikasi substansial selama krisis keuangan dan menunjukkan volatilitas yang lebih rendah apabila dibandingkan dengan instrumen konvensional,⁴ hal ini ditunjukkan dengan adanya pergerakan positif setelah krisis keuangan pada keuangan Islam sedangkan surat berharga konvensional bergerak negatif.⁵

Secara perlahan sukuk memiliki potensi besar menjadi instrumen pendanaan bagi korporasi maupun negara, kemudian menjadi basis investor yang

¹ Kusuma, Ketut Ariadi, and Anderson Caputo Silva, *Sukuk Markets A Proposed Approach for Development*, 2014.

² Hamzah et al., "Empirical Evidence of Risk Shifting in Bonds and Debt-Based Sukuk," *Journal of Islamic Accounting and Business* 5 (2018): 687–700.

³ Neil Miller, John Challoner, and Aziza Atta, "UK Welcomes the Sukuk," *International Financial Law Review* 5, no. 26 (2007): 24–25.

⁴ Akhtar et al., "Impact of Interest Rate Surprises on Islamic and Conventional Stocks and Bonds," *Journal of International Money and Finance* 17 (2017): 218–231.

⁵ Rima Godlewski, Christopher J. Turk-Ariss and Laurent Weill, "Sukuk vs Conventional Bonds: A Stock Market Perspective," *Journal of Comparative Economics*, 41, no. 3 (2013): 745–761.

lebih besar baik dari masyarakat muslim maupun non muslim.⁶ Terdapat tiga dimensi pada potensi keunggulan keuangan Islam dibanding keuangan konvensional: pertama, dorongan pada inklusi keuangan yang lebih besar terkhusus pada populasi muslim yang masih kurang terlayani, kedua, memberikan penekanan pada pembiayaan yang disertai aset dan mekanisme pembagian risiko yang jelas terkhusus pada usaha kecil menengah, dan investasi pada infrastruktur publik, ketiga, penerapan mekanisme pembagian risiko dan dilarangnya spekulasi menunjukkan bahwa secara prinsip keuangan Islam lebih tahan terhadap risiko yang terjadi dibanding keuangan konvensional.⁷

Perkembangan pasar keuangan Islam saat ini menunjukkan tren positif. Peningkatan pasar sukuk ditunjukkan keberadaan delapan negara yang bukan anggota organisasi kerjasama Islam (OKI) ikut menerbitkan sukuk di pasar global, negara tersebut diantaranya: Jerman, Perancis, Inggris, Luksemburg, Hongkong, Singapura, Amerika Serikat dan Afrika Selatan.⁸ Menurut Thomson Reuter bahwa sebagai salah satu indikator pertumbuhan keuangan Islam yaitu pertumbuhan jumlah sukuk yang diterbitkan (domestik dan internasional) selama tahun fiskal per negara serta peredarannya di pasar global.⁹

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

⁶ Sulistya Rusgianto et al., "Dispute Resolution in the Restructuring of Defaulted Sukuk: An Empirical Investigation in Malaysia," *International Journal of Innovation, Creativity and Change* 11, no. 11 (2020).

⁷ Alfred Kammer et al., *IMF Staff Discussion Note Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options*, 2015.

⁸ Houcem Smaoui and Hatem Ghouma, "Research in International Business and Finance Sukuk Market Development and Islamic Banks 'Capital Ratios,'" *Research in International Business and Finance* 51, no. 17 (2020).

⁹ ICD-Thomson Reuters., *Islamic Finance Development Indicator Rule Book*, 2018, <https://www.zawya.com/islamic-finance-development-indicator/files/IFDI-Rulebook.pdf?v2>.

Tabel 1. 1 Data Top Five Perkembangan Pasar Sukuk (2017)

No	Negara	Total Outstanding (Juta USD)
1	Malaysia	168,942
2	Saudi Arabia	52,546
3	Indonesia	36,986
4	UEA	31, 905
5	Bahrain	29,867

Sumber: *International Islamic Financial Market (IIFM) 2017*

Data *International Islamic Financial Market (IIFM)* tentang perkembangan pasar sukuk menunjukkan bahwa negara Malaysia, Saudi Arabia, Indonesia, Uni Emirat Arab (UEA) dan Bahrain merupakan negara 5 besar tertinggi dalam penerbitan sukuk pada tahun 2017. Negara Malaysia di urutan pertama 1 dengan total outstanding sukuk, sebesar 168,942 juta USD, urutan ke 2 yaitu negara Saudi Arabia dengan outstanding sukuk sebesar 52,546 juta USD, urutan ke 3 yaitu negara Indonesia sebesar 36,986 juta USD, dan urutan ke 4 yaitu UAE sebesar 31, 905 juta USD. Akan tetapi, posisi antar negara tersebut sewaktu-waktu dapat berubah hal dikarenakan adanya perubahan jumlah penerbitan sukuk yang terdaftar di pasar global.¹⁰

International Islamic Financial Market (IIFM) mencatat bahwa pada tahun 2019 perkembangan sukuk didominasi oleh Malaysia, kemudian diikuti oleh Saudi Arabia, Indonesia, Bahrain, Qatar dan Turki. Terutama negara Indonesia, sampai akhir 2019 masih menunjukkan pangsa pasar yang relatif kecil apabila dibandingkan dengan obligasi konvensional. Pangsa pasar sukuk sebesar 6,53% dari total nilai pasar utang dan sukuk, dengan outstanding sukuk korporasi mencapai Rp 29,83 triliun. Kemudian, sukuk negara memiliki nilai outstanding mencapai Rp 740,62 triliun, dengan pangsa pasar sebesar 18,45% dari total nilai surat berharga negara.¹¹

¹⁰ International Islamic Financial Market, *IIFM Sukuk Report July 2018, 7th Edition*, 2018.

¹¹ Bidang Edukasi dan Perlindungan Konsumen Otoritas Jasa Keuangan, *Otoritas Jasa Keuangan. Roadmap Pasar Modal Syariah 2020-2024*, 2019.

Menurut Asian Development bahwa perkembangan sukuk sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor pembentuk iklim investasi, diantaranya yaitu: kondisi ekonomi makro, stabilitas ekonomi makro, keterbukaan ekonomi, persaingan pasar, dan stabilitas sosial dan politik, pemerintahan dan kelembagaan yang didalamnya termasuk kejelasan dan keefektifan peraturan, perpajakan, sistem hukum, sosial politik, pemerintahan, sektor keuangan meliputi kebijakan dan infrastruktur.¹² Sebagaimana hasil penelitian Said dan Grassa¹³, Smaoui dan Khawaja¹⁴, Zanudin¹⁵, Mirza¹⁶, Nafisah *et al.*¹⁷, Basariyah¹⁸ yang menunjukkan terdapat pengaruh makro ekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk.

Bukan hanya variabel makro ekonomi, *institutional quality* juga merupakan indikator pengukur dalam menentukan gagal atau majunya perekonomian negara, kelembagaan negara yang mapan dan inklusif (*inclusive economic institutions*) cenderung kinerja perekonomiannya bagus. Mengapa demikian, karena kelembagaan itu ada bukan untuk meniadakan (mekanisme) pasar, tetapi memastikan pasar berjalan dengan aturan-aturan yang jelas sehingga pelaku ekonomi memiliki akses yang sama dan kepastian dalam berusaha.¹⁹

Pentingnya menjaga stabilitas makroekonomi dan kualitas kelembagaan guna mempengaruhi kepercayaan investor yang mengarahkan pada keputusan

¹² Asian Development Bank, *Improving the Investment Climate in Indonesia* (Economics and Research Department, Development Indicators and Policy Research Division, 2005).

¹³ Ali Said dan Rihab Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?," *Journal of Applied Finance & Banking* 3, no. 5 (2013): 251–267.

¹⁴ Houcem Smaoui and Mohsin Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development," *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2017): 1501–1518.

¹⁵ Tasnim Insyirah Zanudin et al., "Determinant of Sukuk Market Development (2009-2018)," *Economic Business* (2019).

¹⁶ Abdur Rashid Mirza and Nahedd Sultana, "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development: An Empirical Analysis," *IJIEG* 1, no. 1 (2020).

¹⁷ Charina Dwi Rivyilina Nafisah et al., "The Determinants of Sovereign Sukuk Issuance from Organization of Islamic Cooperation Members," *Technium (Social Sciences Journal)* 9 (2020).

¹⁸ Nuhbatul Basyariah, Hadri Kusuma, and Ibnu Qizam, "Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach," *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 2 (2021): 0201–0211.

¹⁹ Ahmad Erani Yustika, *Ekonomi Kelembagaan: Paradigma, Teori, Dan Kebijakan* (Jakarta: Erlangga, 2013).

investasi. Kepercayaan dari segi makroekonomi muncul ketika pertumbuhan ekonomi tumbuh positif,²⁰ inflasi terkendali,²¹ kurs terjaga²² dan ekspor tinggi.²³ Kepercayaan dari segi kualitas kelembagaan muncul ketika hukum berlaku dengan semestinya,²⁴ kualitas birokrasi tinggi,²⁵ korupsi rendah²⁶, demokrasi berjalan dengan baik.²⁷ Makroekonomi suatu negara yang stabil akan menarik para investor.²⁸ Begitu juga kondisi pasar yang memiliki kualitas kelembagaan yang baik terbukti sangat efisien. Pasar yang efisien pada gilirannya menarik lebih banyak investasi dan meningkatkan transaksi sehingga meningkatkan kapitalisasi pasar dan likuiditas.²⁹ Terbukti bahwa makroekonomi berpengaruh pada perkembangan keuangan³⁰, saham³¹, obligasi³² dan sukuk.³³

²⁰ Ira Kalish, Michael Wolf, and Jonathan Holdowsky, "The Link between Trust and Economic Prosperity," *Deloitte Insights*, 2021.

²¹ Khamis Hareb Alshamsi, Mohd Rasid bin Hussin, and Muhammad Azam, "The Impact of Inflation and GDP per Capita on Foreign Direct Investment: The Case of United Arab Emirates," *Investment Management and Financial Innovations* 12, no. 3 (2015).

²² Tarek Harchaoui, Faouzi Tarkhani, and Terence Yuen, *The Effects of the Exchange Rate on Investment: Evidence from Canadian Manufacturing Industries*, 2005.

²³ Chris Alexander et al., *International Trade and Investment - the Economic Rationale for Government Support*, 2011.

²⁴ OECD, *Enhancing the Legal Framework for Sustainable Investment: Lessons from Jordan*, 2018.

²⁵ Stephen Knack, "Trust, Associational Life and Economic Performance," in *HRDC-OECD International Symposium on The Contribution of Investment in Human and Social Capital to Sustained Economic Growth and Well-Being* (World Bank, 2001).

²⁶ Paulo Mauro, *Why Worry About Corruption?*, 1997.

²⁷ Fen May Liou and Chergn G Ding, "Trust and Economic Growth in a Democratic Power Shift: An Empirical Study of Taiwan," *International Journal of Development Issues* 6, no. 1 (2007).

²⁸ Barry Eichengreen, Ugo Panizza, and Eduardo Borensztein, "Prospects for Latin American Bond Markets: A Cross-Country View," in *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang*, 2008.

²⁹ Ernest Christian Winful, David Sarpong, and Jones Agyei-Ntiamoah, "Relationship between Institutional Quality and Stock Market Performance: Evidence from Emerging Economies," *African Journal of Business Management* 10, no. 19 (2016).

³⁰ Abdulsalam Abubakar and Salina Kassim, "Institutional and Macroeconomic Determinants of Financial Development in the OIC Countries," *Global Business and Economics Review* 20, no. 4 (2018).

³¹ M. Andrianaivo and Charles Amo Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets*, *IMF Working Paper*, 2009.

³² Jamel Boukhatem, "What Drives Local Currency Bond Market Development in Saudi Arabia: Do Macroeconomic and Institutional Factors Matter?," *Future Business Journal* 1, no. 7 (2021): 1–18.

³³ A. M. Al-raeai, Z. Zainol, and A. K. bin. Abdul Rahim, "The Influence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries: A Panel Data Analysis," *Jurnal Ekonomi Malaysia* 53, no. 2 (2019): 199–211.

Selama ini penelitian terkait kelembagaan sekaligus perannya terhadap perkembangan ekonomi dan keuangan masih didominasi oleh kajian konvensional. Keterbatasan literatur tentang kelembagaan dan perkembangan keuangan Islam terutama instrumen sukuk. Hal tersebut dibuktikan oleh Nurafiati bahwa dari 148 artikel ekonomi dan keuangan Islam yang dianalisis didominasi oleh kajian perbankan syariah, kajian tentang pasar modal syariah hanya 14% saja. Bukti tersebut menunjukkan bahwa literasi pasar modal dan pasar keuangan syariah di Indonesia masih sangat kecil dan menarik untuk diteliti khususnya keterkaitan kelembagaan terhadap perkembangan keuangan Islam (sukuk).³⁴ Perlu adanya penelitian secara khusus terkait peran kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk.

Kebaruan (*novelty*) pada penelitian ini dengan lebih menekankan pada analisis empiris pengaruh makro ekonomi dengan indikator empat variabel yaitu: *Gross Domestic Product* (GDP) perkapita, inflasi, kurs, perdagangan terbuka dan *institutional quality* dengan indikator *International Country Risk Guide* (ICRG) yaitu: *investment profile, law and order, control of corruption, bureaucratic quality* dan *democratic accountability*.

B. Identifikasi dan Batasan Masalah

1. Identifikasi Masalah

Penelitian ini untuk memastikan konsep teoretis pengaruh GDP perkapita, inflasi, kurs, perdagangan terbuka dan *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk. Kemudian untuk memperkuat motivasi penelitian dari fenomena-fenomena yang telah disampaikan pada latar belakang dan penelitian terdahulu, maka identifikasi masalah sebagai berikut:

- a. Minimnya kajian empiris terkait pasar modal syariah.
- b. Minimnya penelitian tentang peran *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk.

³⁴ Nita Nurafiati, "Perkembangan Pasar Modal Syariah Dan Kontribusinya Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia," *Jurnal Inklusif* 4, no. 1 (2019).

- c. Hasil penelitian sebelumnya yang beragam pada variabel makroekonomi (GDP per kapita, inflasi, kurs, perdagangan terbuka) dan *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk.

2. Batasan Masalah

- a. Variabel penelitian ini adalah data makroekonomi dengan indikator GDP perkapita, inflasi, kurs, perdagangan terbuka dan *institutional quality* indikator ICRG secara lengkap dari lima negara terpilih dengan kriteria total penerbitan tertinggi (*top five sukuk issuer country's*) dan konsistensi negara dalam penerbitan sukuk pada tahun 2002-2019 yaitu Malaysia, Saudi Arabia, UEA, Indonesia, dan Bahrain.
- b. Variabel dan indikator yang mempengaruhi perkembangan pasar sukuk yaitu GDP perkapita, inflasi, kurs, keterbukaan perdagangan dan *institutional quality* dengan indikator ICRG.

C. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang di atas maka dapat dilihat bahwa posisi sukuk telah semakin kuat sebagai alternatif pembiayaan negara maupun perusahaan, sukuk dalam perkembangannya juga mempengaruhi makro ekonomi dan *institutional quality*. Terbukti bahwa *institutional quality* menjadi faktor penting dalam perkembangan keuangan (konvensional) dan keuangan syariah. Berdasarkan pada kajian empiris yang dilakukan oleh Said dan Grassa³⁵, Smaoui dan Khawaja³⁶, Azizi *et al.*³⁷ serta rekomendasi dari Khan *et al.*³⁸ dan Basyariah *et al.*³⁹ maka penelitian ini dalam rangka menjawab:

³⁵ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

³⁶ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

³⁷ Zahra Azizi, Assiyeh Barari, and Ali Ahmadpour Kacho, "The Impact of Institutional Quality on Financial Development (Case Study: Eurasian Developing Countries)," *The Journal of Economics and Policies* 8, no. 15 (2021): 247–274.

³⁸ Muhammad Asif Khan *et al.*, "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective," *Journal of Multinational Financial Management* 49 (2019): 67–80.

³⁹ Basyariah, Kusuma, and Qizam, "Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach."

1. Apakah makro ekonomi berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk;
2. Apakah *institutional quality* berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk;

D. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji makro ekonomi terhadap perkembangan pasar sukuk;
2. Untuk menguji *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk;

E. Kegunaan Penelitian

1. Teoretis

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan analisis model pengembangan sistem kerja *institutional quality* yang dirumuskan pertama kali oleh Kaufman *et al.*⁴⁰ selanjutnya diadopsi oleh *World Bank*. Penelitian ini mencoba merumuskan dan menganalisis *institutional quality* dengan indikator ICRG dan pengaruhnya terhadap perkembangan pasar sukuk global sebagai indikator perkembangan keuangan islam global. Penelitian ini menguji pada 5 variabel *institutional quality* (ICRG) secara bersamaan. Beberapa penelitian sebelumnya menggunakan variabel kualitas kelembagaan ICRG dan hubungan dengan instrumen keuangan konvensional, dan sangat terbatas hasil kajian kelembagaan dengan perkembangan keuangan Islam terutama perkembangan sukuk.

2. Empiris

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan bukti empiris pengaruh *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan adanya bukti empiris tersebut dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan bagi investor dalam investasi, regulator dalam membuat kebijakan dan penerbit dalam menerbitkan sukuk. Penelitian ini menggunakan data total volume sukuk (sukuk negara, sukuk korporat, sukuk quasi, dan sukuk lembaga keuangan) suatu negara

⁴⁰ Daniel Kaufman, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi, "Governance Matters Iii: Governance Indicators for 1996- 2002," *World Bank Economic Review* 18, no. 2 (2004): 253–287.

yang terdaftar di pasar global, sehingga berbagai jenis sukuk yang ada akan memunculkan kelompok tertentu dari investor dan penerbit, selanjutnya akan berimplikasi dalam mengelola dan mengembangkan instrumen keuangan tersebut.

Penelitian ini memberikan kontribusi empiris terhadap penelitian terdahulu yang menganalisis makro ekonomi (GDP per kapita inflasi, perdagangan terbuka dan kurs) tanpa memasukkan variabel *institutional quality*. Selain itu, keterbatasan dari penelitian sebelumnya yaitu pengaruh *institutional quality* dengan perkembangan sukuk menggunakan indikator *institutional quality* ICRG akan tetapi masih menggunakan 3 variabel.

3. Kebijakan

Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan manfaat bagi pembuat aturan (regulator) terkait pengaturan pasar sukuk global. Pendekatan kebijakan sangat penting untuk mengembangkan pasar sukuk global. Regulasi yang mendukung perkembangan pasar sukuk akan menjadikan penerbit dan investor dimudahkan dalam memutuskan transaksi instrumen keuangan karena adanya jaminan dari regulator yang ada. Diantara indikator *institutional quality* yang berperan penting dalam perkembangan pasar uang adalah *Investment Profile, Law and Order, Control of Corruption, Bureaucratic Quality* dan *Democratic Accountability*.

F. Sistematika Penelitian

Sistematika pembahasan dalam tesis ini terdiri dari enam bab dengan uraian sebagai berikut:

Bab satu adalah pendahuluan yang menguraikan latar belakang masalah, rumusan dan batasan masalah, tujuan dan manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

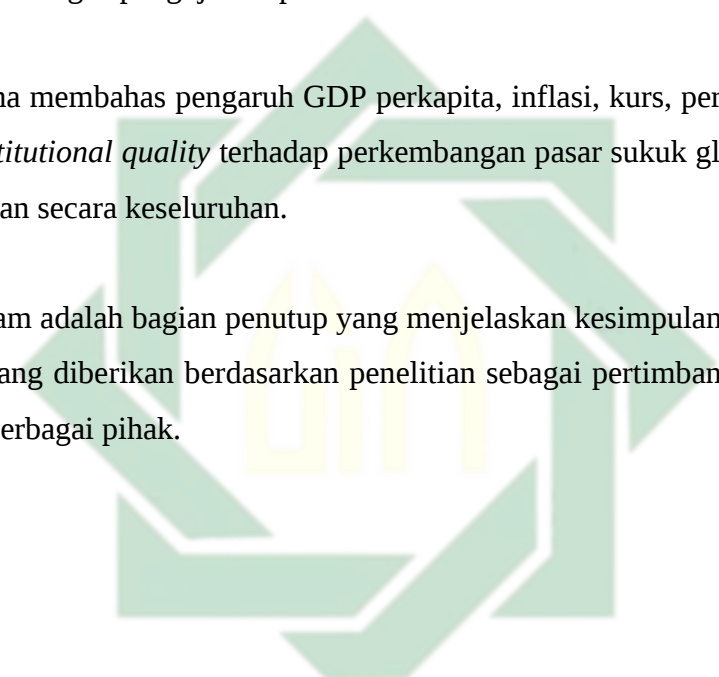
Bab dua menguraikan landasan teori dan penelitian terdahulu yang dirujuk sebagai dasar pengembangan hipotesis dan menjawab analisis.

Bab tiga berisi metodologi penelitian yang digunakan dalam penelitian. Berisi populasi, sampel penelitian, jenis dan sumber data penelitian, dan teknik analisis data yang digunakan: analisis data panel dinamis/*generalized methods of moment*.

Bab empat berisi tentang hasil analisis penelitian yang meliputi statistik data, proses sekaligus pengujian hipotesis.

Bab lima membahas pengaruh GDP perkapita, inflasi, kurs, perdagangan terbuka dan *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk global sebagai hasil penelitian secara keseluruhan.

Bab enam adalah bagian penutup yang menjelaskan kesimpulan hasil analisis dan saran yang diberikan berdasarkan penelitian sebagai pertimbangan dan masukan untuk berbagai pihak.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

BAB II

KAJIAN TEORI

A. Sukuk

Sukuk adalah sekuritas investasi yang sesuai kewajiban keuangan yang mewakili jaminan aset modern yang berbasis aset.⁴¹ Sukuk (obligasi Islam) dan obligasi konvensional memiliki kesamaan dalam tujuan dan keduanya digunakan untuk pembiayaan jangka panjang. Seperti yang dicatat oleh Ahmad dan Radzi⁴² dan Saad *et al.*,⁴³ dalam beberapa hal, sukuk sama halnya dengan obligasi konvensional, yang mana instrumen keamanan yang menawarkan tingkat pengembalian yang diharapkan. Konsep hutang dalam obligasi konvensional mensyaratkan pembayaran bunga dari penerbit obligasi (emiten) kepada pemegang obligasi (investor), hal tersebut dilarang dalam Islam.⁴⁴ Uraian tersebut didasarkan pada Al-Qur'an surat Ali Imron: 130

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً ط وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ

“Wahai orang-orang yang beriman! Janganlah kamu memakan riba dengan berlipat ganda dan bertakwalah kepada Allah agar kamu beruntung”.

Selanjutnya, Godlewski *et al.* berpendapat bahwa Sukuk adalah investasi sertifikat yang merupakan karakteristik dari obligasi dan seperti saham fitur yang dialokasikan untuk membiayai kegiatan perdagangan atau menghasilkan aset

⁴¹ Abu Umar. Ahmad *et al.*, “Post-Default Sukuk Restructuring: An Appraisal Of Shariah Issues,” *Emerald Group Publishing Limited* 113–128 (2018).

⁴² Wahida Ahmad and Rafisah Mat Radzi, “Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia’s Capital Market,” *Global Economy and Finance Journal* 4, no. 2 (2011): 33–45.

⁴³ Noriza Mohd Saad, Mohd Nizal Haniff, and Norli Ali, “Firm’s Growth and Sustainability: The Role of Institutional Investors in Mitigating the Default Risks of Sukuk and Conventional Bonds,” *Procedia Economics and Finance* 35 (2016): 339 – 348.

⁴⁴ Royyan Ramadhani Djayusman, “Islamic Bonds,” *Jurnal ADDIN* 8, no. 1 (2014).

berwujud. Sebaliknya jika dibandingkan dengan obligasi, sukuk tidak memberikan jaminan pengembalian dan arus kas; tidak ada pembayaran bunga, karena pengembalian sukuk terkait dengan generasi keuntungan yang dicapai dengan transaksi nyata dari risiko bisnis nyata yang mendasarinya.⁴⁵

Namun, tindakan investasi tidak dapat terlepas dari risikonya (ketidakpastian), mengingat keputusan investasi dapat mempengaruhi keuntungan. Risiko investasi sangat penting dan membutuhkan pengetahuan dan pemahaman dari investor atau calon investor. Para investor rasional sebelum mengambil keputusan investasi harus mempertimbangkan dua hal yaitu *return* yang diharapkan dan risiko yang bergantung pada jenis investasi.⁴⁶ Sama halnya pada investasi sukuk, investor atau calon investor akan memperhatikan risiko ekonomi (makroekonomi) dan risiko politik (kualitas kelembagaan). Hal tersebut didasarkan pada temuan *Asian Development Bank* bahwa perkembangan sukuk sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor pembentuk iklim investasi, diantaranya yaitu: kondisi ekonomi makro, stabilitas ekonomi makro, keterbukaan ekonomi, persaingan pasar, dan stabilitas sosial dan politik, pemerintahan dan kelembagaan yang didalamnya termasuk kejelasan dan keefektifan peraturan, perpajakan, sistem hukum, sosial politik, pemerintahan, sektor keuangan meliputi kebijakan dan infrastruktur.⁴⁷

B. Makroekonomi terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Perkembangan pasar sukuk tidak terlepas dari kondisi makroekonomi yang sedang terjadi dan yang akan terjadi (ekspektasi). Tentu berbagai upaya dilakukan oleh negara untuk menjaga kestabilan kondisi tersebut. Ketika kondisi makroekonomi stabil atau justru terguncang maka hal ini dapat memengaruhi keputusan para emiten untuk menerbitkan sukuk dan juga dapat memengaruhi

⁴⁵ Godlewski, Christopher J. Turk-Ariss and Weill, "Sukuk vs Conventional Bonds: A Stock Market Perspective."

⁴⁶ Eddy Irsan Siregar and Diana, "The Impact of Political Risk and Macro Economics on Stock Return at Indonesia Stock Exchange (An Approach of Arbitrage Pricing Theory (APT))," in *International Conference on Economics, Management, and Accounting (ICEMA)* (Kne Social Sciences, 2019).

⁴⁷ Asian Development Bank, *Improving the Investment Climate in Indonesia*.

keputusan investor untuk membeli sukuk. Kondisi ekonomi makro yang stabil menyebabkan penerbitan sukuk menjadi lebih diminati oleh investor karena instrumen investasi ini lebih bebas terhadap risiko-risiko, seperti halnya risiko pertumbuhan ekonomi, inflasi, kurs dan tingkat suku bunga.⁴⁸

Ada banyak faktor makroekonomi yang dapat mempengaruhi tingkat perkembangan pasar sukuk negara. Banyak penulis mengadopsi variabel dari penelitian sebagai berikut: (Adelegan dan Radzewicz-bak⁴⁹; Bolgorian⁵⁰; Bhattacharay⁵¹; Eichengreen⁵²; Felman *et al.*⁵³; Le *et al.*⁵⁴) kajian empiris pada hubungan antara variabel makroekonomi dan perkembangan pasar obligasi, variabel tersebut juga cocok untuk pasar sukuk, maka penelitian di atas dapat digunakan dalam studi penelitian ini. Indikator makroekonomi sangat bervariasi dan memiliki ukuran dasar dan fungsi tujuan yang berbeda.

GDP merupakan faktor ekonomi makro yang telah memainkan peran secara signifikan dalam menentukan perkembangan pasar obligasi selama ini dan mayoritas peneliti telah menentukan signifikansi hubungan antara tahap pertumbuhan ekonomi dan pengembangan pasar obligasi. Mayoritas hasil

⁴⁸ Ola Al Sayed, "Sukuk Risk: Analysis and Management," *European Journal of Applied Social Sciences Research (EJASSR)* 3, no. 1 (2013).

⁴⁹ O. Janet Adelegan and Bozena Radzewicz-Bak, *What Determines Bond Market Development in Sub-Saharan Africa?*, 2009.

⁵⁰ Bolgorian Meysam, "Corruption and Stock Market Development: A Quantitative Approach," *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications* 390, no. 23–24 (2011): 4514–4521.

⁵¹ Biswa Nath Bhattacharyay, "Determinants of Bond Market Development in Asia," *Journal of Asian Economics* 24 (2013): 124–137.

⁵² P. Eichengreen, B. Luengnaruemitchai, *Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?*, 2004.

⁵³ J. Felman et al., "ASEAN-5 Bond Market Development: Where Does It Stand? Where Is It Going?," *Asian-Pacific Economic Literature* 28, no. 1 (2014): 60–75.

⁵⁴ Canh Phuc Nguyen, Thai Vu Hong Nguyen, and Christophe Schinckus, "Institutions, Economic Openness and Stock Return Co-Movements: An Empirical Investigation in Emerging Markets," *Finance Research Letters* (2018).

cenderung signifikan dan positif (Bolgorean⁵⁵; Cherif dan Gazdar⁵⁶; Garcia dan Liu⁵⁷; Yartey⁵⁸).

Begitu juga hubungan dengan sukuk oleh Said dan Grassa⁵⁹, menunjukkan bahwa GDP per kapita memiliki hubungan yang signifikan dan positif dengan pertumbuhan pasar sukuk di antara 10 negara dari berbagai wilayah. Disisi lain, Smaoui dan Khawaja⁶⁰ tidak menemukan hubungan yang signifikan antara GDP per kapita dengan pertumbuhan pasar sukuk. Oleh karena itu, perlu adanya kajian empiris lebih lanjut dengan harapan pertumbuhan ekonomi yang tinggi akan mengarah pada peningkatan perkembangan pasar sukuk.

Nilai tukar diharapkan memiliki dampak pada tingkat perkembangan pasar obligasi. Hubungan antara nilai tukar dan ukuran pasar bisa positif dan negatif, hal ini menunjukkan bahwa nilai tukar sangat penting untuk menyeimbangkan bagaimana permintaan dan penawaran aset ditentukan. Hal ini juga penting bagi individu yang memiliki aset baik di dalam atau luar negeri dalam portofolio. Bhattacharyay⁶¹, Adelegan dan Radzewicz-bak⁶², Mu *et al.*⁶³ menemukan pengaruh negatif dan signifikan terhadap pengembangan pasar obligasi.

Adapun hubungan dengan sukuk bahwa perdagangan sukuk telah tercatat dalam kurs dolar Amerika Serikat (AS). Oleh karena itu, perubahan kurs dolar AS menyebabkan perubahan *return* sukuk, yang pada gilirannya mempengaruhi volume penerbitan sukuk. Risiko nilai tukar mata uang terjadi ketika investor

⁵⁵ Meysam, "Corruption and Stock Market Development: A Quantitative Approach."

⁵⁶ Mondher Cherif and Kaouthar Gazdar, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region : New Results from a Panel Data Analysis," *International Journal of Banking and Finance* 7, no. 1 (2010): 1–21.

⁵⁷ Valeriano F. Garcia and Lin Liu, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development," *Journal of Applied Economics* 2, no. 1 (1999): 29–59.

⁵⁸ Andrianaivo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets, IMF Working Paper*.

⁵⁹ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

⁶⁰ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

⁶¹ Bhattacharyay, "Determinants of Bond Market Development in Asia."

⁶² Adelegan and Radzewicz-Bak, *What Determines Bond Market Development in Sub-Saharan Africa?*

⁶³ Y. Mu, P. Phelps, and J.G Stotsky, "Bond Markets in Africa," *Review of Development Finance* 3, no. 3 (2013): 121-135.

membeli sukuk dalam mata uang asing. Volatilitas mata uang yang tinggi menciptakan ketidakpastian nilai riil sukuk dan dengan demikian menciptakan hambatan pertumbuhan pasar sukuk. Ahmad dan Radzi⁶⁴ menemukan bahwa keduanya yaitu penerbitan sukuk dan obligasi konvensional di Malaysia mempertimbangkan devisa menjadi penyebab utama penerbitan obligasi dan sukuk. Di sisi lain, Smaoui dan Khawaja⁶⁵ menemukan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara volatilitas perubahan dalam nilai tukar dan pertumbuhan pasar sukuk. Oleh karena itu, semakin tinggi volatilitas nilai tukar suatu negara, semakin rendah pengembangan pasar sukuknya.

Laju inflasi ditengarai memiliki dampak yang signifikan terhadap tingkat harga umum barang dan jasa dalam perekonomian tertentu yang mungkin juga termasuk harga sukuk. Tentu saja, inflasi mampu meningkatkan suku bunga, yang membuat bunga tetap menilai instrumen memburuk nilainya. Juga berlaku ketika inflasi kenaikan suku bunga, harga instrumen suku bunga tetap cenderung berkurang. Anggapan ini mungkin benar terutama jika harga instrumen suku bunga tetap cenderung turun, karena suku bunga mungkin tidak cukup membiayai bunga untuk tetap unggul dari inflasi (Ahmad *et al.*⁶⁶; Naifar and Meddi⁶⁷). Menariknya, instrumen yang sesuai dengan syariah tetap akan terkena inflasi tetapi tidak sebanyak obligasi konvensional, karena inflasi meningkatkan harga pasar yang mendasarinya aset secara positif. Argumen ini didukung oleh Said dan Grassa⁶⁸ yang menemukan bahwa inflasi tampaknya tidak memiliki pengaruh yang kuat berpengaruh pada perkembangan pasar Sukuk. Penelitian ini menggunakan tingkat inflasi, karena berharap adanya indikasi yang adil dari tingkat inflasi di negara.

⁶⁴ Wahida Ahmad and Radzi, "Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market."

⁶⁵ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

⁶⁶ Nursilah Ahmad, Siti Nurazira Mohd Daud, and Zurina Kefeli, "Economic Forces and the Sukuk Market," *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65 (2012): 127–133.

⁶⁷ N. Naifar and S. Meddi, "Sukuk Spreads Determinants and Pricing Model Methodology," *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting* 3, no. 3 (2013): 241–257.

⁶⁸ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

Perdagangan terbuka menunjukkan tingkat di mana negara atau ekonomi memungkinkan perdagangan dengan negara atau ekonomi lain⁶⁹. Perekonomian yang lebih terbuka berbuat lebih sedikit untuk menekan pasar sekuritas karena kepentingan yang mapan mungkin tidak dapat bersikeras pada kebijakan yang menekan sumber pasokan yang bersaing ketika ekonomi terkena persaingan internasional⁷⁰. Variabel perdagangan terbuka telah digunakan secara signifikan dalam sejumlah studi (Rajan dan Zingales⁷¹; Eichengreen and Luengnaruemitchai⁷²; Bhattacharyay⁷³). Studi ini menemukan pengaruh positif yang signifikan dari perdagangan terbuka terhadap obligasi pengembangan pasar di pasar maju dan Asia.

Perusahaan dalam perekonomian terbuka membutuhkan lebih banyak sumber modal untuk tetap kompetitif. Semakin tinggi tingkat keterbukaan ekonomi, semakin mudah untuk mendapatkan akses pendanaan eksternal dari investor asing. Hal ini akan meningkatkan pengembangan pasar sukuk. Pasar sukuk akan mampu melakukannya dengan baik di tempat yang lebih terbuka (ekonomi), tetapi bank sumber keuangan yang mendominasi, biasanya menginginkan untuk melindungi pengaruh mereka di pasar dengan membatasi pengembangan pasar surat berharga ke pasar luar negeri. Diharapkan hubungan positif dengan pasar sukuk adalah karena keterbukaan yang memungkinkan ekonomi berkembang khususnya akses mudah ke tabungan atau kumpulan dana asing. Ini juga meningkatkan modal internasional mengalir, meningkatkan likuiditas pasar modal domestik, dan mengurangi biaya modal untuk proyek industri. Terdapat hubungan positif antara perdagangan terbuka dan

⁶⁹ C. Zhang, Y. Zhu, and Z. Lu, "Trade Openness, Financial Openness, and Financial Development in China.," *Journal of International Money and Finance* 59 (2015): 287–309.

⁷⁰ R.G. Rajan and L. Zingales, "Financial Systems, Industrial Structure and Growth," *Oxford Review of Economic Policy* 17, no. 4 (2001): 467–482.

⁷¹ Sadono. Sukirno, *Pengantar Teori Makro Ekonomi* (Jakarta: Rajagrafindo Persada, 2003).

⁷² Eichengreen, B. Luengnaruemitchai, *Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?*

⁷³ Bhattacharyay, "Determinants of Bond Market Development in Asia."

perkembangan pasar sukuk (Smaoui dan Khawaja⁷⁴; Muharram *et al.*⁷⁵). Sejalan dengan penelitian terdahulu, penelitian ini mengusulkan penggunaan rasio ekspor sebagai proporsi GDP dalam menentukan hubungan antara perkembangan pasar sukuk dan perdagangan terbuka.

H_1 GDP perkapita berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk

H_2 Inflasi berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar sukuk

H_3 Kurs berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar sukuk

H_4 Perdagangan Terbuka berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk

C. Kualitas Kelembagaan terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Kualitas kelembagaan yang dibutuhkan para investor untuk menambah kepercayaan. Hal ini didasarkan pada pendapat North bahwa kelembagaan dibentuk untuk mengurangi ketidakpastian.⁷⁶ *Institutional quality* merupakan indikator pengukur dalam menentukan gagal atau majunya perekonomian negara, kelembagaan negara yang mapan dan inklusif (*inclusive economic institutions*) cenderung kinerja perekonomiannya bagus. Kelembagaan ada bukan untuk meniadakan (mekanisme) pasar, tetapi memastikan pasar berjalan dengan aturan-aturan yang jelas sehingga pelaku ekonomi memiliki akses yang sama dan kepastian dalam berusaha.⁷⁷

Para ahli berpendapat bahwa *institutional quality* sebagai penentu utama pembangunan ekonomi⁷⁸. *Institutional quality* yang dimaksud penelitian ini adalah kualitas kelembagaan dalam mengelola risiko politik pada setiap negaranya. Bagi investor ketika memutuskan untuk investasi pada pasar keuangan negara

⁷⁴ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

⁷⁵ Muharram, Anwar, and Robiyanto, "Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth and Trade Openess (The Case of Indonesia and Malaysia)."

⁷⁶ D. C. North, *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance* (New York: Cambridge University Press, 1990).

⁷⁷ Yustika, *Ekonomi Kelembagaan: Paradigma, Teori, Dan Kebijakan*.

⁷⁸ E. Challe, J. Ignacio, and E. Mengus, "Institutional Quality and Capital Inflows: Theory and Evidence," *Journal of International Money and Finance*, 96 (2019): 168–191.

dihadapkan tiga jenis risiko: risiko politik, risiko ekonomi dan risiko keuangan. Peningkatan arus masuk modal asing di pasar keuangan negara memunculkan isu risiko politik. Risiko politik yang rendah menunjukkan adanya kualitas yang baik pada institusi/negara. Tiga ukuran luas *institutional quality* digunakan dalam risiko politik. Yang pertama adalah kualitas pemerintahan, termasuk, korupsi, hak politik, efisiensi sektor publik, dan peraturan beban. Kedua, perlindungan hukum terhadap hak milik pribadi dan penegakan hukum. Yang ketiga adalah akuntabilitas dan batasan yang ditempatkan pada eksekutif dan pemimpin politik.

Penelitian ini menggunakan risiko politik dengan indeks komposit dari *International Country Risk Government* (ICRG) sebagai ukuran kualitas kelembagaan Sistem Peringkat Risiko. ICRG memberikan nilai numerik untuk rentang komponen risiko yang telah ditentukan menurut skala tertimbang yang telah ditetapkan, untuk setiap negara yang dicakup menggunakan sistem. Setiap skala dirancang untuk memberikan nilai tertinggi ke risiko terendah dan nilai terendah hingga risiko tertinggi. Semua negara dinilai dengan dasar yang sama untuk memungkinkan komparabilitas. Keuntungan dengan indikator ICRG adalah telah digunakan secara luas di literatur (Knack dan Keefer⁷⁹; Yartey⁸⁰) dan memiliki kategori yang berbeda dari risiko politik yang memungkinkan peneliti untuk menjadi cukup spesifik dalam variabel yang mereka ukur.

Penilaian risiko politik dilakukan dengan menetapkan poin risiko yang berdasarkan pada komponen risiko politik yang telah ditentukan sebelumnya. Perolehan nilai minimum setiap negara pada setiap komponen adalah 0 poin, penilaian maksimum tergantung pada setiap komponen (rentan 4-12 poin) sedangkan penilaian maksimum gabungan seluruh komponen adalah 100 poin. Semakin tinggi perolehan nilai setiap komponen maka semakin rendah risikonya, adapun semakin rendah perolehan nilai setiap komponen maka semakin tinggi risikonya. Risiko politik adalah faktor harga di mana investor dihargai dan itu

⁷⁹ S Knack and P Keefer, "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measure," *Economics and Politics* 7, no. 3 (1995): 207–227.

⁸⁰ Andrianaivo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets*, IMF Working Paper.

sangat mempengaruhi biaya ekuitas lokal, yang mungkin berimplikasi pada pertumbuhan. Harapannya, setiap negara memiliki lembaga yang berkualitas sehingga memiliki risiko politik yang rendah untuk memiliki pasar keuangan yang berkembang dengan baik.⁸¹

Mengikuti Knack dan Keefer⁸²; Law dan Habibullah⁸³ peneliti mempertimbangkan (i) birokrasi kualitas, (ii) hukum dan ketertiban, (iii) korupsi dan (iv) profil investasi untuk mengukur kelembagaan secara keseluruhan kualitas. Adapun Yartey⁸⁴; Girma dan Shortland⁸⁵ melakukan kajian pada kualitas demokrasi (v) dalam indeks komposit kualitas kelembagaan. Law dan Azman-Saini⁸⁶ melakukan pengujian terkait dampak dua indikator kelembagaan, yaitu *Worldwide Governance Indicators* (WGI) dan *International Country Risk Guide* (ICRG). Temuan Said dan Grassa⁸⁷, Smaoui dan Khawaja⁸⁸, dan Basyriah⁸⁹ menunjukkan bahwa kualitas kelembagaan berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk. Peneliti menduga bahwa tata kelola institusi yang berkembang harus memacu pengembangan pasar sukuk. Penelitian ini mengukur *institutional quality* menggunakan lima indeks yang diambil dari ICRG yaitu *Profil Investment, Law and Order, Control of Corruption, Bureaucratic Quality, dan Democratic Accountability*.

⁸¹ PRS Group International Country Risk Guide, *ICRG Methodology*, 2020.

⁸² Knack and Keefer, "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measure."

⁸³ Siong Hook Law and Muzafer Shah Habibullah, "The Determinant of Financial Development Institutions, Openness, and Financial Liberalization.," *South African Journal of Economics* 7, no. 1 (2009).

⁸⁴ Andrianaivo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets, IMF Working Paper*.

⁸⁵ Sourafel Girma and Anja Shortland, "The Political Economy of Financial Development," *Oxford Economic Papers* 60 (2008): 567–596.

⁸⁶ Siong Hook Law and W. N.W. Azman Saini, "Institutional Quality, Governance, and Financial Development," *Economics of Governance* 13, no. 3 (2012): 217–236.

⁸⁷ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

⁸⁸ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

⁸⁹ Nuhbatul Basyariah, Hadri Kusuma, and Ibnu Qizam, "Institutional Quality and Sukuk Development: A Study of Five OIC Countries," *Shirkah: Journal of Economics and Business* 5, no. 3 (2020).

- H₅ Profil Invesment* berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk
- H₆ Law and Order* berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk
- H₇ Control of Corruption* berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk
- H₈ Bureaucratic Quality* berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk
- H₉ Democratic Accountability* berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk

D. Penelitian Terdahulu

Hasil penelitian Puruweti⁹⁰, Kassim⁹¹, Khan⁹², Azizi⁹³, Eksi⁹⁴ dan Naif⁹⁵ menunjukkan bahwa makroekonomi dan kelembagaan berpengaruh terhadap perkembangan keuangan. Lebih detailnya, temuan Yartey menunjukkan kualitas kelembagaan berpengaruh terhadap perkembangan pasar saham⁹⁶. Begitu juga hasil kajian empiris Syammi⁹⁷ dan Jamel⁹⁸ menunjukkan stabilitas makroekonomi dan kelembagaan berpengaruh pada perkembangan pasar obligasi. Sama halnya dengan hasil tersebut, temuan Said dan Grassa⁹⁹, Smaoui dan Khawaja¹⁰⁰, Manab

⁹⁰ Puruweti Siyakiya, "The Impact of Institutional Quality on Economic Performance: An Empirical Study of European Union 28 and Prospective Member Countries," *World Journal of Applied Economics* 3, no. 2 (2017): 3–24.

⁹¹ Abubakar and Kassim, "Institutional and Macroeconomic Determinants of Financial Development in the OIC Countries."

⁹² Khan et al., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective."

⁹³ Azizi, Barari, and Kacho, "The Impact of Institutional Quality on Financial Development (Case Study: Eurasian Developing Countries)."

⁹⁴ Ibrahim Halil Eksi and Berna Dogan, "Corruption and Financial Development," *Finances of Emerging Markets* (2020).

⁹⁵ Naif Alsagr and Stefan Van Hemmen, "The Asymmetric Influence of Corruption on Financial Development: Fresh Evidence from BRICS Economies," *Journal of Financial Crime* 29, no. 2 (2021).

⁹⁶ Andrianaivo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets, IMF Working Paper*.

⁹⁷ Ghazali Syammi and Husaini, "Interest Rates and Currencies Effects on Islamic And Conventional Bonds," *Economic Journal Of Emerging Markets* 2, no. 2 (2010): 9–140.

⁹⁸ Boukhatem, "What Drives Local Currency Bond Market Development in Saudi Arabia: Do Macroeconomic and Institutional Factors Matter?"

⁹⁹ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

¹⁰⁰ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

dan Sujianto¹⁰¹, Hannoeriadi dan Lubis¹⁰², Al-Raeai *et al.*¹⁰³, Suciningtyas¹⁰⁴, Cupian *et al.*¹⁰⁵, Kurniawan *et al.*¹⁰⁶, Aman *et al.*¹⁰⁷, Utami *et al.*¹⁰⁸, Muharram *et al.*¹⁰⁹, Nuhbatul¹¹⁰ dan Jamel¹¹¹ bahwa makroekonomi dan kualitas kelembagaan berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk.

Adapun perbedaan penelitian ini dengan sebelumnya yaitu lebih menekankan pada analisis empiris pengaruh makroekonomi dengan indikator empat variabel yaitu: GDP perkapita, inflasi, kurs, perdagangan terbuka dan *institutional quality* dengan indikator ICRG yaitu: *investment profile, law and order, control of corruption, bureaucratic quality* dan *democratic accountability*.

¹⁰¹ Abdul Manab and Agus Eko Sujianto, *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro Terhadap Penerbitan Sukuk Negara Di Indonesia, Malaysia Dan Brunei Darussalam* (Tulungagung: Cahaya Abadi, 2016).

¹⁰² Ivan Hannoeriadi Ardiansyah and Deni Lubis, "The Effect of Macroeconomics Variables to Corporate Sukuk Growth in Indonesia," *Jurnal Al-Muzara'ah* 5, no. 1 (2017).

¹⁰³ Al-raeai, Zainol, and Abdul Rahim, "The Infuence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries: A Panel Data Analysis."

¹⁰⁴ Siti Aisyah Suciningtyas, "Macroeconomic Impacts on Sukuk Performance in Indonesia: Co-Integration and Vector Error Correction Model Approach," *Journal of Islamic Finance (JIF)* 8 (2019).

¹⁰⁵ Cupian, Rien Muasia, and Safira Aryanti Putri, "The Influence of Macroeconomics Indicators to The Growth of Sukuk in Indonesia," *Equilibrium: Jurnal Ekonomi Syariah* 8, no. 1 (2020): 167–178.

¹⁰⁶ Kurniawan, Endang Masitoh, and Rosa Nikmatul Fajri, "Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi Di Indonesia," *Finansia* 3, no. 1 (2020).

¹⁰⁷ Ameen Ullah Aman, Asmadi Mohamed Naim, and Mohamad Yazid Isa, "What Determines Sukuk Market Development? New Theoretical Insights," *Global Review of Islamic Economics and Business* 7, no. 1 (2019).

¹⁰⁸ Carin Varisa Utami, Early Ridho Kismawadi, and Zulfa Eliza, "Pengaruh Inflasi, Sertifikat Bank Indonesia Syariah Dan Nilai Tukar Terhadap Perkembangan Sukuk Di Indonesia," *JIM (Jurnal Ilmiah Mahasiswa)* 3, no. 2 (2021).

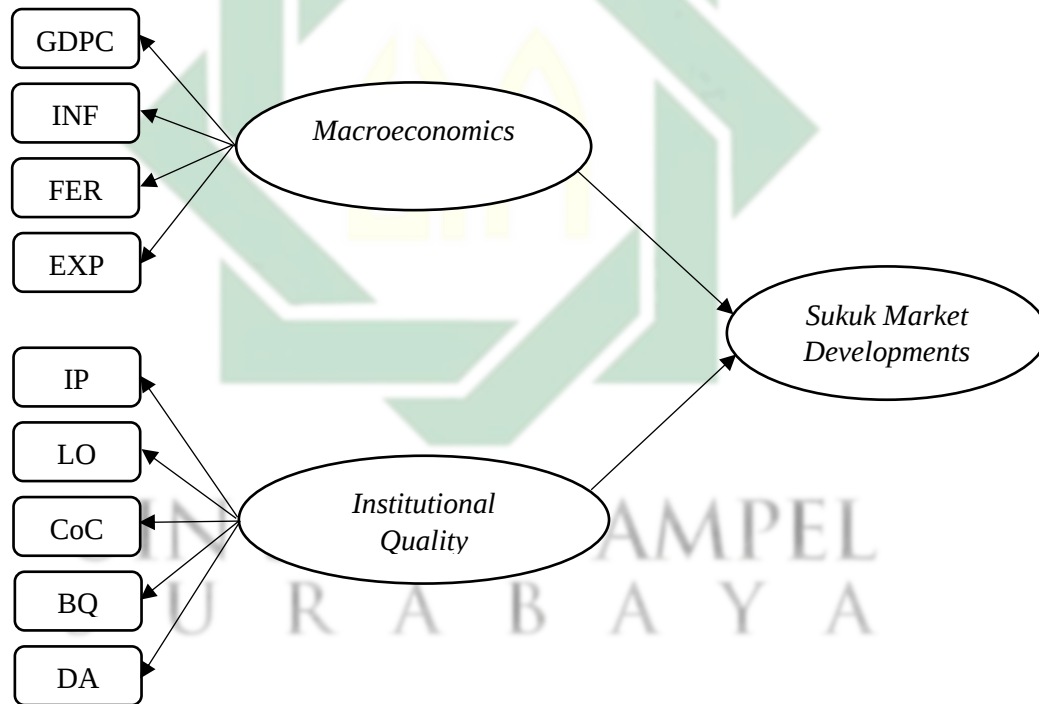
¹⁰⁹ Harjum Muharram, Resi Junita Anwar, and Robiyanto Robiyanto, "Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth and Trade Openess (The Case of Indonesia and Malaysia)," *Business: Theory and Practice* 20 (2019): 196–207.

¹¹⁰ Basyariah, Kusuma, and Qizam, "Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach."

¹¹¹ Jamel Boukhatem, "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach," *Heliyon* 8, no. 5 (2022).

E. Kerangka Model Penelitian

Kerangka penelitian sebagaimana gambar di bawah ini menjelaskan tentang tiga model yang akan diuji: Model (1), model regresi yang dijalankan antara variabel makroekonomi pertumbuhan ekonomi dengan proksi GDP per kapita, nilai tukar negara dalam USD, perdagangan terbuka dan inflasi; model (2), model regresi yang diterapkan untuk memprediksi dampak variabel *institutional quality* dengan indikator ICRG lima dimensi *investment profile*, *law and order*, *control of corruption*, *bureaucratic quality*, *democratic quality* pada sukuk; model (3), model regresi yang mencakup empat variabel makroekonomi dan enam indikator *institutional quality* ICRG.



BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif kuantitatif. Objek penelitian ini 5 negara yang tertinggi dalam penerbitan sukuk di pasar global yaitu Malaysia, UEA, Arab Saudi, Indonesia dan Bahrain dengan periode pengamatan tahun 2005-2019 sehingga penelitian ini menggunakan data panel. Penentuan lima negara terpilih dengan metode *purpose sampling* dengan penerbitan sukuk tertinggi berdasarkan *International Islamic Financial Market*.¹¹²

B. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari beberapa sumber. Adapun data diperoleh dari badan statistik dunia *World Development Indicator* (WDI), *International Country Risk Guide* (ICRG), *International Islamic Financial Market* (IIFM) serta beberapa jurnal dan literatur yang relevan dengan penelitian ini.

Tabel 3.1 Variabel Penelitian

Variabel		Akronim	Keterangan	Sumber Data
<i>Sukuk Market Development</i>		SMD	<i>Total issuance of sukuk</i>	IIFM
<i>Macroeconomic</i>	<i>Development stage of the economy: GDP per capita</i>	GDPC	<i>Real GDP per capita at Purchasing Power Parity</i>	WDI

¹¹² *International Islamic Financial Market, IIFM Sukuk Report July 2019, 8th Edition, 2019.*

	<i>Inflation</i>	INF	<i>Percentage change in consumer price index</i>	WDI
	<i>Foreign exchange rate</i>	FER	<i>Official exchange rate (lagged)</i>	WDI
	<i>Trade openness</i>	EXP	<i>Exports of goods and services as a share of GDP</i>	WDI
<i>Institutional Quality</i>	<i>Investment profile</i>	IP	<i>Investment Profile index</i>	ICRG
	<i>Law and Order</i>	LO	<i>Higher values mean degree to which the citizens of a country are willing to accept the established institutions making and implementing laws and adjudicating disputes</i>	ICRG
	<i>Control of Corruption</i>	CoC	<i>Corruption perception index</i>	ICRG
	<i>Bureaucratic Quality</i>	BQ	<i>The regulatory environment domestic and foreign firms must face when seeking approvals and permits.</i>	ICRG
	<i>Democratic Accountability</i>	DA	<i>How responsive the government is to its people, on the basis that the less responsive it is, the more likely it is that the government will fall</i>	ICRG

Sumber: diolah oleh peneliti 2022

Data-data yang diperlukan dalam permodelan penelitian ini yaitu perkembangan pasar sukuk (SMD), variabel makroekonomi terdapat GDP perkapita (GDPC), inflasi (IN), kurs (FER), perdagangan terbuka (EXP) dan variabel *institutional quality: investment profile (IP)*, *law and order (LO)*, *control of corruption (CoC)*, *bureaucratic quality (BQ)*, *democratic quality (DQ)*. Data

yang dikumpulkan merupakan data panel dengan periode pengamatan 2005-2019 dan objek 5 negara yang tertinggi dalam penerbitan sukuk di pasar global yaitu Malaysia, UEA, Saudi Arabia, Indonesia dan Bahrain.

C. Teknik Analisis Data

Teknik analisis data menggunakan alat bantu Stata/MP 17.0. Penelitian ini menguji tiga model regresi yang berbeda. Model 1, model regresi yang dijalankan antara variabel makroekonomi pertumbuhan ekonomi dengan proksi GDP per kapita, nilai tukar negara dalam USD, perdagangan terbuka dan inflasi. Model 2 adalah regresi model yang diterapkan untuk memprediksi dampak variabel *institutional quality* dengan indikator ICRG lima dimensi *investment profile, law and order, control of corruption, bureaucratic quality, democratic quality* pada sukuk, dan Model 3, model regresi yang mencakup empat variabel makroekonomi dan enam indikator *institutional quality* ICRG. Tujuan menggabungkan tiga model adalah untuk menghasilkan model yang terkuat dan terbaik dalam menjelaskan pengaruh independen variabel terhadap variabel terikat yang dihasilkan oleh masing-masing model, sebagai berikut:

$$SMD1_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDPC_{it} + \beta_2 INF_{it} + \beta_3 FER_{it} + \beta_4 EXP_{it} + e \dots\dots\dots 1$$

$$SMD2_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 CoC_{it} + \beta_4 BQ_{it} + \beta_5 DA_{it} + e \dots\dots\dots 2$$

$$SMD3_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDPC_{it} + \beta_2 INF_{it} + \beta_3 FER_{it} + \beta_4 EXP_{it} + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 CoC_{it} + \beta_4 BQ_{it} + \beta_5 DA_{it} + e \dots\dots\dots 3$$

Keterangan:

SMD = *Sukuk Market Development* (Perkembangan Pasar Sukuk)

GDPC = *Gross Domestic Product Percapita* (GDP Perkapita)

INF = *Inflation* (Inflasi)

FER = *Fixed Exchnage Rate* (Nilai Tukar)

TOP	= <i>Trade Openness</i> (Perdagangan Terbuka)
IP	= <i>Investment Profile</i> (Profil Investasi)
LO	= <i>Law and Order</i> (Hukum dan Ketertiban)
CoC	= <i>Control of Corruption</i> (Kontrol Korupsi)
BQ	= <i>Bureaucratic Quality</i> (Kualitas Birokrasi)
DA	= <i>Democratic Accountability</i> (Akuntabilitas Demokrasi)
β	= koefisien
e	= <i>error term</i>

D. *Generalized method of moments (GMM)*

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode panel data dinamis dengan teknik estimasi model menggunakan pendekatan GMM yang mengacu pada metodologi.¹¹³ Metode GMM adalah metode yang dapat mengatasi kondisi data dengan pelanggaran asumsi dalam analisis regresi.¹¹⁴ GMM juga untuk mengatasi endogenitas ketergantungan variabel, heteroskedastisitas, dan korelasi pada *residual* karena analisis data longitudinal tidak cukup menggunakan *Ordinary Least Squares* (OLS), kemudian beberapa asumsi OLS seperti homoskedastisitas dan tidak ada autokorelasi yang terlalu kuat untuk dipenuhi secara *longitudinal* analisis data. Bagaimanapun, mereka cenderung mempengaruhi penampang dan pengamatan deret waktu dalam model.¹¹⁵ Tujuan menggunakan metode panel dinamis dengan pendekatan GMM untuk mengontrol bias yang berkaitan dengan simultanitas dan individual *special effect* setiap negara.

¹¹³ M. Verbeek, *A Guide to Econometrics*, 2nd ed. (Chichester: Willey, 2004).

¹¹⁴ Mahyus Ekananda, *Analisis Ekonometrika Data Panel* (Jakarta: Mitra Wacana Media, 2016).

¹¹⁵ Muhammad Ghazali and Bambang Widjanarko Otok, "Pemodelan Random Effect Pada Regresi Data Longitudinal Dengan Estimasi Generalized Method Of Moments (Studi Kasus Data Penduduk Miskin Di Indonesia)," *J Statistika* 9, no. 11 (2019): 11–18.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis data yaitu metode GMM, dimana metode tersebut menggunakan dinamik panel data. Teknik analisis GMM dalam penelitian digunakan untuk mengukur besarnya pengaruh makroekonomi dan *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk. Prosedur yang digunakan memberikan beberapa keuntungan terhadap perkembangan model panel yang melibatkan variabel terikat. Pertama, potensi yang dapat menyebabkan bias pada estimator dihilangkan dengan jalan meniadakan μ . Kedua, penggunaan variabel instrumen dapat menghasilkan estimator yang konsisten walaupun terdapat variabel endogen dalam model yang diestimasi. Ketiga, penggunaan variabel instrumen memungkinkan keberadaan estimator yang konsisten walaupun terdapat variabel *measurement error*.

Menurut Firdaus pemilihan model GMM terbaik menggunakan beberapa kriteria yaitu:¹¹⁶

- a. Instrumen valid, apabila uji Sargan menunjukkan penolakan hipotesis nol. Jika hasil metode *First Difference* (FD) GMM menunjukkan instrument yang digunakan tidak valid, maka digunakan metode *System* (SYS) GMM. Uji sargan digunakan untuk *overdentifying restriction* untuk menguji masalah validitas pada instrument yang digunakan. Jika instrument valid maka tidak ada korelasi antara instrumen dengan komponen *error*.
- b. Konsisten, apabila pada uji Arellano-Bond statistik m_1 menunjukkan hipotesis nol ditolak dan m_2 menunjukkan hipotesis tidak ditolak hipotesis nol. Uji Arellano-Bond merupakan uji autokorelasi pada pendekatan GMM untuk mengetahui konsistensi estimasi.
- c. Tidak bias, apabila estimator berada antara *Pooled Least Squares* (PLS) dan *Fixed Effect* (FE).

Metode GMM yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan SYS GMM yang digunakan untuk melihat pengaruh secara parsial dan simultan antara

¹¹⁶ Muhammad Firdaus, *Aplikasi Ekonometrika Untuk Data Panel Dan Time Series* (Bogor: IPB Press, 2011).

variabel *independent* terhadap variabel *dependent*. Karena memiliki hasil regresi yang lebih baik daripada FD GMM.

Menurut Baltagi model panel dinamis secara umum dapat ditulis sebagai berikut:¹¹⁷

$$Y_{it} = \delta y_{i,t-1} + x'_{it} \beta + u_{it} \quad ; (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \dots\dots\dots(3.1)$$

Di mana δ merupakan skala, x'_{it} merupakan $1 \times K$ dan β merupakan $K \times 1$. Diasumsikan u_{it} mengikuti model *one-way error component* sebagai berikut:

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \dots\dots\dots(3.2)$$

Menurut Verbeek adanya *lag* variabel *dependent* menyebabkan masalah *endogeneity*, sehingga bila model diestimasi dengan pendekatan *fixed effect* maupun *random effect* akan menghasilkan estimasi yang bias dan tidak konsisten.¹¹⁸ Dalam mengatasi masalah ini, Arellano dan Bond menggunakan pendekatan *method of moments* atau yang biasa disebut *generalized method of moments* (GMM).

Terdapat dua prosedur estimasi yang lazim digunakan dalam kerangka GMM untuk mengakomodir permasalahan di atas, yaitu: *First-Differences* GMM (FD-GMM) dan *System* GMM (SYS-GMM):

1) *First Differences* GMM (AB GMM)

$| \alpha | y_{it} = \alpha y_{i,t-1} + \eta_i + v_{it}$ Misalkan terdapat persamaan *autoregressive* dengan satu beda waktu atau AR (1) disertai dengan *unobserved individual-specific effects* yaitu dengan < 1

$E[v_{it}] = 0$, $E[\eta_i] = 0$, $E[v_{it}\eta_i] = 0$ pada persamaan diatas untuk $i = 1, \dots, N$ dan $t = 2, \dots, T$ serta $\eta_i + v_{it} = u_{it}$ mempunyai struktur *standard error components* sebagai berikut

Untuk $i = 1, \dots, N$ dan $t = 2, \dots, T$

¹¹⁷ Badi H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd ed. (John Wiley & Sons, 2013).

¹¹⁸ Marno Verbeek, *A Guide to Modern Econometrics 5th Edition*, 5th ed. (Wiley, 2008).

Asumsikan *transient errors* tidak berkorelasi antar waktu

$$E [v_{it} v_{is}] = 0 \text{ untuk } i = 1, \dots, N \text{ dan } s \neq t$$

dan kondisi semula y_{i1} adalah *predetermined*

$$E [y_{i1} v_i] = 0 \text{ untuk } i = 1, \dots, N \text{ dan } t = 2, \dots, T$$

Secara bersama-sama asumsi tersebut berimplikasi adanya $m = 0.5 (T-1) \times (T-2)$ *moment restrictions*

$$E [y_{i,t-s} \Delta v_i] = 0 \text{ untuk } t = 3, \dots, T \text{ dan } s \geq 2$$

$E (Z_i \Delta v_i) = 0$ yang dapat ditulis sebagai, dimana Z_i adalah $(T-2) \times m$ matriks yaitu:

$$Z_i = \begin{bmatrix} y_{i1} & 0 & 0 & \dots & 0 & \dots & 0 \\ 0 & y_{i1} & y_{i2} & \dots & 0 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & y_{i1} & \dots & y_{i,T-2} \end{bmatrix}$$

dan Δv_i adalah $(T-2)$ vektor $(\Delta v_i 3, \Delta v_i 4, \dots, \Delta v_i T)$. Ini merupakan kerangka GMM, dimana digunakan *lag* dari peubah dependen mulai dari $t-2$, atau disebut FD-GMM. Pendekatan ini akan menghasilkan estimator yang konsisten dari α jika $N \rightarrow \infty$ dengan T relatif kecil:

Terdapat keterbatasan dari FD-GMM estimator, terutama bila terjadi korelasi antar *lag* dari pembeda pertama, sehingga instrumen yang digunakan lemah¹¹⁹. FD-GMM estimator bahkan akan lebih bias ke bawah daripada *fixed-effects*, terutama bila jumlah periode waktu terbatas. Untuk itu, penggunaan baik nilai sekarang maupun *lag* dari regresor sebagai instrumen akan dapat memperbaiki FD-GMM estimator.

Dalam praktik, keterbatasan FD-GMM tersebut dapat dideteksi dengan membandingkan koefisien dari peubah *lag* yang diperoleh dari pendekatan *pooled least squares*, *fixed-effects* dan FD-GMM. Diketahui bahwa model panel data dengan AR (1) bila diestimasi dengan teknik *pooled least squares* akan menghasilkan koefisien yang bias ke atas, sedangkan bila diestimasi

¹¹⁹ R. Blundell and S. Bond, "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models," *Journal of Econometrics* 87 (1998): 115–143.

dengan pendekatan *fixed effects* atau *within group* akan menghasilkan koefisien yang bias ke bawah. Dengan demikian koefisien yang konsisten akan diperoleh bila nilainya berada antara keduanya.

2) System GMM (SYS GMM)

Ide dasar dari penggunaan metode *System GMM* adalah untuk mengestimasi sistem persamaan baik pada perbedaan pertama maupun pada level, dimana instrumen yang digunakan pada level adalah *lag first-differences* dari deret¹²⁰. Blundell dan Bond menyatakan pentingnya pemanfaatan *initial condition* dalam menghasilkan penduga yang efisien dari model data panel dinamis ketika t berukuran kecil.¹²¹ Misalkan diberikan model *autoregresif* data panel dinamis tanpa regresor eksogenus sebagai berikut:

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + \mu_i + v_{it} \dots\dots\dots(3.3)$$

dengan $E(\mu_i) = 0$, $E(v_{it}) = 0$, dan $E(\mu_i v_{it}) = 0$ untuk $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$

Matriks instrumen untuk SYS-GMM adalah sebagai berikut:

$$Z_i^* = \begin{bmatrix} Z_i & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Delta y_{i2} & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 0 & \Delta y_{i3} & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & \Delta y_{i,T-1} \end{bmatrix} \dots\dots\dots(3.4)$$

dengan kondisi momen (*moment conditions*) derajat kedua dapat dinyatakan sebagai:

$$E(Z_i^{*'} u_i^*) = 0 \dots\dots\dots(3.5)$$

Dimana $u_i^* (\Delta u_{i3}, \dots, \Delta u_{iT}, u_{i3}, \dots, u_{iT})$. Dalam hal ini, Blundel dan Bond¹²² memfokuskan pada $T = 3$, oleh karenanya hanya terdapat satu kondisi ortogonal

¹²⁰ Indra, *Analisis Hubungan Intensitas Energi Dan Pendapatan Perkapita, Studi Komparatif Di 10 Negara Asia Pasifik* (Bogor: Institut Pertanian Bogor, 2009).

¹²¹ Blundell and Bond, "Initial Conditions and Momen Restrictions in Dynamic Panel Data Models."

¹²² Ibid.

yang diberikan oleh $E(y_{i1}\Delta v_{i3})$ sedemikian sehingga δ tepat teridentifikasi (*just identified*).

Dalam kasus ini, tahap pertama dari regresi variabel instrumen diperoleh dengan meregresikan Δy_{i2} pada y_{i1} . Perhatikan bahwa regresi ini dapat diperoleh dari (3.5) yang dievaluasi pada saat $t = 2$ dengan mengurangi kedua sisi persamaan ini, menjadi $\Delta y_{i2} = (\delta - 1)y_{i,1} + \mu_i + v_{i2}$ (3.6)

Dikarenakan ekspektasi $E(y_{i,1} \mu_i) > 0$, maka, maka $(\delta - 1)$ akan bias ke atas (*upward biased*) dengan

$$\text{Plim } (\delta - 1) = (\delta - 1) \frac{c}{c + \left(\frac{\delta_\mu^2}{\delta_\mu^2}\right)} \dots\dots\dots (3.7)$$

dengan $c = (\delta - 1)/(\delta + 1)$ Bias dapat menyebabkan koefisien estimasi dari variabel instrumen y_{i1} mendekati nol. Selain itu, nilai F-statistik dari regresi variabel instrumen tahap pertama akan konvergen ke χ_1^2 dengan parameter *non-centrality*

$$\tau = \frac{(\delta_\mu^2 c)^2}{\delta_\mu^2 + \delta_\mu^2 c} \rightarrow , \text{ dengan } \delta \rightarrow 1 \dots\dots\dots (3.8)$$

Karena $\tau \rightarrow 0$ maka penduga variabel instrument menjadi lemah. Di sisi ini, Blundell dan Bond mengaitkan bias dan lemahnya presisi dari penduga *first difference* GMM dengan masalah lemahnya instrument yang mana hal ini dicirikan dari parameter konsentrasi τ .

Dengan demikian, SYS-GMM estimator mengkombinasikan gugus persamaan *first-difference* dengan nilai level sebagai instrumennya ditambah gugus persamaan level dengan *first-difference* sebagai instrumen. Validitas dari tambahan instrumen dapat diketahui dengan menggunakan uji-Sargan untuk *over-identifying instrument*.

3) Prosedur Analisis dengan Metode Panel Dinamis

Untuk menduga parameter model data panel dinamis pada persamaan akan digunakan metode Arellano-Bond *Generalized Method of Moments* (AB-GMM). Dari hasil estimasi AB-GMM, kemudian dilihat apakah instrumen yang digunakan valid. Apabila tidak, kemudian digunakan pendekatan SYS-GMM untuk mengatasi validitas instrumen pada pendekatan AB-GMM. Untuk menguji validitas instrumen pada pendekatan AB-GMM, dapat digunakan uji Sargan. Uji Sargan untuk *over identifying restriction* merupakan suatu pendekatan untuk mendeteksi apakah ada masalah dengan validitas instrumen. Hipotesis untuk uji ini menyatakan bahwa tidak ada masalah dengan validitas instrumen dalam artian bahwa instrumen tersebut tidak berkorelasi dengan *error* pada persamaan AB-GMM. Nilai statistik Sargan dihitung sebagai

$$S = N \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N Z_i' \Delta v_{i2} \right)' W_{N2} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N Z_i' \Delta v_{i2} \right) \dots\dots\dots (3.9)$$

Pada kondisi kondisi hipotesis nol, nilai statistik di atas memiliki sebaran, *Chi Square* χ_q^2 dengan q menyatakan jumlah instrumen dikurangi jumlah parameter yang digunakan dalam model.

Untuk melihat konsistensi dari hasil estimasi yang dihasilkan dari model AB-GMM akan dilakukan uji autokorelasi dengan menggunakan statistik Arellano-Bond m_1 dan m_2 . Konsistensi ini ditunjukkan oleh nilai statistik m_1 yang signifikan dan nilai m_2 statistik yang tidak signifikan¹²³. Hal yang sama juga akan dilakukan uji validitas instrumen dengan menggunakan uji Sargan serta uji Arellano Bond m_1 dan m_2 untuk melihat konsistensi estimator yang diperoleh. Pada tahap berikutnya, model yang lebih valid di antara ketiga pendekatan dalam model data panel statis, selanjutnya hasil estimasi akan

¹²³ J. Alvarez and M. Arellano, "The Time Series and Cross-Section Asymptotics of Dynamic Panel Data Estimators," *Econometrica* 71 (2003): 1121–1159.

dikomparasi dengan hasil estimasi model data panel dinamis untuk kemudian ditelaah dan dianalisis lebih lanjut.

Selain pemilihan dan komparasi model, dari hasil yang diperoleh juga akan diuji tingkat signifikansi serta tanda setiap koefisien estimasi yang diperoleh. Tanda koefisien estimasi ini kemudian dianalisis apakah relevan dengan teori yang ada. Dari hasil estimasi kedua pendekatan tersebut selanjutnya akan dilakukan telaah dan analisis untuk menjawab dan hipotesis penelitian.



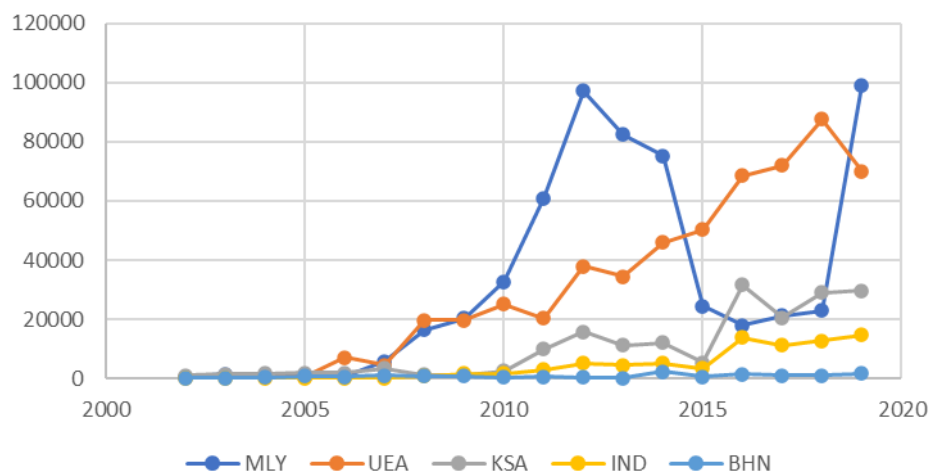
BAB IV

HASIL PENELITIAN

A. Deskripsi Umum Objek Penelitian

1. Deskripsi Perkembangan Sukuk

Gambar 4. 1 Perkembangan Jumlah Terbitan Sukuk (Juta USD)



Sumber: IIFM diolah oleh peneliti 2022

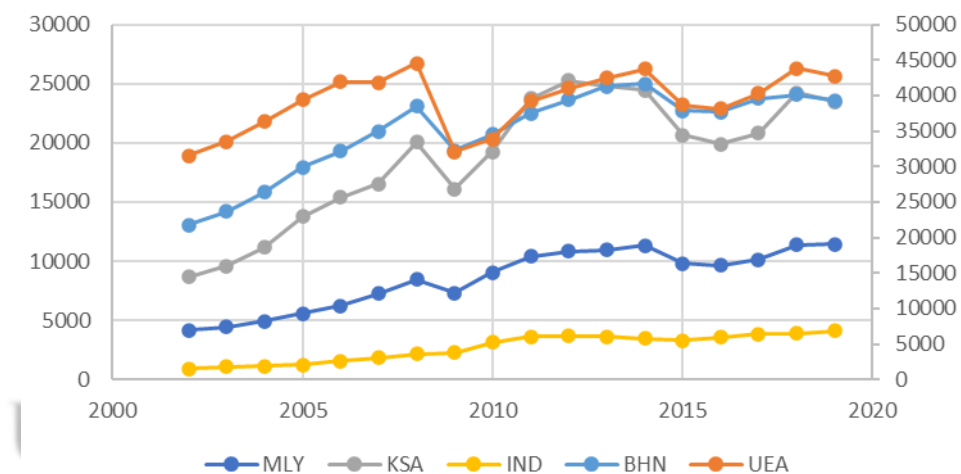
Berdasarkan hasil olah data tentang perkembangan pasar sukuk di lima negara Malaysia, UEA, Arab Saudi, Indonesia dan Bahrain periode 2002-2019. Gambar di atas merupakan jumlah sukuk yang diterbitkan dalam juta USD. Penerbitan sukuk tertinggi oleh negara Malaysia, dibandingkan dengan empat negara yang lain. Total sukuk yang diterbitkan oleh negara Malaysia sebanyak 580.933. Posisi kedua ditempati negara UEA dengan jumlah sukuk yang diterbitkan sebanyak 566.868. Di urutan ketiga, negara Arab Saudi dengan jumlah terbitan sebanyak 182.469. Posisi keempat oleh negara Indonesia dengan jumlah sukuk yang diterbitkan sebanyak 78.460 dan di posisi kelima Bahrain dengan jumlah sukuk yang diterbitkan sebanyak 15.669. Dengan demikian, Malaysia

merupakan negara negara terbesar dalam penerbitan sukuk secara global karena data ini diambil berdasarkan *top issuer* sukuk global 2017.

2. Deskripsi Pendapatan Perkapita

Pendapatan perkapita menunjukkan pendapatan rata-rata penduduk suatu negara pada tahun tertentu. Nilai pendapatan perkapita ini diperoleh dari perbandingan produk domestik bruto dengan jumlah penduduk. Semakin tinggi pendapatan perkapita maka secara teori kesejahteraan masyarakat juga mengalami peningkatan. Oleh karenanya, pemerintah dengan kebijakan di bidang perekonomian selalu berorientasi pada peningkatan pendapatan perkapita sehingga diperoleh kesejahteraan masyarakat secara luas.

Gambar 4. 2 Perkembangan Pendapatan Per kapita (USD)



Sumber: World Bank diolah peneliti 2022

Berdasarkan pengolahan data, gambar di atas menunjukkan bahwa perkembangan rata-rata pendapatan perkapita negara Malaysia, UEA, Arab Saudi, Indonesia dan Bahrain mulai 2002-2019 yang diukur dengan satuan unit uang (USD). Gambar di atas menginformasikan bahwa kinerja ekonomi berdasarkan rata-rata pendapatan perkapita UEA lebih baik dibandingkan keempat negara yang lain (Malaysia Arab Saudi, Indonesia dan Bahrain). Rata-rata pendapatan

perkapita UEA sebesar USD 704.905,6. Posisi kedua dengan negara Bahrain yang memiliki rata-rata pendapatan perkapita sebesar USD 377.071,3. Di urutan ketiga dengan negara Arab Saudi sebesar USD 337.925,4. Posisi keempat negara Malaysia dengan rata-rata pendapatan perkapita sebesar USD 153.333,9 dan urutan terakhir (kelima) negara Indonesia dengan rata-rata pendapatan perkapita sebesar USD 377.071,3. Adapun rata-rata pendapatan perkapita dari kelima negara tersebut sebesar USD 18.020,3.

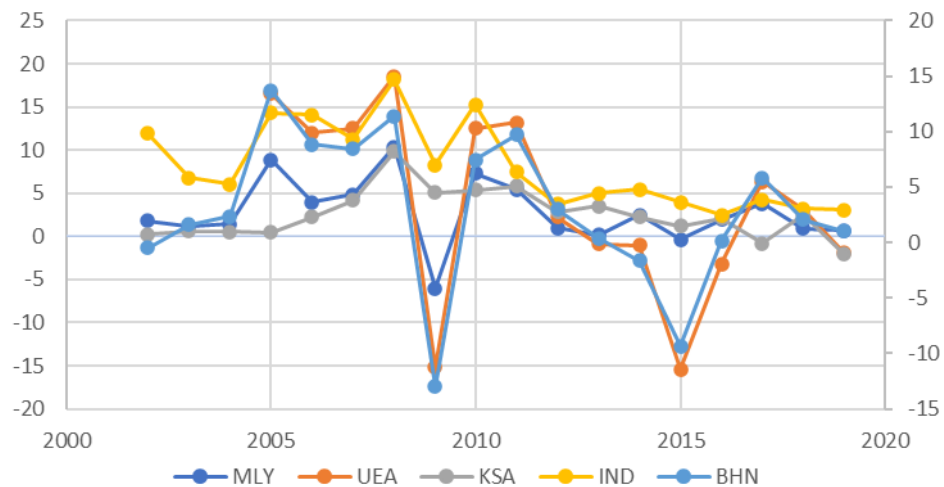
Berbeda dengan penerbitan sukuk dan pertumbuhan ekonomi dimana UEA menduduki ranking pertama disusul Bahrain, KSA, Malaysia dan Indonesia. Dalam konteks variabel ini, Indonesia justru berada di posisi terbawah karena faktor pembanding yaitu jumlah penduduk yang banyak. Sehingga dengan tingkat produk domestik bruto tertentu dan ketika jumlah penduduknya banyak maka pendapatan perkapita juga relatif kecil.

3. Deskripsi Inflasi

Salah satu permasalahan pada makroekonomi yaitu inflasi, karena dijadikan sebagai indikator kemampuan daya beli masyarakat secara luas. Ketika inflasi meningkat dan tidak diikuti oleh peningkatan pendapatan perkapita penduduk maka akan merugikan pelaku usaha (perusahaan). Perusahaan akan mengalami kerugian karena output produksinya tidak terserap oleh pasar, oleh karenanya diperlukan kebijakan untuk menstimulasi stabilitas perekonomian.

Kemudian inflasi yang meningkat sebenarnya menguntungkan perusahaan dari aspek pendapatan. Karena meningkatnya harga, berarti total pendapatan juga mengalami peningkatan (dengan asumsi kuantitas produk yang diminta konsumen tetap). Namun jika peningkatan inflasi tidak diikuti oleh meningkatnya upah karyawan maka daya beli masyarakat akan turun dan tentunya tidak terdapat permintaan potensial sehingga output produksi tidak dapat terserap oleh pasar.

Gambar 4. 3 Perkembangan Inflasi (%)



Sumber: World Bank diolah peneliti 2022

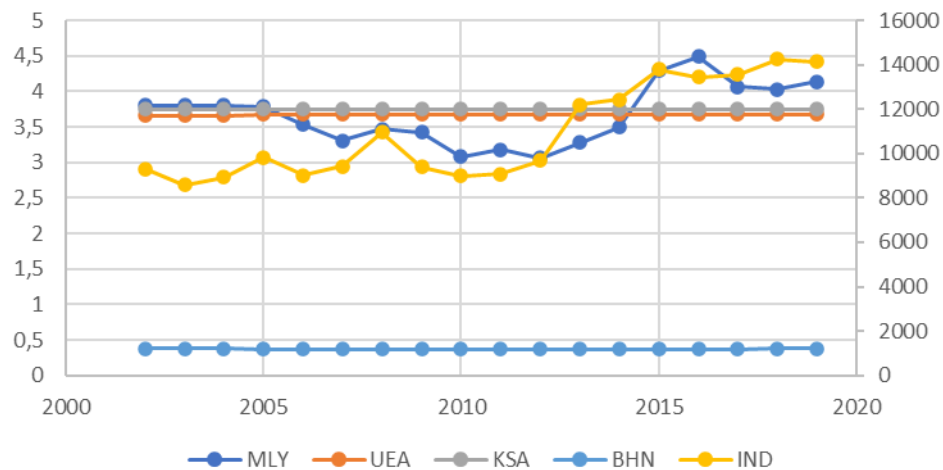
Berdasarkan pengolahan data, gambar di atas menunjukkan bahwa perkembangan rata-rata inflasi negara Malaysia, UEA, Arab Saudi, Indonesia dan Bahrain mulai 2002-2019. Gambar di atas menginformasikan bahwa rata-rata inflasi negara Arab Saudi lebih baik dibandingkan dengan keempat negara lainnya. Rata-rata inflasi negara Arab Saudi sebesar 2,7%, Malaysia 2,7%, Bahrain 2,8%, UEA 3,9% dan Indonesia 8%. Kemudian, dari kelima negara selama 2002-2019 yang belum pernah dalam kondisi deflasi hanya negara Indonesia. Dengan demikian, kondisi inflasi di kelima negara masih kategori aman (terkendali) karena masih jauh dibawah 10%, kecuali negara Indonesia karena mendekati angka 10 %.

4. Deskripsi Kurs

Kurs (*exchange rate*) merupakan nilai tukar atau harga sebuah mata uang dari suatu negara yang diukur atau dinyatakan dalam mata uang lainnya (*Dollar United States*). Sistem kurs ini menjadi penting pada ilmu ekonomi karena dalam sistem ekonomi terbuka suatu negara melakukan kegiatan interaksi luar negeri dalam bentuk perdagangan internasional. Secara ekonomi kurs dibedakan menjadi dua yaitu: kurs nominal dan kurs riil.

Kurs dalam penelitian ini diproxy oleh kurs riil dengan pertimbangan bahwa nilai tukar riil suatu negara akan berpengaruh pada kondisi perekonomian makro suatu negara khususnya dengan neraca perdagangan. Gambar di bawah ini menjelaskan pergerakan kurs Malaysia, UEA, Saud Arabia, Indonesia dan Bahrain tahun 2002 sampai 2019 (17 tahun periode pengamatan).

Gambar 4. 4 Nilai Kurs (dalam satuan unit uang masing-masing Negara)



Sumber: World Bank diolah oleh peneliti 2022

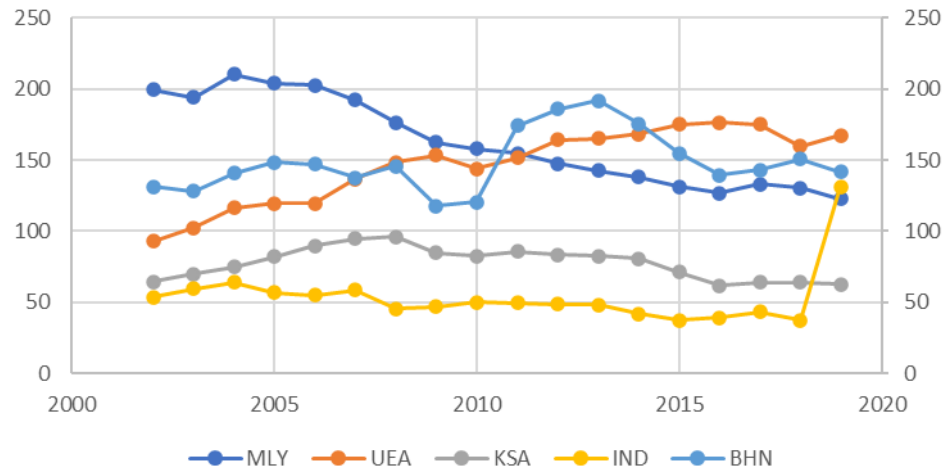
Berdasarkan gambar di atas menunjukkan bahwa rupiah memiliki nilai tukar terhadap *Dollar United States* paling rendah dibandingkan dengan mata uang lainnya. Sementara Dinar Bahrain memiliki nilai tukar terhadap *Dollar United States* yang paling kuat dibanding mata uang keempat negara lain. Implementasi dalam penelitian ini, jika terjadi apresiasi nilai mata uang suatu negara maka akan memudahkan negara tersebut dalam melakukan kegiatan perdagangan luar negeri khususnya impor. Sedangkan hasil rata-rata kurs ringgit, dirham uni emirat arab, riyal saudi, rupiah dan dinar bahrain dalam kurun waktu 2002-2019 sebesar 2.191.

5. Deskripsi Perdagangan Terbuka

Perdagangan Terbuka dalam penelitian ini diproxy oleh persentase ekspor terhadap pertumbuhan ekonomi dengan pertimbangan semakin besar persentase ekspor akan berpengaruh pada kondisi perekonomian makro suatu negara

khususnya dengan neraca perdagangan. Gambar di bawah ini menjelaskan pergerakan ekspor terhadap pertumbuhan ekonomi Malaysia, UEA, Saud Arabia, Indonesia dan Bahrain tahun 2002 sampai 2019 (17 tahun periode pengamatan).

Gambar 4. 5 Perkembangan Ekspor Terhadap Pertumbuhan Ekonomi

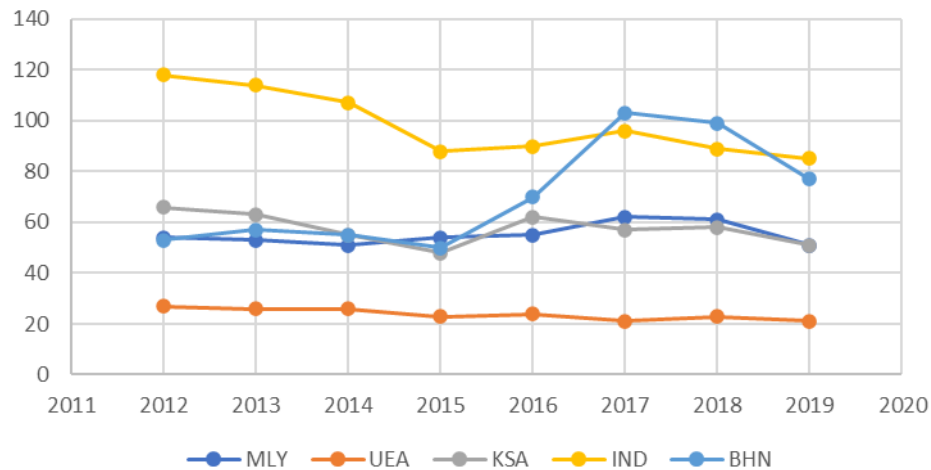


Sumber: *World Bank* diolah oleh peneliti 2022

Berdasarkan pengolahan data, gambar di atas menunjukkan bahwa perkembangan ekspor terhadap GDP negara Malaysia, UEA, Arab Saudi, Indonesia dan Bahrain mulai 2002-2019. Gambar di atas menginformasikan bahwa rata-rata ekspor terhadap GDP negara Bahrain lebih baik dibandingkan dengan keempat negara lain. Rata-rata ekspor terhadap GDP negara Bahrain sebesar 148,6%, negara UEA 146,5%, negara Malaysia 116,4%, negara Arab Saudi 77,6% dan negara Indonesia 53,7%. Persentase ekspor terhadap GDP kelima negara dari tahun 2002-2019 memiliki tren yang cukup beragam. Negara UEA, Bahrain, Arab Saudi dan Indonesia menunjukkan tren positif kecuali negara Malaysia yang cenderung menunjukkan tren negatif.

6. Deskripsi Korupsi

Korupsi dalam gambar di bawah ini digunakan untuk menggambarkan kondisi korupsi pada kelima negara yang diteliti menggunakan data *Corruption Perceptions Index*. Gambar menjelaskan pergerakan rangking korupsi negara Malaysia, UEA, Saudi Arabia, Indonesia dan Bahrain tahun 2012 sampai 2019.

Gambar 4. 6 Pergerakan Ranking Korupsi

Sumber: *Corruption Perceptions Index* diolah oleh peneliti 2022

Berdasarkan pengolahan data pada gambar di atas menunjukkan bahwa negara UEA memiliki ranking tertinggi dibandingkan keempat negara yang lain. Ranking korupsi dari kelima negara yang diteliti kecuali Bahrain memiliki kecenderungan mengarah pada nilai tertinggi. Artinya, kelima negara berupaya untuk mengurangi tingkat korupsi untuk memperoleh ranking tertinggi. Adapun perubahan yang signifikan ditunjukkan oleh negara Indonesia, pada tahun 2012 peringkat 118 kemudian pada tahun 2019 di peringkat 85.

B. Uji pengaruh makroekonomi terhadap perkembangan pasar sukuk (Model 1)

Pada tabel 4.1 menunjukkan bahwa metode panel dinamis pendekatan GMM telah memenuhi kriteria model terbaik secara statistik dengan konsisten, validitas instrumen dan tidak bias. Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m1 sebesar -1.7175 dan nilai probabilitas sebesar 0.0859 tidak signifikan. Sedangkan Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m2 sebesar 1.7212 dan nilai probabilitas sebesar 0.0852 tidak signifikan. Kriteria kesempurnaan model dinamis dilihat dari *sargan test* dengan nilai statistik 77.93 dan probabilitas 0.216 tidak signifikan pada taraf nyata 5%. Hal tersebut menunjukkan tidak ada korelasi antar *residual* sehingga dapat dikatakan tidak ada masalah dengan validitas instrumen. Asumsi tidak bias

terpenuhi karena nilai estimasi koefisien variabel Sukuk L1. diantara estimasi FEM dan PLS.

Secara parsial dengan metode AB-GMM model 1, hanya *lag* dari variabel sukuk (Sukuk L1.) yang berpengaruh signifikan terhadap sukuk dengan *p-value* < 5% ($0.000 < 0.05$), tetapi variabel bebas lainnya yaitu GDPC, FER, INF, dan TOP berpengaruh tidak signifikan terhadap sukuk dengan *p-value* masing-masing lebih besar dari 0.05.

Tabel 4.1. AB-GMM model 1

Sukuk	<i>Estimated coefficients</i>	Standard Error	Z	<i>p-value</i>
Sukuk L1.	0.75418	0.07603	9.90	0.000
GDPC	0.54026	0.40494	1.33	0.182
INF	0.18399	1.44001	0.13	0.898
FER	-124.60670	212.86130	-0.59	0.558
TOP	89.63974	72.79985	1.23	0.218
Konstanta	-14862.22000	10380.86000	-1.43	0.152
PLS				
Sukuk L1.	0.87107	0.06305	13.82	0.000
Fixed Effect				
Sukuk L1.	0.75293	0.07835	9.63	0.000
AB test	z	Prob > z		
m1	-1.7175	0.0859		
m2	1.7212	0.0852		
Sargan test				
chi2 (69) = 77.92765				
Prob > chi2 = 0.2160				

Pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa metode panel dinamis pendekatan GMM telah memenuhi kriteria model terbaik secara statistik dengan konsisten, validitas instrumen dan tidak bias. Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond System (AB-SYS) dengan nilai statistik m1 sebesar -1.7074 dan

nilai probabilitas sebesar 0.0877 tidak signifikan. Sedangkan Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m2 sebesar 1.7089 dan nilai probabilitas sebesar 0.0875 tidak signifikan. Kriteria kesempurnaan model dinamis dilihat dari *sargan test* dengan nilai statistik 101.30 dan probabilitas 0.110 tidak signifikan pada taraf nyata 5%. Hal tersebut menunjukkan tidak ada korelasi antar *residual* sehingga dapat dikatakan tidak ada masalah dengan validitas instrumen. Asumsi tidak bias terpenuhi karena nilai estimasi koefisien variabel Sukuk L1. berada diantara nilai estimasi FEM dan PLS.

Secara parsial dengan metode AB-SYS-GMM model 1, *lag* dari variabel Sukuk (Sukuk L1.) yang berpengaruh signifikan terhadap sukuk dengan $p\text{-value} < 5\%$ ($0.000 < 0.05$), dan variabel TOP yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap sukuk dengan $p\text{-value} < 5\%$ ($0.019 < 0.05$). Tetapi variabel bebas lainnya yaitu GDPC, FER, dan INF berpengaruh tidak signifikan terhadap Sukuk dengan $p\text{-value}$ masing-masing lebih besar dari 0.05.

Tabel 4.2. SYS-GMM model 1

Sukuk	Estimated coefficients	Standard Error	z	p-value
Sukuk L1.	0.76190	0.05951	12.80	0.000
GDPC	0.13679	0.18114	0.76	0.450
INF	-0.67600	1.02086	-0.66	0.508
FER	-168.18320	184.84530	-0.91	0.363
TOP	135.82910	57.71729	2.35	0.019*
Konstanta	-10981.68000	8141.29600	-1.35	0.177
PLS				
Sukuk L1.	0.87107	0.06305	13.82	0.000
Fixed Effect				
Sukuk L1.	0.75293	0.07835	9.63	0.000
AB test	z	Prob > z		
m1	-1.7074	0.0877		

m2	1.7089	0.0875
Sargan test	chi2 (85) = 101.3013	
	Prob > chi2 = 0.1096	

C. Uji Pengaruh *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk (Model 2)

Pada tabel 4.3 menunjukkan bahwa metode panel dinamis pendekatan GMM telah memenuhi kriteria model terbaik secara statistik dengan konsisten, validitas instrumen dan tidak bias. Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m1 sebesar -1.6676 dan nilai probabilitas sebesar 0,0954 tidak signifikan. Sedangkan Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m2 sebesar 1.7722 dan nilai probabilitas sebesar 0.0764 tidak signifikan. Kriteria kesempurnaan model dinamis dilihat dari *sargan test* dengan nilai statistik 75.52 dan probabilitas 0.275 tidak signifikan pada taraf nyata 5%. Hal tersebut menunjukkan tidak ada korelasi antar *residual* sehingga dapat dikatakan tidak ada masalah dengan validitas instrumen. Asumsi tidak bias terpenuhi karena nilai estimasi koefisien variabel Sukuk L1. diantara estimasi FEM dan PLS.

Secara parsial dengan metode AB-GMM model 2, hanya *lag* dari variabel sukuk (Sukuk L1.) yang berpengaruh signifikan terhadap Sukuk dengan *p-value* < 5% ($0.000 < 0.05$), tetapi variabel bebas lainnya yaitu IP, COC, LO, DA, dan BQ berpengaruh tidak signifikan terhadap sukuk dengan *p-value* masing-masing lebih besar dari 0.05.

Tabel 4.3. AB-GMM model 2

Sukuk	<i>Estimated coefficients</i>	Standard Error	<i>z</i>	<i>p-value</i>
Sukuk L1.	0.80362	0.07470	10.74	0.000
IP	412.52920	1779.93500	0.23	0.817
COC	4030.13800	2756.64900	1.46	0.144

LO	3419.37500	9186.74100	0.37	0.710
DA	1426.70600	2781.84500	0.51	0.608
BQ	4163.84300	15589.68000	0.27	0.789
Konstanta	-39424.22000	53208.10000	-0.74	0.459
PLS				
Sukuk L1.	0.81459	0.06717	12.10	0.000
Fixed Effect				
Sukuk L1.	0.80213	0.07420	10.98	0.000
AB test	z	Prob > z		
m1	-1.6676	0.0954		
m2	1.7722	0.0764		
Sargan test	chi2 (68) = 75.52017			
	Prob > chi2 = 0.2746			

Pada tabel 4.4 menunjukkan bahwa metode panel dinamis pendekatan GMM telah memenuhi kriteria model terbaik secara statistik dengan konsisten, validitas instrumen dan bias tetapi masih mendekati PLS. Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond System (AB-SYS) dengan nilai statistik m1 sebesar -1.6676 dan nilai probabilitas sebesar 0.0954 tidak signifikan. Sedangkan Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m2 sebesar 1.7722 dan nilai probabilitas sebesar 0.0764 tidak signifikan. Kriteria kesempurnaan model dinamis dilihat dari *sargan test* dengan nilai statistik 75.52 dan probabilitas 0.275 tidak signifikan pada taraf nyata 5%. Hal tersebut menunjukkan tidak ada korelasi antar *residual* sehingga dapat dikatakan tidak ada masalah dengan validitas instrumen. Asumsi tidak bias terpenuhi karena nilai estimasi koefisien variabel Sukuk L1. Diantara estimasi FEM dan PLS.

Secara parsial dengan metode SYS-GMM model 2, hanya *lag* dari variabel sukuk (Sukuk L1.) yang berpengaruh signifikan terhadap sukuk dengan *p-value* < 5% ($0.000 < 0.05$), tetapi variabel bebas lainnya yaitu IP, COC, LO, DA, dan BQ

berpengaruh tidak signifikan terhadap sukuk dengan *p-value* masing-masing lebih besar dari 0.05.

Tabel 4.4. SYS-GMM model 2

Sukuk	<i>Estimated coefficients</i>	Standard Error	z	p-value
Sukuk L1.	0.81269	0.05650	14.22	0.000
IP	1308.75000	1308.63600	1.00	0.317
COC	5091.41900	2403.60700	2.12	0.034*
LO	4909.78900	4790.22100	1.02	0.305
DA	1058.79500	2010.01000	0.53	0.598
BQ	7305.50300	4788.66800	1.53	0.127
Konstanta	-63733.60000	24539.69000	-2.60	0.009
PLS				
Sukuk L1.	0.81459	0.06717	12.10	0.000
Fixed Effect				
Sukuk L1.	0.80213	0.07420	10.98	0.000
AB test	z	Prob > z		
m1	-1.6657	0.0958		
m2	1.8407	0.0657		
Sargan test	chi2 (84)	= 99.92999		
	Prob > chi2	= 0.1132		

D. Uji pengaruh makroekonomi dan *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk (model 3)

Pada tabel 4.5 menunjukkan bahwa metode panel dinamis pendekatan GMM telah memenuhi kriteria model terbaik secara statistik dengan konsisten, validitas instrumen dan bias sama dengan FEM. Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m1 sebesar -1.6738 dan nilai probabilitas sebesar 0.0942 tidak signifikan. Sedangkan Arellano-Bond (AB)

dengan nilai statistik m^2 sebesar 1.7839 dan nilai probabilitas sebesar 0.0744 tidak signifikan. Kriteria kesempurnaan model dinamis dilihat dari *sargan test* dengan nilai statistik 69.15 dan probabilitas 0.438 tidak signifikan pada taraf nyata 5%. Hal tersebut menunjukkan tidak ada korelasi antar *residual* sehingga dapat dikatakan tidak ada masalah dengan validitas instrumen. Asumsi tidak bias terpenuhi karena nilai estimasi koefisien variabel Sukuk L1. diantara estimasi FEM dan PLS.

Secara parsial dengan metode AB-GMM variabel makroekonomi dan *institutional quality*, hanya *lag* dari variabel sukuk (Sukuk L1.) yang berpengaruh signifikan terhadap sukuk dengan $p\text{-value} < 5\%$ ($0.000 < 0.05$), tetapi variabel bebas lainnya yaitu GDPC, FER, INF, TOP, IP, COC, LO, DA, dan BQ berpengaruh tidak signifikan terhadap sukuk dengan $p\text{-value}$ masing-masing lebih besar dari 0.05.

Tabel 4.5. AB-GMM model 3

Sukuk	<i>Estimated coefficients</i>	Standard Error	z	<i>p-value</i>
Sukuk L1.	0.74321	0.08219	9.04	0.000
GDPC	0.51233	0.49407	1.04	0.300
FER	0.67762	1.54218	0.44	0.660
INF	-143.02690	238.82320	-0.60	0.549
TOP	130.97030	81.95000	1.60	0.110
IP	-375.03620	1815.32800	-0.21	0.836
COC	1152.13900	2707.87700	0.43	0.670
LO	8974.14300	9500.04000	0.94	0.345
DA	1579.44200	2968.74400	0.53	0.595
BQ	-6858.97100	17042.76000	-0.40	0.687
Konstanta	-46594.56000	53005.59000	-0.88	0.379
PLS				
Sukuk L1.	0.80409	0.07384	10.89	0.000
Fixed Effect				

Sukuk L1.	0.72926	0.08288	8.97	0.000
AB test	z	Prob > z		
m1	-1.6738	0.0942		
m2	1.7839	0.0744		
Sargan test	chi2 (68) = 69.14905			
	Prob > chi2 = 0.4384			

Pada tabel 4.6 menunjukkan bahwa metode panel dinamis pendekatan GMM telah memenuhi kriteria model terbaik secara statistik dengan konsisten, validitas instrumen dan bias sama dengan FEM. Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond System (AB-SYS) dengan nilai statistik m1 sebesar -1.6738 dan nilai probabilitas sebesar 0.0942 tidak signifikan. Sedangkan Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m2 sebesar 1.7839 dan nilai probabilitas sebesar 0.0744 tidak signifikan. Kriteria kesempurnaan model dinamis dilihat dari *sargan test* dengan nilai statistik 69.15 dan probabilitas 0.438 tidak signifikan pada taraf nyata 5%. Hal tersebut menunjukkan tidak ada korelasi antar *residual* sehingga dapat dikatakan tidak ada masalah dengan validitas instrumen. Asumsi tidak bias terpenuhi karena nilai estimasi koefisien variabel Sukuk L1. diantara nilai estimasi FEM dan PLS.

Secara parsial dengan metode SYS-GMM variabel makroekonomi dan *institutional quality*, hanya *lag* dari variabel sukuk (Sukuk L1.) yang berpengaruh signifikan terhadap sukuk dengan *p-value* < 5% ($0.000 < 0.05$), tetapi variabel bebas lainnya yaitu GDPC, FER, INF, TOP, IP, COC, LO, DA, dan BQ berpengaruh tidak signifikan terhadap sukuk dengan *p-value* masing-masing lebih besar dari 0.05.

Tabel 4.6. SYS-GMM model 3

Sukuk	Estimated coefficients	Standard Error	z	p-value
Sukuk L1.	0.77762	0.06417	11.36	0.000
GDPC	0.49693	0.28455	1.75	0.081

FER	0.32805	1.24367	0.26	0.792
INF	-217.08510	202.66510	-1.07	0.284
TOP	167.77470	67.47431	2.49	0.013
IP	-523.33680	1420.96700	-0.37	0.713
COC	1370.54600	2589.82500	0.53	0.597
LO	13349.61000	6909.43000	1.93	0.053
DA	1495.93500	2027.70500	0.74	0.461
BQ	-2920.13700	6454.49300	-0.45	0.651
Konstanta	-76389.77000	30234.78000	-2.53	0.012
PLS				
Sukuk L1.	0.80409	0.07384	10.89	0.000
Fixed Effect				
Sukuk L1.	0.72926	0.08288	8.97	0.000
AB test	z	Prob > z		
m1	-1.6564	0.0976		
m2	1.8234	0.0683		
Sargan test				
chi2 (84) = 89.66806				
Prob > chi2 = 0.3160				

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

BAB V

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

A. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

1. GDPC Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel GDP perkapita berpengaruh tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 1 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (p -value 0.181), yang mana p -value lebih dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan GDP perkapita berpengaruh pada peningkatan pasar sukuk meski tidak signifikan.

GDP perkapita secara teori diartikan sebagai adanya perkembangan faktor produksi perseorangan secara terus menerus dan berdampak kepada kesejahteraan manusia. Bukan hanya itu, GDP juga dapat dimaknai sebagai keseluruhan kegiatan produksi yang fokus pada keadilan distribusi. Tingginya GDP perkapita akan mempengaruhi tingkat investasi seseorang. Sebagaimana hasil penelitian Bolgorian¹²⁴, Cherif dan Gazdar¹²⁵, Garcia dan Liu¹²⁶, Yartey¹²⁷ yang menunjukkan bahwa GDP perkapita merupakan bagian dari makro ekonomi yang memiliki peran dalam perkembangan pasar obligasi. Hasil penelitian tersebut selaras dengan temuan penelitian milik Said¹²⁸, Smaoui¹²⁹,

¹²⁴ Meysam, "Corruption and Stock Market Development: A Quantitative Approach."

¹²⁵ Cherif and Gazdar, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region : New Results from a Panel Data Analysis."

¹²⁶ Garcia and Liu, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development."

¹²⁷ Andrianaivo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets, IMF Working Paper*.

¹²⁸ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

¹²⁹ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

Mirza¹³⁰, Basyariah¹³¹ yang menunjukkan bahwa GDP perkapita memiliki pengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk.

Ditinjau dari investasi, pada saat pendapatan perkapita tinggi akan mempengaruhi konsumsi dan investasi masyarakat. Pendapatan per kapita meningkat mempengaruhi peningkatan daya beli masyarakat. Disisi lain, pada saat pendapatan perkapita tinggi maka kemampuan masyarakat untuk berinvestasi juga tinggi karena sudah terpenuhinya konsumsi masyarakat. Kecenderungan perilaku masyarakat di atas akan mempengaruhi peluang peningkatan permintaan investasi pada sukuk karena perekonomian tumbuh pesat. Selain itu, kondisi pendapatan perkapita tinggi menandakan bahwa suatu negara memiliki kapitalisasi pasar sukuk yang besar sehingga kondisi pasar tersebut aktif dan likuid. Ketika kondisi pasar likuid akan menyebabkan harga sukuk cenderung stabil dan investor lebih memilih untuk tidak menjualnya. Kondisi pasar yang demikian akan diminati oleh para investor. Oleh karenanya, kondisi pendapatan perkapita suatu negara harus dijaga selalu tumbuh positif agar mampu mempengaruhi kepercayaan para investor/calon investor untuk berinvestasi sukuk.

Namun jika ditinjau dari sudut pandang emiten baik itu negara atau korporasi justru berbanding terbalik dari pemaparan di atas. Sebagaimana hasil kajian empiris Muharram¹³², GDP perkapita justru berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar sukuk. Artinya, pada saat kondisi pertumbuhan ekonomi positif maka menandakan meningkatnya kemampuan pemerintah dalam membiayai kebutuhannya (anggaran surplus) dan pembiayaan investasi sehingga dapat menurunkan penawaran sukuk. Berbeda lagi ketika kondisi pertumbuhan ekonomi turun maka pemerintah kecenderungannya akan menerapkan kebijakan anggaran defisit. Kondisi tersebut akan mempengaruhi

¹³⁰ Mirza and Sultana, "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development: An Empirical Analysis."

¹³¹ Basyariah, Kusuma, and Qizam, "Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach."

¹³² Muharram, Anwar, and Robiyanto, "Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth and Trade Openess (The Case of Indonesia and Malaysia)."

bertambahnya penawaran sukuk atau kurva penawaran sukuk bergeser ke kanan. Sama halnya bagi pihak korporasi, kondisi pertumbuhan ekonomi positif menandakan konsumsi rumah tangga tinggi yang menyebabkan permintaan tinggi. Permintaan yang tinggi berpengaruh pada peningkatan produksi perusahaan. Produksi tinggi mengarah pada keuntungan yang besar (aktiva bersih). Pada akhirnya, ketika pendapatan perkapita meningkat akan diikuti oleh peningkatan keuntungan dan aktiva bersih perusahaan. Hal tersebut memberikan opsi pada perusahaan untuk mengurangi jumlah sukuk yang diterbitkan.

Perbedaan temuan ini disebabkan beberapa hal antara lain: 1) penelitian yang dilakukan oleh Muharram menggunakan data time series, sedangkan penelitian ini menggunakan data panel; (2) faktor teknikal negara yang berbeda homogen karena hanya di satu negara (Malaysia) sedangkan penelitian ini pada 5 negara (Malaysia, UEA, Saudi Arabia, Indonesia dan Bahrain); (3) periodisasi penelitian juga berbeda dengan penelitian ini.

2. Inflasi Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian model 1 menunjukkan bahwa variabel inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 2 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (*p-value* 0.508), yang mana *p-value* lebih dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan inflasi berpengaruh negatif pada peningkatan pasar sukuk meski tidak signifikan.

Hasil tersebut sejalan dengan temuan Cupian *et al.*¹³³, Utami *et al.*¹³⁴ bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar sukuk. Namun

¹³³ Cupian, Muasia, and Putri, "The Influence of Macroeconomics Indicators to The Growth of Sukuk in Indonesia."

¹³⁴ Utami, Kismawadi, and Eliza, "Pengaruh Inflasi, Sertifikat Bank Indonesia Syariah Dan Nilai Tukar Terhadap Perkembangan Sukuk Di Indonesia."

berbeda dengan penelitian Zanudin *et al.*¹³⁵, Nafisah *et al.*¹³⁶, Jaafar *et al.*¹³⁷ yang memiliki pengaruh positif. Adapun hasil kajian dari Grassa dan Gazdar¹³⁸ dan Mirza dan Sultana¹³⁹ tidak ada pengaruh inflasi terhadap perkembangan pasar sukuk.

Dari sisi masyarakat sebagai investor/calon investor ketika inflasi tinggi akan menurunkan permintaan terhadap sukuk. Dampak inflasi terhadap investor dapat menurunkan pendapatan riil masyarakat terutama masyarakat berpendapatan tetap. Kecenderungannya kenaikan upah tidak secepat kenaikan harga barang dan jasa. Kondisi inflasi menyebabkan menurunnya upah riil masyarakat. Penerima pendapatan tetap menghadapi kemerosotan dalam nilai riil pendapatannya dan pemilik kekayaan bersifat keuangan mengalami penurunan dalam nilai riil kekayaannya. Akan tetapi pemilik harta tetap dan pengusaha yang tidak mengandalkan pendapatan tetap, justru dapat mempertahankan atau menambah nilai riil kekayaan ketika terjadi inflasi. Dengan demikian, inflasi menyebabkan distribusi pendapatan semakin tidak merata antara golongan pendapatan tetap dengan pemilik harta tetap dan pengusaha. Lebih lanjut, inflasi dapat mengurangi nilai kekayaan uang yang beredar dimasyarakat, hal ini dikarenakan nilai nominal yang dibutuhkan untuk membeli satu unit barang atau jasa menjadi lebih mahal. Sukuk memiliki sifat pendapatan yang tetap, investor menanggung risiko dari inflasi dapat lebih tinggi daripada imbal hasilnya, sehingga menyebabkan menyusutnya nilai riil investasi. Pada akhirnya, semakin tingginya tingkat inflasi menyebabkan

¹³⁵ Zanudin *et al.*, “Determinant of Sukuk Market Development (2009-2018).”

¹³⁶ Nafisah *et al.*, “The Determinants of Sovereign Sukuk Issuance from Organization of Islamic Cooperation Members.”

¹³⁷ Mohamad Nizam Jaafar *et al.*, “The Determinants of Sukuk Issuance: Evidence from Top Sukuk Issuing Countries,” *Asia-Pacific Management Accounting Journal* 16, no. 1 (2021).

¹³⁸ Rihab Grassa and Kaouthar Gazdar, “The Determinants of the Development of the Sukuk Market in GCC Countries,” in *International Conference On Islamic Capital Markets* (Indonesia: Bapepam-LK and IRTI-IDB, 2012).

¹³⁹ Mirza and Sultana, “Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development: An Empirical Analysis.”

menurunnya permintaan investasi karena imbal hasilnya lebih rendah dibawah inflasi.

Dari sisi penerbit baik itu negara atau korporasi, ketika kondisi inflasi menyebabkan penurunan penerbitan sukuk. Dampak inflasi terhadap korporasi selaku produsen adalah penurunan *output* produksi yang disebabkan oleh kenaikan harga dan tingginya tingkat bunga. Kemudian efek inflasi terhadap *output* dengan asumsi *output* barang dan jasa yang diproduksi adalah tetap sedangkan inflasi meningkat, maka hal tersebut menyebabkan (1) kenaikan jumlah produksi dimana kenaikan upah pekerja didahului kenaikan harga barang dan jasa; (2) Laju inflasi yang tinggi menyebabkan turunnya jumlah produksi karena nilai uang riil turun dan nilai *opportunity cost* menjadi besar. Kondisi inflasi dapat menurunkan permintaan barang dan jasa dan kenaikan upah pekerja sehingga menurunkan keuntungan dan peningkatan beban operasional perusahaan. Bagi perusahaan penerbit sukuk hal ini dapat menurunkan kemampuan untuk memperoleh pendanaan dari sukuk, karena ketika inflasi meningkat ekspektasi imbal hasil yang diinginkan oleh investor juga meningkat, sehingga *cost of fund* penerbitan sukuk korporasi menjadi lebih mahal dan kurang diminati oleh korporasi.

Dampak inflasi terhadap negara akan menyebabkan defisit anggaran. Dari sisi penawaran (penerbitan sukuk) penyusunan anggaran didasarkan pada harga pada saat itu dalam perjalanan tahun anggaran dan tidak dapat dijamin ketepatannya. Dengan kata lain, standar harga lebih banyak naik dan jarang mengalami penurunan. Adanya kenaikan harga berpengaruh pada peningkatan biaya pembangunan progam, sedangkan anggaran negara masih tetap. Hal ini berdampak pada menurunnya kuantitas dan kualitas program, sehingga anggaran negara perlu direvisi. Akibatnya, negara terpaksa mengeluarkan dana dalam menambah standar harga. Kondisi yang demikian berpengaruh pada kemampuan negara untuk mengelola perolehan pembiayaan dari instrumen sukuk.

3. Kurs terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel kurs berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 3 penelitian diterima. Hasil regresi data panel dinamis AB GMM (*estimated coefficient* -124.6) dan SYS GMM (*estimated coefficient* -168.18) yang artinya berpengaruh negatif, dengan signifikansi lemah AB GMM (*p-value* 0.558) dan SYS GMM (*p-value* 0.3) kedua *p-value* lebih dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan kurs akan diikuti dengan penurunan perkembangan pasar sukuk meski tidak signifikan.

Senada dengan hasil diatas bahwa penelitian dari Bhattacharyay¹⁴⁰, Adelegan dan Radzewicz-bak¹⁴¹, Mu *et al.*¹⁴² menemukan pengaruh negatif nilai tukar terhadap pengembangan pasar obligasi. Hasil kajian Al-raeai *et al.*¹⁴³, Ahmad dan Radzi¹⁴⁴ menunjukkan bahwa nilai tukar memiliki dampak negatif terhadap perkembangan pasar sukuk. Berbeda dengan hasil diatas, kajian dari Nafisah *et al.*¹⁴⁵, Basyariah *et al.*¹⁴⁶, Utami *et al.*¹⁴⁷, Jamel¹⁴⁸ bahwa kurs berpengaruh secara positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Pada saat nilai tukar mengalami peningkatan diiringi pula pada perkembangan pasar sukuk. Sebaliknya, Smaoui dan Khawaja¹⁴⁹ menemukan bahwa tidak ada hubungan

¹⁴⁰ Bhattacharyay, "Determinants of Bond Market Development in Asia."

¹⁴¹ Adelegan and Radzewicz-Bak, *What Determines Bond Market Development in Sub-Saharan Africa?*

¹⁴² Mu, Phelps, and Stotsky, "Bond Markets in Africa."

¹⁴³ Al-raeai, Zainol, and Abdul Rahim, "The Influence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries: A Panel Data Analysis."

¹⁴⁴ Wahida Ahmad and Radzi, "Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market."

¹⁴⁵ Nafisah *et al.*, "The Determinants of Sovereign Sukuk Issuance from Organization of Islamic Cooperation Members."

¹⁴⁶ Basyariah, Kusuma, and Qizam, "Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach."

¹⁴⁷ Utami, Kismawadi, and Eliza, "Pengaruh Inflasi, Sertifikat Bank Indonesia Syariah Dan Nilai Tukar Terhadap Perkembangan Sukuk Di Indonesia."

¹⁴⁸ Boukhatem, "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach."

¹⁴⁹ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

yang signifikan antara volatilitas perubahan dalam nilai tukar dan pertumbuhan pasar sukuk.

Nilai tukar yang fluktuatif akan menimbulkan risiko. Fluktuasi nilai tukar yang lebih tinggi mengarah pada risiko yang lebih tinggi. Peningkatan risiko nilai tukar karena depresiasi terhadap USD yang berdampak pada arus kas perusahaan. Depresiasi nilai tukar mata uang negara terhadap USD dapat memberikan sinyal negatif bagi pelaku pasar karena akan ada kekhawatiran investor pada investasi mereka. Depresiasi nilai tukar mata uang negara dapat menurunkan impor bahan baku luar negeri, sehingga mengakibatkan kenaikan biaya produksi dan berdampak pada kenaikan harga barang. Selain itu, depresiasi mata uang negara akan mempengaruhi posisi keuangan perusahaan terutama pada akun transaksi terutang. Kemudian, risiko tentang nilai tukar USD muncul karena pembayaran sukuk tercatat dalam mata uang asing. Oleh karenanya, perubahan kurs USD menyebabkan perubahan *return* sukuk, yang pada gilirannya akan mempengaruhi volume penerbitan sukuk. Volatilitas mata uang yang tinggi menciptakan ketidakpastian nilai riil sukuk maka akan menghambat perkembangan pasar sukuk.

4. Perdagangan Terbuka terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel perdagangan terbuka berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 4 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (*p-value* 0.019), yang mana *p-value* kurang dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan perdagangan terbuka berpengaruh pada peningkatan pasar sukuk secara signifikan.

Perdagangan terbuka menunjukkan tingkat di mana negara atau ekonomi melakukan perdagangan dengan negara atau ekonomi lain¹⁵⁰. Variabel perdagangan terbuka telah digunakan secara signifikan dalam sejumlah studi

¹⁵⁰ Zhang, Zhu, and Lu, "Trade Openness, Financial Openness, and Financial Development in China."

(Rajan dan Zingales¹⁵¹; Eichengreen and Luengnaruemitchai¹⁵²; Bhattacharyay¹⁵³). Studi ini menemukan pengaruh positif dari perdagangan terbuka terhadap pengembangan pasar obligasi di pasar negara maju dan Asia. Hal ini sejalan dengan hasil kajian oleh Grassa dan Gazdar¹⁵⁴, Said dan Grassa¹⁵⁵, Smaoui dan Khawaja¹⁵⁶, Al-raeai *et al.*¹⁵⁷, Muharram *et al.*¹⁵⁸, Zanudin *et al.*¹⁵⁹, Mirza dan Sultana¹⁶⁰ bahwa perdagangan terbuka berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Hasil kajian berbeda ditemukan oleh Utami dan Irawati¹⁶¹ yang menunjukkan bahwa perdagangan terbuka tidak berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk.

Perusahaan dalam perekonomian terbuka membutuhkan lebih banyak sumber modal untuk tetap kompetitif. Semakin tinggi tingkat keterbukaan ekonomi, semakin mudah untuk mendapatkan akses pendanaan eksternal dari investor asing. Keterbukaan ekonomi dapat memberikan peluang untuk mengekspor barang yang faktor produksinya menggunakan sumber daya berlimpah dan mengimpor barang yang faktor produksinya langka atau mahal jika diproduksi di dalam negeri. Disisi lain, keterbukaan ekonomi dapat mempengaruhi kenaikan fiskal pemerintah. Pengeluaran pemerintah dapat mendorong produksi dengan meningkatkan subsidi kepada produsen. Semakin besar pengeluaran pemerintah akan menimbulkan *multiplier effect* terhadap

¹⁵¹ Sukirno, *Pengantar Teori Makro Ekonomi*.

¹⁵² Eichengreen, B. Luengnaruemitchai, *Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?*

¹⁵³ Bhattacharyay, "Determinants of Bond Market Development in Asia."

¹⁵⁴ Grassa and Gazdar, "The Determinants of the Development of the Sukuk Market in GCC Countries."

¹⁵⁵ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

¹⁵⁶ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

¹⁵⁷ Al-raeai, Zainol, and Abdul Rahim, "The Influence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries: A Panel Data Analysis."

¹⁵⁸ Muharram, Anwar, and Robiyanto, "Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth and Trade Openness (The Case of Indonesia and Malaysia)."

¹⁵⁹ Zanudin *et al.*, "Determinant of Sukuk Market Development (2009-2018)."

¹⁶⁰ Mirza and Sultana, "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development: An Empirical Analysis."

¹⁶¹ Datien Eriska Utami and Zulfa Irawati, "The Role of the Financial and Macroeconomy Industry on the Development of the Sukuk (Sharia Compliant Bonds) Market: The Case of Indonesia," *Academic Journal of Interdisciplinary Studies* 10, no. 4 (2021).

perekonomian yang akan memberikan manfaat yang besar terhadap perekonomian. Kondisi sebagaimana penjelasan di atas mampu mempengaruhi peningkatan penerbitan sukuk sebagai pendanaan negara karena pengeluarannya dan pendanaan ekspor impor bagi pihak korporasi.

Pasar sukuk akan mampu melakukan ekspansi dengan baik ditempat yang lebih terbuka, akan tetapi bank sebagai sumber keuangan yang mendominasi biasanya menginginkan untuk melindungi pengaruh mereka di pasar dengan membatasi pengembangan pasar surat berharga ke pasar luar negeri. Oleh karenanya, setiap emiten (*issuer*) sukuk diharapkan untuk selalu memberikan *return* yang lebih baik dan meminimalisir risiko agar dapat memenangkan pasar dari pihak bank yang mendominasi. Kemudian setiap negara untuk lebih aktif menerapkan perdagangan terbuka agar volume ekspor dan impor lebih besar sehingga akan diikuti oleh peningkatan investasi sukuk.

B. Pengaruh Kualitas Kelembagaan Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

1. Pengaruh *Investment Profile* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *investment profile* berpengaruh tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 5 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (*p-value* 0.317), yang mana *p-value* lebih dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan *investment profile* berpengaruh pada peningkatan pasar sukuk meski tidak signifikan.

Sebagaimana penelitian Rafat dan Farahani bahwa profil investasi mempunyai pengaruh terhadap FDI.¹⁶² Begitu juga hasil dari Law and Habibullah, bahwa kualitas kelembagaan (profil investasi) secara statistik signifikan sebagai penentu perkembangan sektor perbankan dan

¹⁶² Monireh Rafat and Maryam Farahani, "The Country Risks and Foreign Direct Investment (FDI)," *Iranian Economic Review* 23, no. 1 (2019).

pengembangan pasar modal.¹⁶³ Gazdar dan Cherif¹⁶⁴, menunjukkan bahwa profil investasi berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar saham. Sun dan Liu bahwa investasi berpengaruh terhadap volatilitas pasar saham.¹⁶⁵ Hal ini seirama dengan temuan Smaoui dan Khawaja bahwa profil investasi berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk.¹⁶⁶

Investment Profile diartikan sebagai penilaian pada faktor-faktor yang mempengaruhi risiko dalam investasi. Profil investasi (profil risiko) digunakan investor/calon investor sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Semakin mengenal profil risiko yang dimiliki, maka semakin baik pula keputusan investasinya.¹⁶⁷ Profil investasi dapat membantu investor/calon investor dalam memilih produk investasi salah satunya investasi sukuk. Tujuan mengetahui profil investasi agar investor memperoleh keuntungan dan tetap bisa melanjutkan investasinya apabila mengalami kerugian (toleransi). Artinya, toleransi terhadap risiko dan tingkat *return* serta lama waktu pengembalian dari sukuk. Investor yang bersikap rasional tentu mengharapkan *return* dengan tingkat risiko yang minimal atau mengharapkan *return* yang tinggi dengan risiko tertentu. Investasi yang dipilih serta besarnya dana untuk berinvestasi sangat dipengaruhi oleh toleransi investor terhadap risiko (toleransi risiko). Islam memandang risiko sebagai *gharar* (ketidakpastian).¹⁶⁸ Menurut Ibnu Qayyim menjelaskan *gharar* merupakan kemungkinan ada dan tidak ada.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

¹⁶³ Law and Habibullah, "The Determinant of Financial Development Institutions, Openness, and Financial Liberalization."

¹⁶⁴ Cherif and Gazdar, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region : New Results from a Panel Data Analysis."

¹⁶⁵ Ming Hong Sun and Hai Tao Liu, "An Exploration of How Political Risk Components Affect the Stock Volatility Considering ICRG and GARCH Model," in *Annual International Conference on Management, Economics and Social Development (ICMESD 2018)*, 2018.

¹⁶⁶ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

¹⁶⁷ Ainun Mardhiyah, "Peranan Analisis Return Dan Risiko Dalam Investasi," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam* 2 (2017).

¹⁶⁸ Evan Hamzah Muchtar, "Muamalah Terlarang: Maysir Dan Gharar," *Jurnal Asy- Syukriyyah* 18 (2017).

Berbagai investasi tidak lepas dari risiko yang harus diterima, *low risk return*, moderat *risk return* dan *high risk return*.¹⁶⁹

Adapun bagi emiten (penerbit) diharapkan selalu berupaya dalam menjaga profil investasi (risiko) sukuk dengan memperhatikan tingkat *return* (pengembalian) dan upaya meminimilasi risiko agar tetap diminati investor. Begitu juga pentingnya emiten (penerbit) untuk menjaga kondisi pengelolaan keuangan yang sehat. Pengelolaan keuangan yang sehat menunjukkan kinerja baik dari emiten sukuk. Kondisi keuangan emiten sukuk yang sehat dapat memberikan sinyal positif bagi investor. Dengan demikian, profil investasi sukuk yang bagus dapat mempengaruhi kepercayaan investor dan diikuti dengan keputusan investasi.

2. Pengaruh *Law and Order* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *law and order* berpengaruh tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 6 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (*p-value* 0.317), yang mana *p-value* lebih dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan *law and order* berpengaruh pada peningkatan pasar sukuk meski tidak signifikan.

Sebagaimana temuan Gazdar dan Cherif bahwa *law and order* berpengaruh terhadap perkembangan sektor perbankan.¹⁷⁰ Sama halnya hasil penelitian Doucouliagos *et al.* dan Yartey¹⁷¹ bahwa *law and order* berpengaruh terhadap perkembangan keuangan dan pasar saham.¹⁷² Begitu juga kajian Smaoui dan Mohsin Khawaja bahwa *law and order* berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk.

¹⁶⁹ Naili Rahmawati, *Manajemen Investasi Syariah* (Mataram: Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Mataram, 2015).

¹⁷⁰ Cherif and Gazdar, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region : New Results from a Panel Data Analysis."

¹⁷¹ Andrianaiwo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets, IMF Working Paper*.

¹⁷² Doucouliagos *et al.*, *What Drives Financial Development? A MetaRegression Analysis*, 2020.

Hukum dan ketertiban salah satu prediktor terbaik kinerja ekonomi suatu negara. Apabila terjadi defisiensi hukum maka akan mendorong tingginya angka korupsi dengan konsekuensi destruktif yang dapat mempengaruhi kepercayaan investor dan berkurangnya minat investasi sukuk. Jika hal itu terjadi, negara akan sulit mendapatkan pendanaan dari sektor sukuk. Peran hukum dalam hal investasi diantaranya adalah perlindungan hak milik investor. Lembaga yang melindungi hak milik memiliki urutan pertama dalam hal investasi.¹⁷³ Pentingnya lembaga yang melindungi hak milik investor sukuk di suatu negara. Kemanan hak milik mempengaruhi besarnya investasi dan efesiensi input yang dialokasikan. Jika dalam suatu negara hak milik tidak terjamin karena tingkat kejahatan yang tinggi, pengambil alihan pemerintah yang tinggi, peraturan yang menindas dan tidak berlakunya hukum maka berdampak pada penurunan produksi serta diikuti penurunan investasi sukuk.

Hukum dan ketertiban yang baik berkontribusi positif terhadap tingkat pengembalian sukuk. Artinya, penegakan hukum dan ketertiban dapat meningkatkan pengembalian pasar sukuk dengan meningkatkan transparansi dan menurunkan ketidakpastian. Investor membutuhkan adanya kepastian hukum dalam menjalankan usaha, dalam artian investor butuh satu ukuran yang dapat menjadi pegangan dalam kegiatan investasi. Sementara itu, keputusan investasi pada instrumen sukuk tidak hanya didasarkan pada faktor-faktor nyata, tetapi juga didasarkan pada faktor-faktor yang dirasakan pada saat yang sama. Secara alami, investor domestik maupun asing akan lari ke negara dan sektor yang menawarkan risiko rendah dan tingkat pengembalian yang tinggi. Begitu juga investasi sukuk secara alami mengalir ke negara-negara yang dilindungi undang-undang, baik secara teori maupun praktik, dan semua pelaku ekonomi tunduk pada aturan yang sama tanpa memikirkan siapapun (tebang pilih).

¹⁷³ Leming Lina et al., "Property Rights Institutions, Foreign Investment, and the Valuation of Multinational Firms," *Journal of Financial Economic* 1 (2019).

3. Pengaruh *Control of Corruption* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *control of corruption* berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 7 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (*p-value* 0.034), yang mana *p-value* kurang dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan *control of corruption* berpengaruh pada peningkatan pasar sukuk secara signifikan.

Temuan Bayraktar juga menunjukkan bahwa korupsi memiliki pengaruh terhadap perkembangan pasar saham¹⁷⁴. Sama halnya penelitian Gazdar dan Cherif bahwa *control of corruption* berpengaruh terhadap perkembangan sektor keuangan.¹⁷⁵ Temuan Said dan Grassa¹⁷⁶, Smaoui dan Khawaja¹⁷⁷, Mirza dan Sultana¹⁷⁸, Basyariah *et al.*¹⁷⁹ juga menunjukkan adanya pengaruh *control of corruption* terhadap perkembangan pasar sukuk.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

¹⁷⁴ Nihal Bayraktar, "Measuring Relative Development Level of Stock Markets: Capacity and Effort of Countries," *Borsa Istanbul Review* 14, no. 2 (2014).

¹⁷⁵ Cherif and Gazdar, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region : New Results from a Panel Data Analysis."

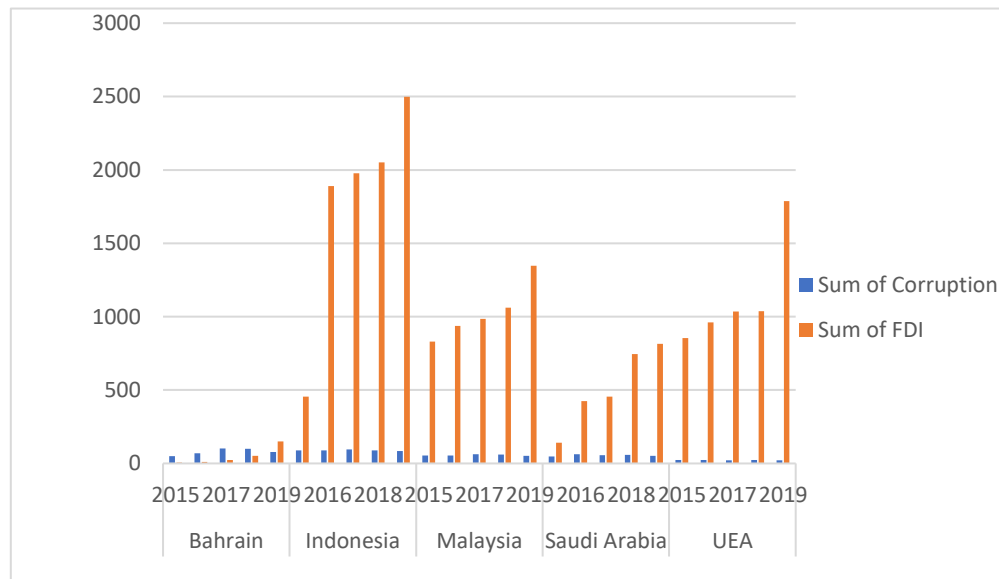
¹⁷⁶ Said and Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?"

¹⁷⁷ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

¹⁷⁸ Mirza and Sultana, "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development: An Empirical Analysis."

¹⁷⁹ Basyariah, Kusuma, and Qizam, "Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach."

Gambar 5. 1 Peringkat Korupsi (2019) dan FDI (2015-2019)



Sumber: *Corruption Perception Index* dan *World Bank*

Berdasarkan gambar 5.1, perankingan korupsi berbanding lurus dengan peningkatan *Foreign Direct Investment* (FDI) di kelima negara. Artinya, ketika negara semakin tinggi memperoleh ranking korupsi (bersih) maka semakin tinggi tingkat FDI. Hal ini ditunjukkan dengan ranking korupsi per tahun 2019 dari kelima negara tersebut adalah pertama UEA diperingkat 21, kedua Arab Saudi dan Malaysia diperingkat 51, ketiga Bahrain diperingkat 77 dan keempat Indonesia diperingkat 85. Adapun rata-rata FDI tahun 2015-2019 dari kelima negara kecenderungannya mengalami peningkatan. Temuan ini mendukung hasil penelitian, yang mana kontrol korupsi mampu meningkatkan pertumbuhan pasar sukuk.

Kualitas lembaga negara dapat dilihat dari tingkat korupsi.¹⁸⁰ Bank Dunia telah mengidentifikasi korupsi sebagai salah satu hambatan terbesar bagi pembangunan ekonomi dan sosial karena merusak pembangunan dengan mendistorsi supremasi hukum dan melemahnya fondasi kelembagaan di mana

¹⁸⁰ N. Gregory Mankiw, *Principles of Economics*, 3rd ed. (Thomson South-Western: Harvard, 2004).

pertumbuhan ekonomi bergantung.¹⁸¹ Lingkungan bisnis di mana korupsi merajalela menciptakan situasi pada pengembalian investasi sulit diprediksi. Situasi ini berdampak pada menurunnya pengembalian yang diharapkan dikarenakan peningkatan biaya berurusan dengan pejabat korup. Investor akan menghindari risiko tersebut dan menarik diri dari keputusan investasi pada negara-negara yang memiliki risiko korupsi tinggi. Kemudian, korupsi membebankan biaya yang signifikan pada ekonomi. Suap tidak seperti pajak, karena terdapat distorsi tak terduga dalam diskresi dan penggunaan kekuasaan pemerintah yang tidak pasti. Tindakan suap menghasilkan biaya tambahan untuk bisnis, disamping itu sumber daya yang dialokasikan merupakan kegiatan yang tidak produktif dan distorsi kebijakan sehingga menimbulkan masalah yang signifikan.

Namun terdapat pandangan yang kontra dari hasil temuan bahwa korupsi bisa jadi menguntungkan ketika birokrasi suatu negara tidak tertata dengan baik. Artinya, korupsi sebenarnya bisa meningkatkan efisiensi sebagai ganti biaya proses birokrasi yang lama atau berbelit.¹⁸² Argumen lain menyatakan korupsi memungkinkan penawaran dan permintaan bekerja secara efisien karena dibawah penawaran kompetitif. Hal yang dimaksud yaitu dalam memperoleh kontrak pemerintah maka perusahaan yang paling efisien dapat menawarkan suap tertinggi kemudian kontrak akan jatuh ke perusahaan dengan biaya terendah.¹⁸³ Bardhan juga berpendapat bahwa jika peraturan negara terlalu kaku dan birokrasi tidak efisien maka suap dapat meningkatkan efisiensi birokrasi dengan percepatan proses pengambilan keputusan.¹⁸⁴

Pandangan peneliti tentang korupsi dapat menguntungkan sebagaimana penjelasan di atas tetap tidak bisa dibenarkan. Artinya, korupsi merupakan

¹⁸¹ World Bank, *Why Is Corruption So Much More Taxing than Tax? Arbitrariness Kills*, 1997.

¹⁸² Francis T. Lui, "An Equilibrium Queuing Model of Bribery," *Journal of Political Economy*, no. 93 (1985).

¹⁸³ Paul J. Beck and Michael W. Maher, "A Comparison of Bribery and Bidding in Thin Markets," *Economics Letters* 20 (1986).

¹⁸⁴ Pranab Bardhan, "Corruption and Development: A Review of the Issues," *Journal of Economic Literature* 35 (1997).

tindakan yang berpengaruh secara negatif dalam bisnis. Tindakan korupsi dapat menguntungkan bagi perusahaan hanya dalam jangka pendek. Semakin lama korupsi dilakukan maka semakin besar lingkaran suap yang akan dibentuk. Pada akhirnya korupsi akan mempengaruhi biaya produksi perusahaan. Biaya produksi yang tinggi tentu tidak diinginkan bagi investor, karena mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

Korupsi juga memiliki pengaruh negatif terhadap *return on sukuk* karena tidak hanya meningkatkan biaya produksi akan tetapi juga menciptakan ketidakpastian dan risiko dari sisi permintaan. Faktor ini yang menekan keuntungan perusahaan dan menurunkan pengembalian sukuk. Selain itu, terciptanya erosi kepercayaan bagi investor dan merugikan bagi penerbit (emiten). Korupsi dapat dipandang sebagai beban kekayaan suatu negara dan menghambat investasi serta menciptakan ketidakpastian. Oleh karena itu, kontrol korupsi di setiap negara harus baik. Bagaimanapun korupsi harus ditiadakan agar berbagai aspek kehidupan dapat berjalan dengan baik khususnya berdampak pada peningkatan investasi sukuk.

4. Pengaruh *Bureaucratic Quality* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *bureaucratic quality* berpengaruh tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 8 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (*p-value* 0.127), yang mana *p-value* lebih dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan *bureaucratic quality* berpengaruh pada peningkatan pasar sukuk meski tidak signifikan.

Senada dengan hasil di atas, temuan Adeel *et al.* menunjukkan bahwa kualitas birokrasi memainkan peran penting dalam menarik arus masuk FDI.¹⁸⁵

¹⁸⁵ Adeel Ahmad Dar, Taj Muhammad, and M. Wasif Siddiqi, "Bureaucratic Quality And FDI Inflows Nexus: A South Asian Perspective," *Romanian Journal of Economic Forecasting* 23, no. 3 (2020).

Sama halnya temuan Yartey¹⁸⁶, Aduda *et al.*¹⁸⁷, Nihal Bairaktar¹⁸⁸ dan Fagbemi *et al.*¹⁸⁹ bahwa kualitas birokrasi sebagai penentu pengembangan pasar saham. Begitu juga temuan Smaoui dan Khawaja yang menunjukkan adanya pengaruh kualitas birokrasi terhadap perkembangan pasar sukuk.¹⁹⁰

Kualitas birokrasi dimaknai penilaian terhadap kekuatan kelembagaan dan birokrasi. Menurut Islam, fungsi dan kebijakan pemerintah harus menitikberatkan pada kemaslahatan umat.¹⁹¹ Sistem pemerintahan birokrasi harus mampu memberikan pelayanan kepada seluruh masyarakat. Sistem birokrasi dalam sebuah negara tidak bisa dipisahkan dengan agama. Artinya, dengan agama seseorang akan bekerja dengan penuh amanah, tanggung jawab, dan merasa selalu diawasi. Oleh karenanya, Islam secara tegas menolak pemisahan urusan agama dengan negara (pemerintahan).

Pentingnya bagi setiap negara untuk menciptakan sistem birokrasi yang efisien, terutama negara berkembang. Sebuah efisiensi sistem birokrasi sama dengan memperbaiki iklim bisnis menjadi lebih baik karena dapat mempersingkat proses atau menurunkan peluang korupsi. Hal ini bisa memberikan sebagai sinyal positif bagi investor. Pemerintah sebagai regulator tentu harus menciptakan regulasi yang tepat untuk melindungi semua pelaku ekonomi. Regulasi yang lemah salah satu sumber kekhawatiran bagi investor untuk melakukan diversifikasi di pasar sukuk karena menciptakan ketidakpastian. Regulasi pasar sukuk yang sehat dan efektif merupakan prasyarat pengembangan pasar sukuk. Sebagai salah satu contohnya dengan

¹⁸⁶ Andrianaivo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets*, IMF Working Paper.

¹⁸⁷ Josiah Aduda, Jacinta Mwelu Masila, and Erick Nyakundi Onsongo, "The Determinants of Stock Market Development: The Case for the Nairobi Stock Exchange," *International Journal of Humanities and Social Science* 9, no. 2 (2012).

¹⁸⁸ Bayraktar, "Measuring Relative Development Level of Stock Markets: Capacity and Effort of Countries."

¹⁸⁹ Fisayo Fagbemi, Opeoluwa Adeniyi Adeosun, and Kehinde Mary Bello, "Stock Market Development: A Reflection of Governance Regulatory Framework in Nigeria," *Journal of Capital Markets Studies* 6, no. 1 (2022).

¹⁹⁰ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development."

¹⁹¹ Abu Abdul Fattah Ali Ben Haj and Muhammad Iqbal, *Negara Ideal Menurut Islam* (Jakarta: Ladang Pustaka & Intimedia, 2002).

regulasi atau peraturan setiap emiten untuk melaporkan keuangannya dengan prinsip transparansi yang mana hal ini akan meningkatkan kepercayaan investor.

Sementara itu, pembangunan institusi yang berkualitas, iklim politik yang stabil dan penegakan regulasi yang berkualitas dapat menarik lebih banyak investasi asing. Terdapat hubungan kualitas birokrasi dengan pasar sukuk. Perlunya kualitas birokrasi yang baik dan peraturan yang luas bagi pelaku ekonomi untuk mengatur jalannya perekonomian. Ketika peraturan keuangan lemah dan tidak efektif, sukuk yang dipegang investor mungkin tampak kurang terlindungi dan dapat menyebabkan erosi kepercayaan, pelarian modal, dan penjualan sukuk. Jika pemerintah dan lembaga terkait lainnya memainkan peran mereka secara efektif, maka dapat memfasilitasi operasi pasar sukuk yang efisien melalui mitigasi penyalahgunaan pasar.

Kualitas birokrasi yang baik mampu mempromosikan pasar sukuk dalam berbagai aspek dengan sendirinya dan mendorong kegiatan ekonomi kemudian diikuti dengan banyak munculnya peluang investasi. Salah satu bentuk wujud kualitas birokrasi yaitu adanya regulasi yang tepat. Penyusunan dan penegakan regulasi mampu mengurangi isu (informasi asimetris) yang dapat merugikan pemegang sukuk. Kepercayaan investor pada pasar sukuk dapat dipulihkan melalui penyediaan regulasi yang memadai dan kuat yang dapat menghilangkan pemanfaatan informasi orang dalam dan manipulasi pasar.

Kemudian regulasi keterbukaan informasi di pasar sukuk menjadi faktor penting bagi kepercayaan investor. Ketiadaan undang-undang pada pasar sukuk dapat menimbulkan ketakutan di benak investor. Pasar sukuk tidak bisa dibiarkan begitu saja mengikuti kekuatan pasar. Maka ketidakmampuan perusahaan untuk mengungkapkan informasi pribadi tentang operasi mereka dapat mengirimkan sinyal buruk baik kepada investor yang ada maupun calon investor sukuk.

5. Pengaruh *Democratic Accountability* Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *democratic accountability* berpengaruh tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Dengan demikian, hipotesis 9 penelitian diterima. Dapat dilihat dari hasil regresi data panel dinamis SYS GMM (*p-value* 0.598), yang mana *p-value* lebih dari 0,05. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan *democratic accountability* berpengaruh pada peningkatan pasar sukuk meski tidak signifikan.

Hasil di atas sejalan dengan temuan Yartey¹⁹² dan Azizi *et al.*¹⁹³ bahwa demokrasi yang tinggi berpengaruh terhadap perkembangan keuangan. Begitu juga hasil kajian Laksmi dan Nihal, demokrasi berpengaruh terhadap perkembangan pasar saham.¹⁹⁴ Menurut Mitchell, kebebasan ekonomi yang lebih tinggi, rendahnya risiko bisnis di suatu negara, dan lingkungan bisnis yang lebih stabil, yang dapat menarik lebih banyak investasi¹⁹⁵.

Namun terdapat juga hasil kontra dengan penelitian di atas bahwa perusahaan yang berada di dalam negara penganut demokrasi maka investasinya lebih sedikit dibandingkan dengan negara penganut otokrasi, karena perusahaan yang beroperasi di negara otokrasi lebih mudah dan banyak mendapatkan posisi monopolistik atau dukungan negara.¹⁹⁶ Begitu juga hasil kajian empiris Barro¹⁹⁷ dan Yared¹⁹⁸ bahwa besar kecilnya investasi dipengaruhi oleh kondisi perekonomian seperti halnya GDP, inflasi, pasar bebas sedangkan pengaruh dari demokrasi sangat minim. Hasil yang sama

¹⁹² Andrianaivo and Yartey, *Understanding the Growth of African Financial Markets*, IMF Working Paper.

¹⁹³ Azizi, Barari, and Kacho, "The Impact of Institutional Quality on Financial Development (Case Study: Eurasian Developing Countries)."

¹⁹⁴ Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries

¹⁹⁵ Q. Li, E. Owen, and A. Mitchell, "Why Do Democracies Attract More or Less Foreign Direct Investment? A Metaregression Analysis," *International Studies Quarterly* 62, no. 3 (2018).

¹⁹⁶ Q. Li and A. Resnick, "Reversal of Fortunes: Democratic Institutions and Foreign Direct Investment Inflows to Developing Countries," *International Organization* 1, no. 57 (2003).

¹⁹⁷ R. J. Barro, "Democracy and Growth," *Journal of Economic Growth* 1, no. 1 (1996).

¹⁹⁸ D. Acemoglu *et al.*, "Income and Democracy," *American Economic Review* 98, no. 3 (2008).

menunjukkan bahwa penurunan yang signifikan terhadap investasi perusahaan pada negara yang beralih dari non demokrasi ke demokrasi. Pengurangan investasi perusahaan tidak selalu buruk. Demokratisasi mengurangi investasi yang tidak efisien dan meningkatkan kinerja perusahaan, termasuk profitabilitas, penilaian dan pengembalian saham.¹⁹⁹

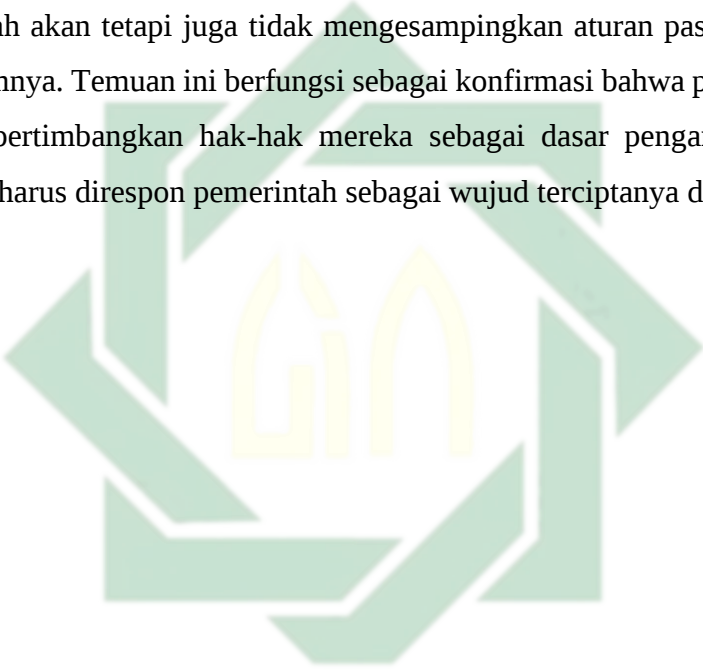
Responsifitas pemerintah kepada rakyatnya dapat diukur dari akuntabilitas demokrasi.²⁰⁰ Meminta pertanggungjawaban dari pejabat publik adalah jantung dari kehidupan berdemokrasi. Akuntabilitas demokrasi menyediakan mekanisme bagi warga untuk dapat menyuarakan keprihatinan dan meminta penjelasan, bila perlu menjatuhkan konsekuensi terhadap kinerja para pejabat. Pertanggungjawaban yang demokratis mensyaratkan adanya kemampuan warga negara dalam menyuarakan tuntutan-tuntutan mereka agar dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusan. Akuntabilitas bukanlah konsep eksklusif yang hanya ada dalam demokrasi, namun ketika suatu pertanggungjawaban bersifat demokratis, maka ia memiliki potensi untuk meningkatkan kinerja pemerintahan menjadi lebih baik.

Demokrasi diharapkan mampu menjadikan kualitas sosial-ekonomi dan politik menjadi lebih baik. Setiap warga negara menginginkan pemerintah dapat memenuhi kebutuhan rakyat dan menghargai hak asasi. Begitu juga masyarakat berharap keprihatinan mereka dapat disalurkan dan didengarkan oleh pemerintah. Lembaga-lembaga pemerintah yang kapabel untuk merespon permintaan dan kebutuhan warga negaranya. Ketika negara dapat dimintai pertanggung jawaban dan prinsip demokrasi dipatuhi dengan baik, maka besar kemungkinan aturan layanan publik akan ikut meningkat, dalam bentuk pelayanan yang lebih cepat dan berkualitas. Negara dengan kualitas pelayanan publik yang rendah memiliki satu kesamaan: tidak memiliki provisi layanan yang baik, atau kalau ada aturan tersebut sangatlah lemah untuk dapat memberi konsekuensi.

¹⁹⁹ Yan Li et al., "Is Democracy Good for Corporate Investment?," *SSRN Electronic Journal* (2021).

²⁰⁰ PRS Group International Country Risk Guide, *ICRG Methodology*.

Menurut North, sistem pemerintahan demokrasi lebih melindungi kondisi perekonomian dibanding pemerintahan dengan sistem otoriter.²⁰¹ Pemerintahan demokrasi yang kredibel dan mampu meminimalisir risiko dapat menarik investor sukuk. Perkembangan pasar sukuk di kelima negara yang diteliti sebagai wujud adanya respon dari pemerintah untuk menyusun aturan yang sesuai dengan kebutuhan dan hak-hak pelaku pasar sukuk. Pelaku pasar sukuk menginginkan pasar sukuk diterapkan sesuai dengan aturan-aturan syariah akan tetapi juga tidak mengesampingkan aturan pasar keuangan pada umumnya. Temuan ini berfungsi sebagai konfirmasi bahwa pelaku pasar sukuk mempertimbangkan hak-hak mereka sebagai dasar pengambilan keputusan yang harus direspon pemerintah sebagai wujud terciptanya demokrasi.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

²⁰¹ North, *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*.

BAB VI

PENUTUP

A. Kesimpulan

Hasil uji dan analisis data menggunakan GMM pada beberapa model penelitian didapatkan bahwa makroekonomi berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk di pasar global. Hasil empiris menunjukkan GDP perkapita dan perdagangan terbuka berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Sebaliknya hasil uji empiris inflasi dan nilai tukar berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar sukuk.

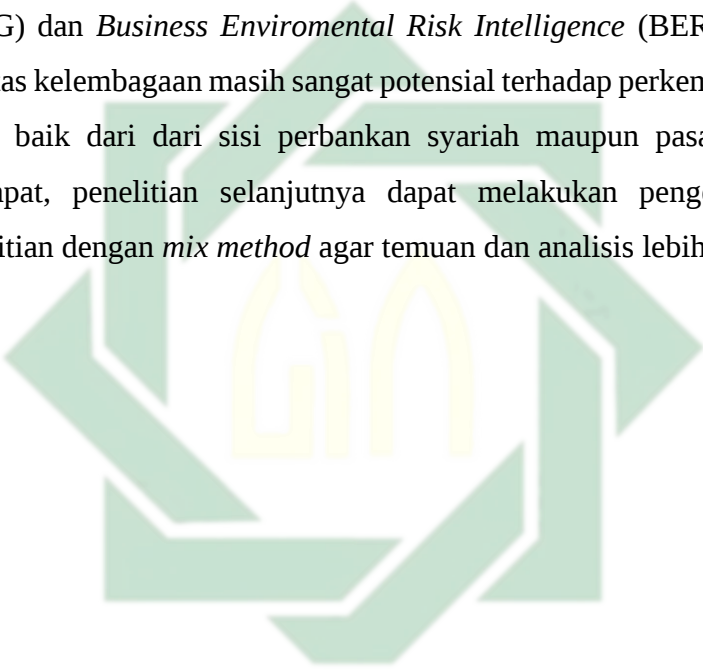
Peran *institutional quality* tampak pada hasil uji variabel kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk yang menunjukkan bahwa secara agregat terdapat hubungan positif kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk. Jika dilihat dari indikator masing-masing dimensi kelembagaan menunjukkan bahwa lima indikator kualitas kelembagaan (*investment profile, law and order, control of corruption, bureaucratic quality* dan *democratic accountability*) berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk.

B. Saran dan Rekomendasi

1. Bagi *issuer* (penerbit) sukuk, kualitas kelembagaan (*investment profile, law and order, control of corruption, bureaucratic quality* dan *democratic accountability*) dapat dijadikan sebagai indikator pertimbangan keputusan penerbitan sukuk dan pengembangan pasar sukuk.
2. Bagi *regulator* (pembuat kebijakan) terkhusus otoritas moneter dan fiskal untuk memperhatikan dan menjaga kondisi perekonomian yang stabil dan tumbuh baik melalui indikator makroekonomi seperti GDP perkapita, inflasi, kurs, dan perdagangan terbuka.
3. Bagi investor sukuk, kualitas kelembagaan dapat dijadikan sebagai indikator langsung dalam membuat keputusan investasi. Artinya, baik dan buruknya

kualitas kelembagaan suatu negara menjadi salah satu tolak ukur ketepatan untuk menambah kepercayaan investor dan diikuti investasi.

4. Bagi peneliti selanjutnya, pertama, variabel makroekonomi dalam penelitian ini masih dapat dikembangkan dengan menambahkan variabel makroekonomi lain yang berperan terhadap perkembangan pasar sukuk. Kedua, penelitian ini menggunakan enam indikator *institutional quality*, peneliti selanjutnya dapat menggunakan indikator yang lain dari *International Country Risk Guide* (ICRG) dan *Business Enviromental Risk Intelligence* (BERI). Ketiga, kajian kualitas kelembagaan masih sangat potensial terhadap perkembangan keuangan Islam baik dari sisi perbankan syariah maupun pasar modal syariah. Keempat, penelitian selanjutnya dapat melakukan pengembangan desain penelitian dengan *mix method* agar temuan dan analisis lebih mendalam.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR PUSTAKA

- Abubakar, Abdulsalam, and Salina Kassim. "Institutional and Macroeconomic Determinants of Financial Development in the OIC Countries." *Global Business and Economics Review* 20, no. 4 (2018).
- Acemoglu, D., S. Johnson, J. A. Robinson, and P. Yared. "Income and Democracy." *American Economic Review* 98, no. 3 (2008).
- Adelegan, O. Janet, and Bozena Radzewicz-Bak. *What Determines Bond Market Development in Sub-Saharan Africa?*, 2009.
- Aduda, Josiah, Jacinta Mwelu Masila, and Erick Nyakundi Onsongo. "The Determinants of Stock Market Development: The Case for the Nairobi Stock Exchange." *International Journal of Humanities and Social Science* 9, no. 2 (2012).
- Ahmad, Abu Umar., Muneeza. Aishath, Muhammad Umar. Farooq, and Rashed. Hasan. "Post-Default Sukuk Restructuring: An Appraisal Of Shariah Issues." *Emerald Group Publishing Limited* 113–128 (2018).
- Ahmad, Nursilah, Siti Nurazira Mohd Daud, and Zurina Kefeli. "Economic Forces and the Sukuk Market." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65 (2012): 127–133.
- Akhtar, Shumi, Farida Akhtar, Maria Jahromi, and John Kose. "Impact of Interest Rate Surprises on Islamic and Conventional Stocks and Bonds." *Journal of International Money and Finance* 17 (2017): 218–231.
- Al-raeai, A. M., Z. Zainol, and A. K. bin. Abdul Rahim. "The Influence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries: A Panel Data Analysis." *Jurnal Ekonomi Malaysia* 53, no. 2 (2019): 199–211.
- Alexander, Chris, Paul Crawford, Eleanor Dodd, Dan Mawson, and Brian Stockdale. *International Trade and Investment - the Economic Rationale for Government Support*, 2011.
- Alsagr, Naif, and Stefan Van Hemmen. "The Asymmetric Influence of Corruption on Financial Development: Fresh Evidence from BRICS Economies." *Journal of Financial Crime* 29, no. 2 (2021).
- Alshamsi, Khamis Hareb, Mohd Rasid bin Hussin, and Muhammad Azam. "The Impact of Inflation and GDP per Capita on Foreign Direct Investment: The Case of United Arab Emirates." *Investment Management and Financial Innovations* 12, no. 3 (2015).
- Alvarez, J., and M. Arellano. "The Time Series and Cross-Section Asymptotics of Dynamic Panel Data Estimators." *Econometrica* 71 (2003): 1121–1159.

- Aman, Ameen Ullah, Asmadi Mohamed Naim, and Mohamad Yazid Isa. "What Determines Sukuk Market Development? New Theoretical Insights." *Global Review of Islamic Economics and Business* 7, no. 1 (2019).
- Andrianaivo, M., and Charles Amo Yartey. *Understanding the Growth of African Financial Markets, IMF Working Paper*, 2009.
- Ardiansyah, Ivan Hannoeriadi, and Deni Lubis. "The Effect of Macroeconomics Variables to Corporate Sukuk Growth in Indonesia." *Jurnal Al-Muzara'ah* 5, no. 1 (2017).
- Asian Development Bank. *Improving the Investment Climate in Indonesia*. Economics and Research Department, Development Indicators and Policy Research Division, 2005.
- Azizi, Zahra, Assiyeh Barari, and Ali Ahmadpour Kacho. "The Impact of Institutional Quality on Financial Development (Case Study: Eurasian Developing Countries)." *The Journal of Economics and Policies* 8, no. 15 (2021): 247–274.
- Baltagi, Badi H. *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd ed. John Wiley & Sons, 2013.
- Bardhan, Pranab. "Corruption and Development: A Review of the Issues." *Journal of Economic Literature* 35 (1997).
- Barro, R. J. "Democracy and Growth." *Journal of Economic Growth* 1, no. 1 (1996).
- Basyariah, Nuhbatul, Hadri Kusuma, and Ibnu Qizam. "Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach." *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 2 (2021): 0201–0211.
- . "Institutional Quality and Sukuk Development: A Study of Five OIC Countries." *Shirkah: Journal of Economics and Business* 5, no. 3 (2020).
- Bayraktar, Nihal. "Measuring Relative Development Level of Stock Markets: Capacity and Effort of Countries." *Borsa Istanbul Review* 14, no. 2 (2014).
- Beck, Paul J., and Michael W. Maher. "A Comparison of Bribery and Bidding in Thin Markets." *Economics Letters* 20 (1986).
- Bhattacharyay, Biswa Nath. "Determinants of Bond Market Development in Asia." *Journal of Asian Economics* 24 (2013): 124–137.
- Blundell, R., and S. Bond. "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics* 87 (1998): 115–143.
- Boukhatem, Jamel. "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach." *Heliyon* 8, no. 5 (2022).
- . "What Drives Local Currency Bond Market Development in Saudi Arabia: Do Macroeconomic and Institutional Factors Matter?" *Future Business Journal*

1, no. 7 (2021): 1–18.

Challe, E., J. Ignacio, and E. Mengus. “Institutional Quality and Capital Inflows: Theory and Evidence.” *Journal of International Money and Finance*, 96 (2019): 168–191.

Cherif, Mondher, and Kaouthar Gazdar. “Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region : New Results from a Panel Data Analysis.” *International Journal of Banking and Finance* 7, no. 1 (2010): 1–21.

Cupian, Rien Muasia, and Safira Aryanti Putri. “The Influence of Macroeconomics Indicators to The Growth of Sukuk in Indonesia.” *Equilibrium: Jurnal Ekonomi Syariah* 8, no. 1 (2020): 167–178.

Dar, Adeel Ahmad, Taj Muhammad, and M. Wasif Siddiqi. “Bureaucratic Quality And FDI Inflows Nexus: A South Asian Perspective.” *Romanian Journal of Economic Forecasting* 23, no. 3 (2020).

Djayusman, Royyan Ramadhani. “Islamic Bonds.” *Jurnal ADDIN* 8, no. 1 (2014).

Doucoulagos, Chris; de Haan, Jakob; Sturm, and Jan-Egbert. *What Drives Financial Development? A MetaRegression Analysis*, 2020.

Eichengreen, B. Luengnaruemitchai, P. *Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?*, 2004.

Eichengreen, Barry, Ugo Panizza, and Eduardo Borensztein. “Prospects for Latin American Bond Markets: A Cross-Country View.” In *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang*, 2008.

Ekananda, Mahyus. *Analisis Ekonometrika Data Panel*. Jakarta: Mitra Wacana Media, 2016.

Eksi, Ibrahim Halil, and Berna Dogan. “Corruption and Financial Development.” *Finances of Emerging Markets* (2020).

Fagbemi, Fisayo, Opeoluwa Adeniyi Adeosun, and Kehinde Mary Bello. “Stock Market Development: A Reflection of Governance Regulatory Framework in Nigeria.” *Journal of Capital Markets Studies* 6, no. 1 (2022).

Felman, J., S. Gray, M. Goswami, A.A. Jobst, M. Pradhan, S. Peiris, and D Seneviratne. “ASEAN-5 Bond Market Development: Where Does It Stand? Where Is It Going?” *Asian-Pacific Economic Literature* 28, no. 1 (2014): 60–75.

Firdaus, Muhammad. *Aplikasi Ekonometrika Untuk Data Panel Dan Time Series*. Bogor: IPB Press, 2011.

Garcia, Valeriano F., and Lin Liu. “Macroeconomic Determinants of Stock Market Development.” *Journal of Applied Economics* 2, no. 1 (1999): 29–59.

- Ghazali, Muhammad, and Bambang Widjanarko Otok. "Pemodelan Random Effect Pada Regresi Data Longitudinal Dengan Estimasi Generalized Method Of Moments (Studi Kasus Data Penduduk Miskin Di Indonesia)." *J Statistika* 9, no. 11 (2019): 11–18.
- Girma, Sourafel, and Anja Shortland. "The Political Economy of Financial Development." *Oxford Economic Papers* 60 (2008): 567–596.
- Godlewski, Christopher J. Turk-Ariss, Rima, and Laurent Weill. "Sukuk vs Conventional Bonds: A Stock Market Perspective." *Journal of Comparative Economics*, 41, no. 3 (2013): 745–761.
- Grassa, Rihab, and Kaouthar Gazdar. "The Determinants of the Development of the Sukuk Market in GCC Countries." In *International Conference On Islamic Capital Markets*. Indonesia: Bapepam-LK and IRTI-IDB, 2012.
- Haj, Abu Abdul Fattah Ali Ben, and Muhammad Iqbal. *Negara Ideal Menurut Islam*. Jakarta: Ladang Pustaka & Intimedia, 2002.
- Hamzah, Siti Raihana, Obiyathulla Ismath Bacha, Abbas Mirakhor, and Nurhafiza Abdul Kader Malim. "Empirical Evidence of Risk Shifting in Bonds and Debt-Based Sukuk." *Journal of Islamic Accounting and Business* 5 (2018): 687–700.
- Harchaoui, Tarek, Faouzi Tarkhani, and Terence Yuen. *The Effects of the Exchange Rate on Investment: Evidence from Canadian Manufacturing Industries*, 2005.
- ICD-Thomson Reuters. *Islamic Finance Development Indicator Rule Book*, 2018. <https://www.zawya.com/islamic-finance-development-indicator/files/IFDI-Rulebook.pdf?v2>.
- Indra. *Analisis Hubungan Intensitas Energi Dan Pendapatan Perkapita, Studi Komparatif Di 10 Negara Asia Pasifik*. Bogor: Institut Pertanian Bogor, 2009.
- International Islamic Financial Market. *IIFM Sukuk Report July 2018, 7th Edition*, 2018.
- Jaafar, Mohamad Nizam, Amirul Afif Muhamat, Norzita Abdul Karim, Mohd Faizal Basri, and Amer Alif Hasmadi. "The Determinants of Sukuk Issuance: Evidence from Top Sukuk Issuing Countries." *Asia-Pacific Management Accounting Journal* 16, no. 1 (2021).
- Kalish, Ira, Michael Wolf, and Jonathan Holdowsky. "The Link between Trust and Economic Prosperity." *Deloitte Insights*, 2021.
- Kammer, Alfred, Mohamed Norat, Marco Pinon, Ananthakrishnan Prasad, Zeine Towe, Christopher Zeidane, and IMF Staff Team. *IMF Staff Discussion Note Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options.*, 2015.
- Kaufman, Daniel, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi. "Governance Matters Iii: Governance Indicators for 1996- 2002." *World Bank Economic Review* 18, no. 2

(2004): 253–287.

Khan, Muhammad Asif, Muhammad Atif Khan, Mohamued Elyas Abdulahi, Idrees Liaqat, and Sayyed Sadaqat Hussain Shah. “Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective.” *Journal of Multinational Financial Management* 49 (2019): 67–80.

Knack, S, and P Keefer. “Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measure.” *Economics and Politics* 7, no. 3 (1995): 207–227.

Knack, Stephen. “Trust, Associational Life and Economic Performance.” In *HRDC-OECD International Symposium on The Contribution of Investment in Human and Social Capital to Sustained Economic Growth and Well-Being*. World Bank, 2001.

Kurniawan, Endang Masitoh, and Rosa Nikmatul Fajri. “Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi Di Indonesia.” *Finansia* 3, no. 1 (2020).

Kusuma, Ketut Ariadi, and Anderson Caputo Silva. *Sukuk Markets A Proposed Approach for Development*, 2014.

Law, Siong Hook, and Muzafar Shah Habibullah. “The Determinant of Financial Development Institutions, Openness, and Financial Liberalization.” *South African Journal of Economics* 7, no. 1 (2009).

Law, Siong Hook, and W. N.W. Azman Saini. “Institutional Quality, Governance, and Financial Development.” *Economics of Governance* 13, no. 3 (2012): 217–236.

Li, Q., E. Owen, and A. Mitchell. “Why Do Democracies Attract More or Less Foreign Direct Investment? A Metaregression Analysis.” *International Studies Quarterly* 62, no. 3 (2018).

Li, Q., and A. Resnick. “Reversal of Fortunes: Democratic Institutions and Foreign Direct Investment Inflows to Developing Countries.” *International Organization* 1, no. 57 (2003).

Li, Yan, Youan Wang, Zigan Wang, and Qie Ellie Yin. “Is Democracy Good for Corporate Investment?” *SSRN Electronic Journal* (2021).

Lina, Leming, Atanas Mihovb, Leandro Sanzc, and Detelina Stoyanovad. “Property Rights Institutions, Foreign Investment, and the Valuation of Multinational Firms.” *Journal of Financial Economic* 1 (2019).

Liou, Fen May, and Chergn G Ding. “Trust and Economic Growth in a Democratic Power Shift: An Empirical Study of Taiwan.” *International Journal of Development Issues* 6, no. 1 (2007).

Lui, Francis T. “An Equilibrium Queuing Model of Bribery.” *Journal of Political*

Economy, no. 93 (1985).

Manab, Abdul, and Agus Eko Sujianto. *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro Terhadap Penerbitan Sukuk Negara Di Indonesia, Malaysia Dan Brunei Darussalam*. Tulungagung: Cahaya Abadi, 2016.

Mankiw, N. Gregory. *Principles of Economics*. 3rd ed. Thomson South-Western: Harvard, 2004.

Mardhiyah, Ainun. "Peranan Analisis Return Dan Risiko Dalam Investasi." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam* 2 (2017).

Mauro, Paulo. *Why Worry About Corruption?*, 1997.

Meysam, Bolgorian. "Corruption and Stock Market Development: A Quantitative Approach." *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications* 390, no. 23–24 (2011): 4514–4521.

Miller, Neil, John Challoner, and Aziza Atta. "UK Welcomes the Sukuk." *International Financial Law Review* 5, no. 26 (2007): 24–25.

Mirza, Abdur Rashid, and Nahedd Sultana. "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development: An Empirical Analysis." *IJIEG* 1, no. 1 (2020).

Mu, Y., P. Phelps, and J.G Stotsky. "Bond Markets in Africa." *Review of Development Finance* 3, no. 3 (2013): 121–135.

Muchtar, Evan Hamzah. "Muamalah Terlarang: Maysir Dan Gharar." *Jurnal Asy-Syukriyyah* 18 (2017).

Muharram, Harjum, Resi Junita Anwar, and Robiyanto Robiyanto. "Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth and Trade Openess (The Case of Indonesia and Malaysia)." *Business: Theory and Practice* 20 (2019): 196–207.

Nafisah, Charina Dwi Rivylin, Agus Eko Sujianto, Nur Aini Latifah, Kiki Yunita Anjarsari, and Achmad Budi Susetyo. "The Determinants of Sovereign Sukuk Issuance from Organization of Islamic Cooperation Members." *Technium (Social Sciences Journal)* 9 (2020).

Naifar, N., and S. Meddi. "Sukuk Spreads Determinants and Pricing Model Methodology." *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting* 3, no. 3 (2013): 241–257.

Nguyen, Canh Phuc, Thai Vu Hong Nguyen, and Christophe Schinckus. "Institutions, Economic Openness and Stock Return Co-Movements: An Empirical Investigation in Emerging Markets." *Finance Research Letters* (2018).

North, D. C. *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. New York: Cambridge University Press, 1990.

- Nurafiati, Nita. “Perkembangan Pasar Modal Syariah Dan Kontribusinya Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia.” *Jurnal Inklusif* 4, no. 1 (2019).
- OECD. *Enhancing the Legal Framework for Sustainable Investment: Lessons from Jordan*, 2018.
- Otoritas Jasa Keuangan, Bidang Edukasi dan Perlindungan Konsumen. *Otoritas Jasa Keuangan. Roadmap Pasar Modal Syariah 2020-2024*, 2019.
- PRS Group International Country Risk Guide. *ICRG Methodology*, 2020.
- Rafat, Monireh, and Maryam Farahani. “The Country Risks and Foreign Direct Investment (FDI).” *Iranian Economic Review* 23, no. 1 (2019).
- Rahmawati, Naili. *Manajemen Investasi Syariah*. Mataram: Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Mataram, 2015.
- Rajan, R.G., and L Zingales. “Financial Systems, Industrial Structure and Growth.” *Oxford Review of Economic Policy* 17, no. 4 (2001): 467-482.
- Rusgianto, Sulistya, Ahmad R Sridadi, Indira R Aryatie, and Nursilah Ahmad. “Dispute Resolution in the Restructuring of Defaulted Sukuk: An Empirical Investigation in Malaysia.” *International Journal of Innovation, Creativity and Change* 11, no. 11 (2020).
- Saad, Noriza Mohd, Mohd Nizal Haniff, and Norli Ali. “Firm’s Growth and Sustainability: The Role of Institutional Investors in Mitigating the Default Risks of Sukuk and Conventional Bonds.” *Procedia Economics and Finance* 35 (2016): 339 – 348.
- Said, Ali, and Rihab Grassa. “The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?” *Journal of Applied Finance & Banking* 3, no. 5 (2013): 251–267.
- Sayed, Ola Al. “Sukuk Risk: Analysis and Management.” *European Journal of Applied Social Sciences Research (EJASSR)* 3, no. 1 (2013).
- Siregar, Eddy Irsan, and Diana. “The Impact of Political Risk and Macro Economics on Stock Return at Indonesia Stock Exchange (An Approach of Arbitrage Pricing Theory (APT)).” In *International Conference on Economics, Management, and Accounting (ICEMA)*. Kne Social Sciences, 2019.
- Siyakiya, Puruweti. “The Impact of Institutional Quality on Economic Performance: An Empirical Study of European Union 28 and Prospective Member Countries.” *World Journal of Applied Economics* 3, no. 2 (2017): 3–24.
- Smaoui, Houcem, and Hatem Ghouma. “Research in International Business and Finance Sukuk Market Development and Islamic Banks ‘Capital Ratios.’” *Research in International Business and Finance* 51, no. 17 (2020).

- Smaoui, Houcem, and Mohsin Khawaja. "The Determinants of Sukuk Market Development." *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2017): 1501–1518.
- Suciningtyas, Siti Aisyah. "Macroeconomic Impacts on Sukuk Performance in Indonesia: Co-Integration and Vector Error Correction Model Approach." *Journal of Islamic Finance (JIF)* 8 (2019).
- Sukirno, Sadono. *Pengantar Teori Makro Ekonomi*. Jakarta: Rajagrafindo Persada, 2003.
- Sun, Ming Hong, and Hai Tao Liu. "An Exploration of How Political Risk Components Affect the Stock Volatility Considering ICRG and GARCH Model." In *Annual International Conference on Management, Economics and Social Development (ICMESD 2018)*, 2018.
- Syammi, Ghazali, and Husaini. "Interest Rates and Currencies Effects on Islamic And Conventional Bonds." *Economic Journal Of Emerging Markets* 2, no. 2 (2010): 9–140.
- Utami, Carin Varisa, Early Ridho Kismawadi, and Zulfa Eliza. "Pengaruh Inflasi, Sertifikat Bank Indonesia Syariah Dan Nilai Tukar Terhadap Perkembangan Sukuk Di Indonesia." *JIM (Jurnal Ilmiah Mahasiswa)* 3, no. 2 (2021).
- Utami, Datien Eriska, and Zulfa Irawati. "The Role of the Financial and Macroeconomy Industry on the Development of the Sukuk (Sharia Compliant Bonds) Market: The Case of Indonesia." *Academic Journal of Interdisciplinary Studies* 10, no. 4 (2021).
- Verbeek, M. *A Guide to Econometrics*. 2nd ed. Chichester: Willey, 2004.
- Verbeek, Marno. *A Guide to Modern Econometrics 5th Edition*. 5th ed. Willey, 2008.
- Wahida Ahmad, and Rafisah Mat Radzi. "Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market." *Global Economy and Finance Journal* 4, no. 2 (2011): 33–45.
- Winful, Ernest Christian, David Sarpong, and Jones Agyei-Ntiamoah. "Relationship between Institutional Quality and Stock Market Performance: Evidence from Emerging Economies." *African Journal of Business Management* 10, no. 19 (2016).
- World Bank. *Why Is Corruption So Much More Taxing than Tax? Arbitrariness Kills*, 1997.
- Yustika, Ahmad Erani. *Ekonomi Kelembagaan: Paradigma, Teori, Dan Kebijakan*. Jakarta: Erlangga, 2013.
- Zanudin, Tasnim Insyirah, N. Yusuf, Wan Mohd Yaseer Mohd Abdoh, Rozihanim Shekh Zain, and Norhisam Bulot. "Determinant of Sukuk Market Development

(2009-2018).” *Economic Business* (2019).

Zhang, C., Y. Zhu, and Z. Lu. “Trade Openness, Financial Openness, and Financial Development in China.” *Journal of International Money and Finance* 59 (2015): 287–309.

International Islamic Financial Market, IIFM Sukuk Report July 2019, 8th Edition, 2019.

