



STUDI *ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY* DAN PASAR KEUANGAN TERHADAP PERKEMBANGAN PASAR SUKUK INDONESIA

Ida Alqurnia

Institut Agama Islam Negeri Ponorogo, Indonesia

Email: idaalqurnia.febi@iainponorogo.ac.id

Ati Musaiyaroh

Universitas Jember, Indonesia

Email: aty.musaiya94@gmail.com

Amin Wahyudi

Institut Agama Islam Negeri Ponorogo, Indonesia

Email: aminwahyudi@iainponorogo.ac.id

Moh. Abdul Aziz Alwa

Institut Agama Islam Negeri Ponorogo, Indonesia

Email: alwa@iainponorogo.ac.id

Sejarah Artikel	Diterima: 3-5-2023	Direvisi: 17-6-2023	Tersedia Daring: 30-6-2023
-----------------	--------------------	---------------------	----------------------------

Abstract

Sukuk as a form of sharia investment are starting to be in great demand by investors because they are considered to have a lower level of risk and better performance and stability compared to conventional investments. However, conditions of global uncertainty pose a threat to the development of the national sharia economy. The purpose of this study was to analyze the influence of macroeconomic dynamics and financial market conditions consisting of exchange rates, international liquidity, foreign debt, debt repayment rates, and global economic policy uncertainty on the development of Indonesian sukuk. The research methodology used in this study is the multiple linear regression method using the ordinary least squares method. The results of this study indicate that macroeconomic and financial variables have a significant impact on the development of the sukuk market in Indonesia. Meanwhile, the global economic policy uncertainty variable has an insignificant influence on the development of the sukuk market in Indonesia. Thus, there is a need for new policy alternatives to maintain overall economic fundamental stability and maintain sufficient liquidity in all sectors. This aims to maintain investor confidence and create a conducive environment for the development of Islamic economics and the sukuk market in Indonesia.

Abstrak

Sukuk sebagai salah satu bentuk investasi syariah mulai banyak diminati oleh investor karena dianggap memiliki tingkat resiko yang lebih rendah, memiliki kinerja dan stabilitas yang lebih baik dibandingkan dengan investasi konvensional. Namun, kondisi ketidakpastian global memberikan ancaman terhadap perkembangan ekonomi syariah nasional. Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh dari dinamika ekonomi makro dan kondisi pasar keuangan yang terdiri dari nilai tukar, likuiditas internasional, utang luar negeri, dan tingkat pengembalian utang dan ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap perkembangan sukuk Indonesia. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu metode regresi linear berganda dengan menggunakan metode *Ordinary Least Square*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel keuangan ekonomi makro memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia. Sedangkan variabel ketidakpastian kebijakan ekonomi global memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia. Dengan demikian, perlu adanya alternatif kebijakan baru untuk tetap menjaga stabilitas fundamental

ekonomi secara keseluruhan serta menjaga kecukupan likuiditas di segala sektor, hal ini bertujuan untuk menjaga kepercayaan investor serta membuat lingkungan yang kondusif bagi pengembangan pasar sukuk dan ekonomi islam di Indonesia.

Keywords: *Sukuk Market; Exchange Rates; International Liquidity; Global Economic Policy Uncertainty*

PENDAHULUAN

Pasar sukuk telah lama dikembangkan di berbagai negara sebagai alternatif pembiayaan defisit pemerintah maupun pembiayaan pengembangan perusahaan.¹ Peningkatan yang cukup pesat pada pasar keuangan syariah terutama sukuk terjadi pasca terjadinya krisis keuangan pada tahun 2008.² Sukuk sebagai salah satu bentuk investasi syariah mulai banyak diminati oleh investor karena dianggap memiliki tingkat resiko yang lebih rendah, memiliki kinerja dan stabilitas yang lebih baik dibandingkan dengan investasi konvensional.³ Penilaian tersebut didasarkan pada penggunaan prinsip islam dalam akad sukuk yaitu akad *ijarah* dan akad *musyarakah*, sehingga dalam investasi sukuk tidak menggunakan konsep suku bunga yang mana suku bunga menjadi salah satu penyebab terjadinya krisis keuangan 2008. Selain itu investasi sukuk juga telah dijamin dengan sejumlah aset yang dibiayai oleh sukuk.⁴ Pada wilayah Asia, negara yang memiliki pengembangan pasar sukuk paling pesat yaitu negara Uni Emirat Arab, Malaysia, dan Indonesia.

AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution) mendefinisikan Sukuk sebagai sertifikat dari suatu nilai yang direpresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat dan menggunakannya sesuai dengan rencana, sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang tangible, barang, jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu, atau modal dari suatu aktifitas tertentu⁵. Menurut fatwa MUI (Majelis Ulama Indonesia) DSN-MUI No: 137/DSN-MUI/IX/2020 sukuk didefinisikan sebagai efek atau surat berharga syariah yang memiliki nilai setara dengan aset yang mendasarinya, sehingga sertifikat sukuk juga dapat disebut sebagai sertifikat kepemilikan atas aset yang mendasari sukuk.⁶ Sedangkan hukum syariah dari investasi sukuk dilandaskan pada Hadits Nabi yang diriwayatkan oleh Imam al-Tirmidzi dari ‘Amr bin ‘Auf al Muzani sebagai berikut:⁷

أَصْلُحُ جَائِزٌ بَيْنَ الْمُسْلِمِينَ إِلَّا صُلْحًا حَرَمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَ حَرَامًا

Artinya: “Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram.”

¹ Faruk Balli et al., “Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads,” *Applied Economics* 52, no. 35 (2020): 3748–69, <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1721424>; Houcem Smaoui and Salem Nechi, “Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?,” *Research in International Business and Finance* 41, no. February (2017): 136–47, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>.

² Smaoui and Nechi, “Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?”; Nader Naifar and Shawkat Hammoudeh, “Do Global Financial Distress and Uncertainties Impact GCC and Global Sukuk Return Dynamics?,” *Pacific Basin Finance Journal* 39 (2016): 57–69, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.016>.

³ Balli et al., “Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads.”

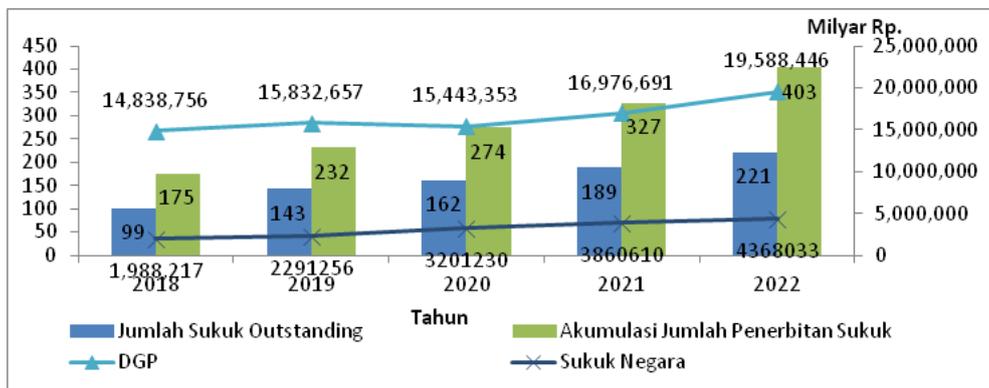
⁴ Jamel Boukhatem, “How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach,” *Heliyon* 8, no. 5 (2022): e09453, <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09453>.

⁵ AAOIFI merupakan lembaga nirlaba internasional yang bertujuan menyusun dan menyiapkan standarisasi di bidang keuangan syariah, khususnya terkait dengan tehnik akuntansi, audit, governance, ethics, dan kesesuaian prinsip-prinsip syariah atas produk keuangan syariah.

⁶ Selamaet Hartanto and Devid Frastiawan Amir Sup, “Konsep Sukuk Wakaf Dalam Perspektif Fatwa DSN-MUI,” *Muslim Heritage* 6, no. 1 (2021): 201–18, <https://doi.org/10.21154/muslimheritage.v6i1.2767>.

⁷ Maula Nasrifah, “Sukuk (Obligasi Syariah) Dalam Perspektif Keuangan Islam,” *Asy-Syariah : Jurnal Hukum Islam* 5, no. 2 (2019): 165–79, <https://doi.org/10.36835/assyahiah.v5i2.120>. of course, using a good and right way, which is in accordance with Islamic sharia, like mutual respect and does not harm others. The type of investment can be varied, one can invest through the capital market, one of which is sukuk. Sukuk are securities that are proof of ownership (claim

Seiring dengan semakin berkembangnya pasar keuangan syariah di Indonesia, Peran pasar keuangan syariah dalam pembangunan dan pertumbuhan ekonomi Indonesia juga terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Salah satu instrumen keuangan syariah yang mengalami perkembangan pasar paling cepat yaitu instrumen Sukuk.⁸ Studi yang dilakukan oleh Smaoui and Nechi (2017) menunjukkan bahwa perkembangan pasar sukuk di beberapa negara yang mengembangkan sukuk dapat mendorong pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.⁹ Peran perkembangan sukuk pada pertumbuhan ekonomi disebabkan oleh akumulasi modal yang memiliki stabilitas lebih baik dan tingkat resiko yang lebih rendah baik bagi pasar keuangan maupun bagi para investor. Cepatnya Perkembangan pasar Sukuk di Indonesia didorong oleh penggunaan sukuk sebagai pembiayaan jangka panjang pada proyek strategis yang dikembangkan oleh Pemerintah (Sukuk Negara) dan Perusahaan besar (Sukuk Korporasi).¹⁰ Meski demikian, Perkembangan pasar sukuk di Indonesia masih berada di bawah pasar sukuk yang dikembangkan oleh negara Uni Emirat Arab dan Malaysia. Perkembangan pasar Sukuk di Indonesia dapat dilihat pada Gambar 1.1.



Gambar 1 Perkembangan Pasar Sukuk dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia Pada Tahun 2018-2022. (Sumber: Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan, data diolah)

Pada Gambar 1 digambarkan bahwa seiring dengan pertumbuhan ekonomi di Indonesia pada tahun 2018 sampai tahun 2022, jumlah Sukuk yang masih *outstanding* di Indonesia terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Peningkatan jumlah sukuk *outstanding* tentunya juga diiringi dengan peningkatan nilai sukuk.¹¹ Selain itu, pada Gambar 1 juga ditunjukkan bahwa jumlah sukuk terus mengalami peningkatan meski pada tahun 2020 pertumbuhan ekonomi mengalami sedikit penurunan dibanding tahun 2019 akibat resesi ekonomi pada saat Pandemi Covid-19. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan sukuk sebagai pembiayaan pembangunan perekonomian dan pengembangan perusahaan besar semakin diminati. Selain itu, kondisi tersebut juga menunjukkan bahwa minat masyarakat dalam menggunakan instrumen sukuk sebagai investasi syariah juga mengalami peningkatan. Secara tidak langsung peningkatan tersebut juga menunjukkan bahwa penawaran dan permintaan pada pasar sukuk di Indonesia semakin meningkat baik sukuk ijarah maupun Mudharabah.

⁸ Nisful Laila and Muslich Anshori, “The Development of Sovereign Sukuk in Indonesia,” *International Journal of Innovation, Creativity and Change* 11, no. 11 (2020): 636–48, <https://doi.org/10.33403/rigeo.800655>; Boukhatem, “How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach.” then provide alternative solutions and produce a draft strategy to be applied and find out what determinants in developing sovereign sukuk. The method used is Analytic Network Process (ANP)

⁹ Smaoui and Nechi, “Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?”

¹⁰ Laila and Anshori, “The Development of Sovereign Sukuk in Indonesia.” then provide alternative solutions and produce a draft strategy to be applied and find out what determinants in developing sovereign sukuk. The method used is Analytic Network Process (ANP)

¹¹ Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, “Statistik Sukuk Desember 2022” (Jakarta, 2023), [https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Documents/Pages/Statistik-Sukuk-Syariah---Desember-2022/Statistik Sukuk Desember 2022.pdf](https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Documents/Pages/Statistik-Sukuk-Syariah---Desember-2022/Statistik%20Sukuk%20Desember%202022.pdf).

Perkembangan pasar sukuk di Indonesia tidak hanya terjadi pada pertumbuhan permintaan dan penawaran sukuk saja, tetapi juga terdapat inovasi dalam jenis-jenis sukuk yang diterbitkan. Pada sukuk korporasi terdapat dua jenis akad sukuk yaitu sukuk *ijarah* dan sukuk *musyarakah*. Kemudian pada sukuk negara memiliki 3 jenis sukuk yang dikeluarkan oleh pemerintah Indonesia yaitu sukuk ritel, sukuk tabungan, dan sukuk wakaf *Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS)*.¹² Semakin berkembangnya pasar sukuk baik dari segi jumlah dan jenis sukuk yang beredar di Indonesia menunjukkan bahwa sukuk memiliki peluang yang cukup besar dalam inovasi pembiayaan pada berbagai proyek strategis, salah satunya yaitu proyek pengembangan *green economy* dan *green finance*. Peningkatan peran Sukuk dalam pertumbuhan dan pembangunan ekonomi juga ditunjukkan oleh berbagai kajian. Selain peran sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi penelitian tentang determinan dari perkembangan pasar sukuk baik di negara maju maupun di negara berkembang juga telah banyak dilakukan.¹³

Berbagai penelitian terdahulu tentang sukuk telah dilakukan, beberapa diantaranya yaitu determinasi perkembangan pembangunan pasar sukuk. Penelitian yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) menunjukkan bahwa stabilitas nilai tukar, stabilitas utang luar negeri dan stabilitas pembayaran utang menjadi faktor pendorong utama dalam pengembangan pasar sukuk di Arab Saudi.¹⁴ Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Said and Grssa (2013) menunjukkan bahwa variabel ekonomi makro yaitu GDP per kapita, ukuran ekonomi, keterbukaan ekonomi, dan kualitas peraturan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembangunan pasar sukuk.¹⁵ Determinasi pengembangan pasar sukuk juga dilakukan oleh Smaoui dan Khawaja (2017). Dari hasil penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa faktor struktural, kelembagaan dan keuangan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembangunan pasar sukuk.¹⁶ Variabel ekonomi makro yang digunakan dalam penelitian ini yaitu GDP dan volatilitas nilai tukar, sedangkan variabel keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu ukuran pasar keuangan dari segi perbankan, pasar saham dan obligasi. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Al-Raeai *et al.* (2019) juga menunjukkan bahwa pengembangan pasar sukuk di negara GCC sangat dipengaruhi oleh faktor ekonomi makro.¹⁷ Variabel ekonomi makro yang digunakan dalam penelitian Al-Raeai *et al.* (2019) yaitu variabel tabungan, GDP, dan nilai tukar dan keterbukaan ekonomi.

Secara teoritis belum ada teori yang mengemukakan secara eksplisit mengenai determinasi ekonomi makro terhadap perkembangan pasar keuangan syariah terutama sukuk. Namun dari berbagai kajian empiris yang dilakukan oleh para peneliti menunjukkan bahwa perkembangan pasar sukuk dapat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian secara makro.¹⁸ Hal ini sejalan dengan teori pasar keuangan yang mengemukakan bahwa kondisi pasar keuangan dipengaruhi oleh fluktuasi variabel ekonomi makro seperti variabel GDP, suku bunga, nilai tukar, utang luar negeri, tingkat pengembalian utang,

¹² IDX Islamic, "Surat Berharga Syariah Negara," Sukuk Negara, accessed April 10, 2023, <https://idxislamic.idx.co.id/edukasi-pasar-modal-syariah/sukuk-negara/>.

¹³ Boukhatem, "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach."

¹⁴ Boukhatem.

¹⁵ R. Said, A., & 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): 251–67.

¹⁶ Houcem Smaoui and Mohsin Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development," *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2017): 1501–18, <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1224175>.

¹⁷ Arafat Mansoor Al-Raeai, Zairy Zainol, and Ahmad Khilmy 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), <https://doi.org/10.17576/JEM-2019-5302-15>. Investigating the role of political risk and macroeconomic factors is crucial to sustain a country's Islamic financial development. Therefore, this study used the panel data to examine the influence of the macroeconomic factors and political risk on the sukuk market development in the selected GCC countries, namely Saudi Arabia, United Arab Emirate, Bahrain, Qatar and Kuwait from 2001 to 2016. The model of sukuk market development is extended by incorporating the six specific characteristics of GCC countries. The diagnostic tests affirm that the most preferred model to explain the determinants of sukuk market development is by using the Pooled Ordinary Least Square (POLS)

¹⁸ Smaoui and Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development"; Balli *et al.*, "Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads."

likuiditas, keterbukaan ekonomi dan variabel ekonomi makro lainnya. Hal yang menjadi pembeda antara pasar keuangan konvensional dengan syariah yaitu penggunaan prinsip-prinsip Islam yang mana dalam investasi sukuk tidak mengenal konsep suku bunga.¹⁹ Selain itu, pada instrumen investasi sukuk juga dijamin atas sejumlah tertentu dari aset yang dibiayai oleh sukuk tersebut.²⁰ Meski pasar keuangan syariah tidak menerapkan suku bunga dalam imbal hasilnya, namun perkembangan pasar keuangan syariah tetap dipengaruhi oleh perubahan suku bunga.²¹

Disisi Lain, kondisi makro ekonomi dan pasar keuangan baik syariah maupun konvensional juga dipengaruhi oleh ketidakpastian kebijakan ekonomi secara global baik langsung-maupun tidak langsung.²² Studi tentang pengaruh ketidakpastian ekonomi terhadap perkembangan tingkat pengembalian sukuk telah banyak dilakukan oleh para peneliti. Dari berbagai penelitian terdahulu yang dilakukan belum menemukan hasil yang seragam, sebagian penelitian menemukan bahwa ketidakpastian perekonomian global memiliki dampak yang signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Sebagian penelitian yang lain membuktikan bahwa ketidakpastian ekonomi global memberikan dampak yang signifikan terhadap tingkat imbal hasil sukuk. Namun, dari penelitian yang telah dilakukan menunjukkan satu kesamaan yaitu ketidakpastian perekonomian global memberikan dampak negatif terhadap tingkat pengembalian sukuk.

Studi tentang determinasi ketidakpastian kondisi perekonomian global baik dari segi kebijakan, keuangan, dan ketidak-tentuan lainnya termasuk berita tentang ekonomi terhadap sukuk telah banyak dilakukan. Penelitian yang dilakukan oleh Balli *et al.* (2020) dan Mirza and Sultana (2020) menemukan bahwa guncangan ekonomi dan ketidakpastian ekonomi secara global sangat memengaruhi persebaran sukuk.²³ Pada penelitian yang dilakukan oleh Balli *et al.* (2020) menemukan bahwa sukuk lebih terdampak ketidakpastian perekonomian global dibandingkan dengan obligasi konvensional.²⁴ Disisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Muhammad *et al.* (2022) menunjukkan bahwa indeks ketidakpastian yang di proxy dengan indeks volatilitas dunia memiliki dampak negatif yang tidak signifikan terhadap tingkat pengembalian sukuk di negara berkembang.²⁵ Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh penelitian

¹⁹ Balli et al., "Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads."

²⁰ Boukhatem, "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach."

²¹ Aisha Aden Abdi and Mansur Masih, "Do Macroeconomic Variables Affect Stock-Sukuk Correlation in the Regional Markets? Evidence from the GCC Countries Based on DOOLS and FM-OLS," *Econometric Testing of Issues in Finance and Economics* 2, no. 1 (2017): 2–15, [https://www.researchgate.net/publication/317845127.academicians and portfolio managers to know the co-movement and dynamic correlations between the Shariah compliant stock and sukuk, as well as the role they play in asset allocation and risk diversification and also, to identify the factors that affect the correlation between these assets. In the literature, the macroeconomic factors such as inflation and interest rate have great effects on the stock-sukuk correlation. In this paper, we investigate the correlation between sukuk and sharia-compliant stocks in GCC countries, with concentration on the macroeconomic factors that affect stock-sukuk co-movement. MGARCH dynamic conditional correlation \(DCC](https://www.researchgate.net/publication/317845127.academicians_and_portfolio_managers_to_know_the_co-movement_and_dynamic_correlations_between_the_Shariah_compliant_stock_and_sukuk,_as_well_as_the_role_they_play_in_asset_allocation_and_risk_diversification_and_also,_to_identify_the_factors_that_affect_the_correlation_between_these_assets._In_the_literature,_the_macro_economic_factors_such_as_inflation_and_interest_rate_have_great_effects_on_the_stock-sukuk_correlation._In_this_paper,_we_investigate_the_correlation_between_sukuk_and_sharia-compliant_stocks_in_GCC_countries,_with_concentration_on_the_macro_economic_factors_that_affect_stock-sukuk_co-movement._MGARCH_dynamic_conditional_correlation_(DCC)

²² Naifar and Hammoudeh, "Do Global Financial Distress and Uncertainties Impact GCC and Global Sukuk Return Dynamics?"; Nader Naifar, Mourad Mroua, and Slah Bahloul, "Do Regional and Global Uncertainty Factors Affect Differently the Conventional Bonds and Sukuk? New Evidence," *Pacific Basin Finance Journal* 41 (2017): 65–74, <https://doi.org/10.1016/j.pacfn.2016.12.004>; Muhammad Safdar Sial et al., "Determining Financial Uncertainty through the Dynamics of Sukuk Bonds and Prices in Emerging Market Indices," *Risks* 10, no. 3 (2022): 1–13, <https://doi.org/10.3390/risks10030061>.

²³ A R MIRZA and N SULTANA, "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development An Empirical Analysis," *International Journal of Islamic Economics ...* 1, no. 1 (2020): 65–83, <https://ojs.mul.edu.pk/index.php/IJIEG/article/download/18/5>; Balli et al., "Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads."

²⁴ Balli et al., "Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads."

²⁵ Sial et al., "Determining Financial Uncertainty through the Dynamics of Sukuk Bonds and Prices in Emerging Market Indices."

yang dilakukan oleh Reberedo and Naifar (2017) yang menunjukkan bahwa ketidakpastian global tidak memberikan dampak secara signifikan terhadap sukuk, meski memiliki dampak yang negatif.²⁶

Dari beberapa penelitian tersebut dapat dilihat bahwa variabel ekonomi makro dan keuangan memiliki pengaruh yang signifikan dalam pembangunan pasar sukuk. Namun dalam penelitian-penelitian tersebut penelitian yang menggunakan variabel keuangan dalam ekonomi makro masih sangat jarang, hanya penelitian yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) yang menggunakan variabel keuangan dalam ekonomi makro. Disisi lain Boukhatem (2022) lebih membahas dari segi resiko keuangannya oleh karena itu, fokus dalam penelitian ini yaitu untuk melihat bagaimana pengaruh variabel keuangan perekonomian makro yang di proxy dengan nilai tukar, likuiditas internasional, pengembalian utang (*Debt Service Ratio*), dan Utang luar negeri dalam pengembangan pasar sukuk di Indonesia. Selain itu pada penelitian yang mengkaji tentang dampak ketidakpastian perekonomian global terhadap sukuk juga telah banyak dilakukan tetapi sebagian besar lebih berfokus pada dampaknya terhadap tingkat penerimaan atau pengembalian sukuk.

Berdasarkan pada latar belakang dan studi empiris sebelumnya, maka permasalahan yang akan dibahas pada penelitian ini terkait bagaimana pengaruh dari variabel makro ekonomi dan dinamika pasar keuangan yang meliputi nilai tukar, likuiditas internasional, utang luar negeri, dan tingkat pengembalian utang dan variabel ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap perkembangan sukuk di Indonesia. Dengan demikian tujuan penelitian ini adalah menganalisis perkembangan sukuk di Indonesia di tengah ketidakpastian ekonomi global. Keterbaruan penelitian yaitu keterbaruan tahun penelitian dan variabel penelitian ini melibatkan dinamika pasar keuangan dan ketidakpastian kebijakan ekonomi global dimana belum dibahas pada studi empiris sebelumnya terutama di Indonesia.

METODOLOGI PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metode *Ordinary least squares (OLS) Regression*. *Ordinary least squares (OLS) Regression* jenis metode kuadrat terkecil linier untuk memilih parameter yang tidak diketahui dalam model regresi linier (dengan efek level-satu tetap dari fungsi linier dari serangkaian variabel penjelas) dengan prinsip kuadrat terkecil: meminimalkan jumlah kuadrat perbedaan antara variabel dependen yang diamati (nilai variabel yang diamati) dalam kumpulan data input dan output dari fungsi (linier) variabel independen²⁷.

Spesifikasi model penelitian ini berdasarkan pada studi empiris sebelumnya dari²⁸. Dengan demikian spesifikasi model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\log \text{SUKUK}_t = \beta_0 + \beta_1 \log \text{GPU}_{1t} + \beta_2 \log \text{EXC}_{2t} + \beta_3 \log \text{LQ}_{3t} + \beta_4 \log \text{EXDEBT}_{4t} + \beta_5 \log \text{DEBTSER}_{5t} + v_t$$

(1)

log	: log linear
SUKUK	: nilai sukuk (dalam milyar rupiah)
GPU	: Global Policy Uncertainty Index
EXC	: nilai tukar rupiah atas US\$
LIQ	: International Liquidity (US\$)
EXDEBT	: External Debt (Juta US\$)
DEBTSER	: Debt Service Ratio %
t	: series waktu

²⁶ Juan Carlos Reberedo and Nader Naifar, "Do Islamic Bond (Sukuk) Prices Reflect Financial and Policy Uncertainty? A Quantile Regression Approach," *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2017): 1535–46, <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1256197>.

²⁷ Damodar N. Gujarati, *Basic Econometrics* (New York: The McGraw–Hill Companies, 2012).

²⁸ Balli et al., "Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads"; Boukhatem, "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach."

β_0 adalah konstanta; $\beta_{1,2,3,4,5}$: slop; dan v merupakan error correction

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data time series yaitu bulanan dari Januari tahun 2018 sampai Desember tahun 2022. Sumber data penelitian ini diperoleh dari berbagai sumber. Data nilai tukar (EXC), dan likuiditas Internasional (LIQ) diperoleh dari *data Library International Financial Statistic* (imf.com), kemudian data nilai sukuk *outstanding* (SUKUK) diperoleh dari Bank Indonesia (bi.go.id) dan Otoritas Jasa Keuangan (ojk.go.id). selanjutnya untuk data Debt Service (DEBT SER) dan External Debt (EXDEBT) diperoleh dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (bi.go.id), dan terakhir data Global Policy Uncertainty (GPU) diperoleh dari *Economic Policy Uncertainty* (policyuncertainty.com).

Dalam metode OLS juga terdapat beberapa jenis uji asumsi seperti uji asumsi klasik dan uji signifikansi. Pada penelitian ini, uji asumsi klasik yang digunakan yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, Uji Heteroskedastisitas, dan uji Linearitas. Sedangkan uji signifikansi dengan Pengujian secara parsial (uji T) dan Pengujian secara serentak/simultan (Uji F).

Hipotesis uji parsial (Uji T) penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap Sukuk indonesia
 - H01 : $\beta < 0$, artinya ketidakpastian kebijakan ekonomi global tidak berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
 - Ha1 : $\beta > 0$, artinya ketidakpastian kebijakan ekonomi global berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
- b. Pengaruh exchange rate terhadap Sukuk indonesia
 - H02 : $\beta < 0$, artinya exchange rate tidak berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
 - Ha2 : $\beta > 0$, artinya exchange rate berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
- c. Pengaruh International Liquidity terhadap Sukuk indonesia
 - H03 : $\beta < 0$, artinya International Liquidity tidak berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
 - Ha3 : $\beta > 0$, artinya International Liquidity berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
- d. Pengaruh External Debt terhadap Sukuk indonesia
 - H04 : $\beta < 0$, artinya External Debt tidak berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
 - Ha4 : $\beta > 0$, artinya External Debt berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
- e. Pengaruh Debt Service Ratio terhadap Sukuk indonesia
 - H05 : $\beta < 0$, artinya Debt Service Ratio tidak berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
 - Ha5 : $\beta > 0$, artinya Debt Service Ratio berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia

Hipotesis uji simultan (Uji F) penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H0 : $\beta < 0$, artinya Ketidakpastian kebijakan ekonomi global (LOGGPU), Nilai tukar rupiah atas US\$ (LOGEXC), Likuiditas internasional (LOGLIQ), External Debt (LOGEXDEBT), dan Debt service (LOGDEBT SER) terhadap SUKUK Indonesia. tidak berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia
- Ha : $\beta > 0$, artinya Ketidakpastian kebijakan ekonomi global (LOGGPU), Nilai tukar rupiah atas US\$ (LOGEXC), Likuiditas internasional (LOGLIQ), External Debt (LOGEXDEBT), dan Debt service (LOGDEBT SER) terhadap SUKUK Indonesia.berpengaruh berpengaruh signifikan terhadap Sukuk indonesia

Tingkat signifikansi kesalahan atau alpha yang digunakan dalam penelitian adalah 0,05. Dengan demikian Jika nilai F-hitung > alpha (0,05), maka disimpulkan bahwa H0 diterima dan jika nilai F-hitung < alpha (0,05), maka disimpulkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima.

HASIL ANALISIS DATA *ORDINARY LEAST SQUARES (OLS) REGRESSION***a. Hasil Uji Asumsi Klasik**

Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, Uji Heteroskedastisitas, dan uji Linearitas.

1) Uji Normalitas

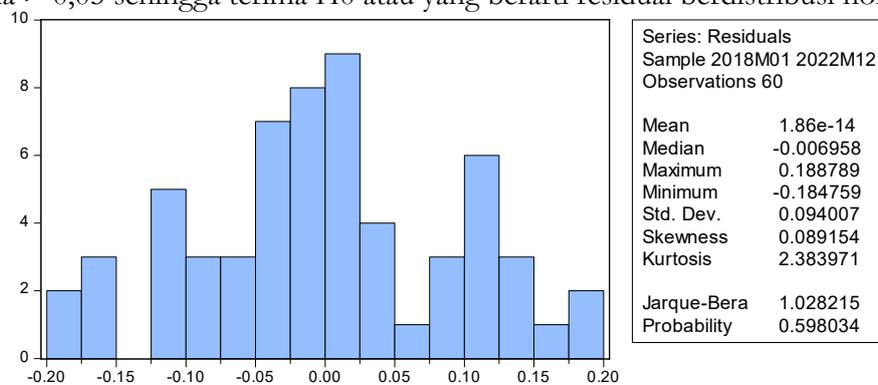
Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan Uji Jarque Bera. Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah pada suatu model regresi, suatu variabel independen dan variabel dependen ataupun keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak normal²⁹. Hipotesis **uji normalitas yaitu** H1 adalah data tidak berdistribusi normal dan H0 adalah Data berdistribusi normal

Persyaratan *Normalitas*:

Jika nilai *probability* < **0.05**, maka data tidak berdistribusi normal.

Jika nilai *probability* > **0.05**, maka data berdistribusi normal.

Hasil uji normalitas menunjukkan nilai jarque-bera 1.028215 dengan p value sebesar 0,5980 dimana > 0,05 sehingga terima H0 atau yang berarti residual berdistribusi normal.



Gambar 2 Hasil Uji Normalitas

2) Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas bertujuan untuk menguji dan mengetahui apakah dalam suatu model regresi ditemukan adanya korelasi yang tinggi atau sempurna antar variabel independen. Pengujian ini dapat diketahui dengan melihat nilai toleransi dan nilai variance inflation factor (VIF). Hasil uji Multikolinieritas penelitian n bahwa nilai VIF semua variabel adalah kurang dari 10 yang berarti bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam model prediksi.

Tabel 1. Hasil Uji Multikolinieritas

	Coefficient	Uncentered	Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
LOGGPU	0.005229	983.4543	2.012562
LOGEXC	0.191383	109108.7	1.514226
LOGLIQ	0.250820	215148.9	5.650390
LOGEXDEBT	0.303072	312861.5	5.371175
LOGDEBTSER	0.005346	329.1162	1.802001
C	35.41102	220046.1	NA

3) Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain³⁰. Dalam pengamatan ini untuk mendeteksi keberadaan heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan cara

²⁹ William H. Greene, *Econometric Analysis*, Prentice Hall, Seventh Ed (New York: Pearson Education, Inc., publishing as Prentice Hall, One Lake Street, Upper Saddle River, NJ 07458, 2012), <https://doi.org/10.1198/jasa.2002.s458>; Gujarati, *Basic Econometrics*.

³⁰ Greene, *Econometric Analysis*; Gujarati, *Basic Econometrics*.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey. Hasil uji Heteroskedastisitas menunjukkan bahwa nilai p value yang ditunjukkan dengan nilai Prob. chi square (5) pada Obs*R-Squared yaitu sebesar 0.0303 nilai probabilitas signifikansinya di bawah 0,05 maka dapat dikatakan telah terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 2 Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	2.800054	Prob. F(5,54)	0.0255
Obs*R-squared	12.35313	Prob. Chi-Square(5)	0.0303
Scaled explained SS	6.924031	Prob. Chi-Square(5)	0.2264

4) Uji linearitas

Uji linearitas dimaksudkan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan secara linear antara variabel dependen terhadap setiap variabel independen yang hendak diuji. Jika suatu model tidak memenuhi syarat linearitas maka model regresi linear tidak bisa digunakan. Uji linearitas pada penelitian ini menggunakan uji *Ramsey Regression Equation Specification Error Test* atau sering disingkat dengan uji Ramsey RESET. Uji Linearitas menggunakan uji Ramsey Reset Test, dimana hasilnya bisa anda lihat pada nilai p value yang ditunjukkan pada kolom *probability* baris *F-statistics*. Hasilnya dalam tutorial ini adalah sebesar 0,5922 dimana > 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel bebas linear dengan variabel terikat.

Tabel 3 Hasil Uji Ramsey Reset

Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	0.538977	53	0.5922
F-statistic	0.290497	(1, 53)	0.5922
Likelihood ratio	0.327966	1	0.5669

b. Hasil Estimasi OLS

Uji parsial (uji t) yaitu untuk menguji bagaimana pengaruh masing-masing variabel bebasnya secara sendiri-sendiri terhadap variabel terikatnya. yang dianggap konstan. Uji serentak (uji f) yaitu uji untuk melihat bagaimanakah pengaruh semua variabel bebasnya secara bersama-sama terhadap variabel terikatnya. Hasil Uji T dan Uji F penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Ketidakpastian kebijakan ekonomi global memiliki nilai koefisien negatif (-0.062351) dengan nilai probabilitas 0.3924 yaitu > alpha 0.05 yang berarti H01 diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi global memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap sukuk Indonesia. Hasil penelitian ini mendukung studi empiris sebelumnya yang dilakukan oleh Muhammad *et al.* (2022) dan Rebero *and* Naifar (2017) yang menjelaskan bahwa indeks ketidakpastian (*Uncertainty index*) memiliki pengaruh yang negatif meski tidak signifikan.³¹

Tabel 4 Hasil analisis OLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGGPU	-0.062351	0.072311	-0.862263	0.3924
LOGEXC	2.491812	0.437473	5.695921	0.0000
LOGLIQ	1.405322	0.500820	2.806044	0.0070
LOGEXDEBT	2.364015	0.550519	4.294153	0.0001
LOGDEBTSER	-0.453935	0.073116	-6.208424	0.0000
C	-54.31954	5.950716	-9.128237	0.0000
R-squared	0.899272	Mean dependent var	14.76038	

³¹ Sial et al., “Determining Financial Uncertainty through the Dynamics of Sukuk Bonds and Prices in Emerging Market Indices”; Reberedo and Naifar, “Do Islamic Bond (Sukuk) Prices Reflect Financial and Policy Uncertainty? A Quantile Regression Approach.”

Adjusted R-squared	0.889946	S.D. dependent var	0.296200
S.E. of regression	0.098263	Akaike info criterion	-1.707708
Sum squared resid	0.521398	Schwarz criterion	-1.498274
Log likelihood	57.23124	Hannan-Quinn criter.	-1.625787
F-statistic	96.41997	Durbin-Watson stat	0.507495
Prob(F-statistic)	0.000000		

Berdasarkan uji t masing-masing variabel bebas didapatkan hasil sebagai berikut:

- b. Nilai tukar rupiah atas US\$ memiliki nilai koefisien positif (2.4918) dengan nilai probabilitas 0.0000 yaitu < 0.05 yang berarti H_{a2} diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa nilai tukar rupiah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap perkembangan sukuk Indonesia. Boukhatem (2022) menjelaskan bahwa nilai tukar, stabilitas utang luar negeri, dan stabilitas layanan utang tampaknya menjadi pendorong utama pengembangan sukuk di Arab Saudi.³²
- c. Likuiditas internasional memiliki nilai koefisien positif (1.4053) dengan nilai probabilitas 0.0070 yaitu < 0.05 yang berarti H_{a3} diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa likuiditas internasional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap perkembangan sukuk Indonesia. Hasil tersebut berbeda dengan studi dari Boukhatem (2022) stabilitas likuiditas internasional dan stabilitas neraca berjalan tidak memainkan peran utama dalam mempengaruhi sukuk di Arab Saudi.³³
- d. External Debt memiliki nilai koefisien positif (2.3640) dengan nilai probabilitas 0.0001 yaitu $< \alpha 0.05$ yang berarti H_{a4} diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa External Debt memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap sukuk Indonesia. Hasil penelitian ini mendukung studi empiris sebelumnya yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) yang menjelaskan bahwa utang luar negeri memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengembangan pasar sukuk di Uni Emirat Arab.³⁴
- e. Debt service memiliki nilai koefisien positif (-0.4539) dengan nilai probabilitas 0.0000 yaitu < 0.05 yang berarti H_{a5} diterima. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa debt service memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap perkembangan sukuk Indonesia. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) menjelaskan bahwa tingkat pengembalian utang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengembangan pasar sukuk di Uni Emirat Arab.³⁵

Koefisien determinasi adalah proporsi dari variasi total pada variabel terikat yang mampu dijelaskan oleh variabel bebas. Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi (R Square) adalah sebesar 0,89972 atau 90%. Hal ini menunjukkan bahwa variasi SUKUK dapat dijelaskan oleh Ketidakpastian kebijakan ekonomi global (LOGGPU), Nilai tukar rupiah atas US\$ (LOGEXC), Likuiditas internasional (LOGLIQ), External Debt (LOGEXDEBT), dan Debt service (LOGDEBTSER) sebesar 90% sedangkan sisanya sebesar 10% dijelaskan oleh variabel lainnya di luar model penelitian. Dengan demikian kemampuan menjelaskan dari variabel bebas terhadap variabel terikatnya bersifat kuat.

Hasil uji F menunjukkan nilai F hitung sebesar 96.41997 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang berarti. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari alpha (0,05), sehingga menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima dengan kesimpulan bahwa secara simultan Ketidakpastian kebijakan ekonomi global (LOGGPU), Nilai tukar rupiah atas US\$ (LOGEXC), Likuiditas internasional (LOGLIQ), External Debt (LOGEXDEBT), dan Debt service (LOGDEBTSER) berpengaruh terhadap SUKUK Indonesia.

³² Boukhatem, "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach."

³³ Boukhatem.

³⁴ Boukhatem.

³⁵ Boukhatem.

Berdasarkan hasil analisis yang telah dipaparkan menunjukkan bahwa seluruh variabel keuangan ekonomi makro yang digunakan sebagai determinan pasar sukuk di Indonesia pada tahun 2018 sampai tahun 2022 memiliki pengaruh yang signifikan. Dari empat variabel keuangan ekonomi makro yang digunakan dalam penelitian ini hanya variabel pembayaran utang yang memiliki determinan negatif, sedangkan variabel nilai tukar, likuiditas internasional, dan utang luar negeri memiliki determinan yang positif. Selain itu, hasil analisis penelitian juga menunjukkan bahwa variabel ketidakpastian kebijakan ekonomi global memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap pengembangan pasar sukuk di Indonesia pada tahun 2018 sampai 2022.

Transmisi Determinan *Economic Policy Uncertainty* dan Pasar Keuangan Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk Indonesia

Pengembangan pasar sukuk di Indonesia merupakan pembangunan pasar sukuk terbesar ke 3 di dunia setelah Uni Emirat Arab dan Malaysia. Dari tahun 2018 hingga tahun 2022 perkembangan pasar sukuk di Indonesia terus mengalami peningkatan meski pada tahun 2020 perekonomian Indonesia dalam kondisi resesi akibat Covid-19. Perkembangan tersebut ditunjukkan oleh peningkatan nilai dan jumlah sukuk yang beredar. Peningkatan tersebut disebabkan oleh penggunaan sukuk sebagai instrumen pembiayaan syariah dalam menekan dampak ekonomi yang disebabkan oleh Covid-19.³⁶ Pada 2021 nilai sukuk yang beredar di Indonesia juga terus mengalami peningkatan dengan pangsa pasar 15% dari pasar sukuk Dunia.³⁷ Peningkatan tersebut tidak hanya terjadi pada sukuk negara tetapi juga terjadi pada sukuk ritel.³⁸ Selain itu Indonesia juga menjadi negara yang menerbitkan Sukuk Negara terbesar di Dunia. Terus meningkatnya pasar sukuk di Indonesia juga disebabkan oleh pesatnya pertumbuhan industri syariah di Indonesia baik dari sektor keuangan, produk makanan, jasa, kosmetik dan farmasi. Pesatnya pertumbuhan industri syariah di Indonesia semakin memperbesar peluang pasar sukuk untuk semakin berkembang di Indonesia.

Peningkatan perkembangan pasar sukuk dan industri syariah di Indonesia juga menunjukkan peningkatan kontribusi umat islam dalam menjaga stabilitas dan meningkatkan perekonomian negara. Peningkatan kontribusi umat islam dalam perekonomian Indonesia disebabkan oleh semakin banyaknya umat islam yang merubah gaya hidupnya menjadi syariah. Perubahan gaya hidup tersebut kemudian berdampak pada peningkatan permintaan terhadap barang maupun jasa yang sesuai dengan syariat islam.³⁹ Peningkatan permintaan terhadap komoditas syariah tersebut juga terjadi pada produk-produk keuangan yang akan digunakan oleh umat muslim sebagai investasi jangka panjang, salah satunya yaitu pada instrumen sukuk.

Perkembangan pasar sukuk memiliki dampak positif bagi pemerintah maupun bagi korporasi, hal ini dikarenakan semakin berkembangnya pasar sukuk di Indonesia maka semakin mudah pula pemerintah dan korporasi dalam meningkatkan akumulasi modal yang dapat digunakan untuk membiayai proyek-proyek strategis. Salah satu proyek strategis yang dibiayai oleh pendanaan sukuk yaitu proyek yang memiliki konsep *green economy* untuk menjaga keseimbangan alam dan meminimalisir kerusakan

³⁶ Otoritas Jasa Keuangan, "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2021," *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia* (Jakarta, 2021), <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/laporan-perkembangan-keuangan-syariah-indonesia/Pages/Laporan-Perkembangan-Keuangan-Syariah-Indonesia-2020.aspx>.

³⁷ Bank Indonesia, "Laporan Ekonomi Dan Keuangan Syariah 2021," *Laporan Ekonomi Dan Keuangan Syariah 2021* (Jakarta, 2021).

³⁸ Bank Indonesia, "Lap. Ekon. Dan Keuang. Syariah 2021"; Otoritas Jasa Keuangan, "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2021."

³⁹ Southeast Asia, Johan Fischer, and Jeremy Jammes, "Asian Journal of Social Science Muslim Piety as Economy : Markets , Meaning and Morality In," *Asian Journal of Social Science* 49, no. 2 (2021): 124–25, <https://doi.org/10.1016/j.ajss.2021.05.004>; Devi Ernantika, Luhur Prasetyo, and Royyan Ramdhani Djayusman, "TEACHINGS OF THE MASYARAKAT TANPA RIBA IN THE LIGHT OF THE SOCIOLOGY OF KNOWLEDGE," *Muslim Heritage* 7, no. 2 (2022): 307–21, <https://doi.org/10.1037/xge0001057>.

lingkungan.⁴⁰ Penggunaan instrumen sukuk sebagai pembiayaan jangka panjang dalam *green economics* sesuai dengan firman Allah dalam Al-Quran Surat Al-Baqarah ayat 205:

يُحِبُّ لَا اللَّهُدَّ وَالنَّسْلَ الْحَرْثَ وَيُهْلِكُ فِيهَا لِيُفْسِدَ الْأَرْضَ فِي سَعْيِ تَوَلَّى وَإِذَا الْفَسَادَ

Artinya: “Dan apabila dia berpaling (dari engkau), dia berusaha untuk berbuat kerusakan di bumi, serta merusak tanam-tanaman dan ternak, sedang Allah tidak menyukai kerusakan” Q.S. Al-Baqoroh Ayat 205.

Dalam surat Al-Baqarah ayat 205 menerangkan bahwa manusia tidak boleh melakukan kerusakan pada alam karena Allah Swt membenci kerusakan. Secara tidak langsung, Surat Al-Baqarah ayat 205 juga menerangkan bahwa dalam membangun dan meningkatkan perekonomian suatu negara harus menerapkan konsep berkelanjutan sehingga tidak merusak alam sekitar dan sesuai dengan syariat islam. Sehingga pembangunan ekonomi yang dilakukan oleh masyarakat tetap beriringan dengan kelestarian lingkungan dan kemaslahatan seluruh makhluk hidup.⁴¹ Hal tersebut tidak hanya berlaku dalam proses pembangunannya saja, tetapi hal tersebut juga harus diterapkan dalam pemilihan jenis dan proses pembiayaan yang digunakan untuk membangun dan meningkatkan perekonomian. Salah satu instrumen investasi dan pembiayaan yang sesuai dengan syariat Islam dan memiliki resiko yang relatif kecil yaitu Sukuk. Kecilnya resiko yang terdapat dalam instrumen sukuk disebabkan oleh adanya jaminan berupa sejumlah aset atas kepemilikan sukuk, oleh karena itu instrumen sukuk merupakan salah satu jenis pembiayaan investasi jangka panjang yang memiliki dampak kerusakan paling minim pada kondisi perekonomian.

Berdasarkan hasil analisis dalam penelitian ini perkembangan pasar sukuk di Indonesia sangat dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi termasuk pada variabel keuangan.⁴² Hasil analisis penelitian dengan menggunakan metode OLS menunjukkan bahwa ketidakpastian kebijakan global (LOGGPU) memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia (SUKUK). Ketidakpastian kebijakan ekonomi global dapat memengaruhi kondisi perekonomian secara makro yang mana hal tersebut kemudian akan memengaruhi keputusan yang akan diambil oleh investor dalam menentukan jenis investasi yang diambil.⁴³ Akan tetapi ketidakpastian kebijakan ekonomi global tidak memengaruhi perkembangan pasar sukuk di Indonesia secara signifikan karena dalam investasi sukuk dijamin oleh lindung nilai berupa sejumlah aset yang dibiayai oleh sukuk.⁴⁴ Adanya lindung nilai berupa pengakuan kepemilikan atas sejumlah aset tertentu yang dibiayai oleh sukuk membuat investasi sukuk memiliki tingkat resiko yang lebih rendah dibandingkan dengan investasi yang bersifat konvensional. Selain itu, karena tidak adanya unsur suku bunga dalam investasi sukuk membuat investasi sukuk memiliki stabilitas dan kinerja yang lebih baik meski dalam kondisi resesi ekonomi.⁴⁵ Penerapan konsep syariah dengan adanya lindung nilai serta tidak adanya unsur riba membuat perkembangan pasar sukuk di Indonesia tidak dipengaruhi secara signifikan oleh ketidakpastian kebijakan ekonomi global. hal ini juga ditunjukkan dengan peningkatan jumlah sukuk yang beredar setiap tahunnya yang juga disertai oleh peningkatan nilai dari sukuk yang beredar di Indonesia.

⁴⁰ Bank Indonesia, “Kajian Ekonomi & Keuangan Syariah 2022” (Jakarta, 2022).

⁴¹ DEvid Frastiawan Amir Sup, “AMDAL DALAM TINJAUAN MAS LAHAH,” *Jurnal Muslim Heritage* 4, no. 1 (2019): 37–59.

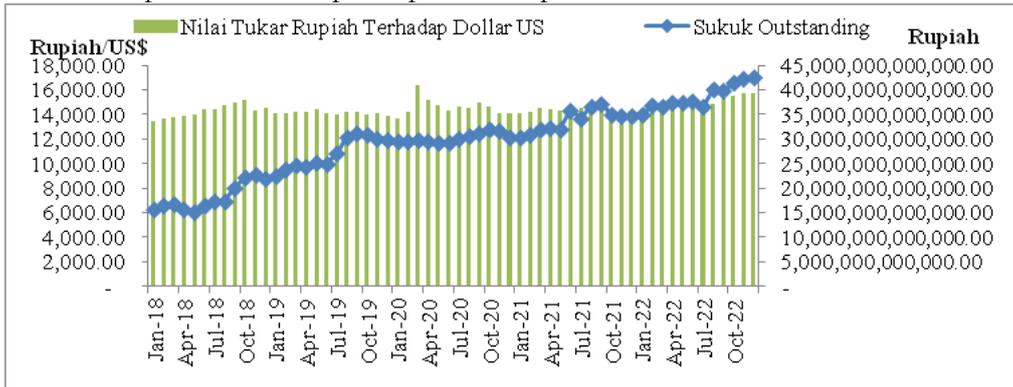
⁴² MIRZA and SULTANA, “Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development An Empirical Analysis”; Said, A., & Grassa, “The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?”

⁴³ Laila and Anshori, “The Development of Sovereign Sukuk in Indonesia.” then provide alternative solutions and produce a draft strategy to be applied and find out what determinants in developing sovereign sukuk. The method used is Analytic Network Process (ANP)

⁴⁴ Roikhan Mochamad Azizah and Anukhrija Yaumbi, “Penerapan Sukuk Berdasarkan Aset Kekayaan Negara Di Indonesia,” in *Simposium Nasional Keuangan Negara 2020* (Jakarta, 2020), 193–1115.

⁴⁵ Boukhatem, “How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach.”

Selanjutnya, hasil analisis menunjukkan bahwa variabel nilai tukar (LOGEXC) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia. Dari hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa tingginya fluktuasi nilai tukar mata uang suatu negara dapat menghambat perkembangan pasar sukuknya.⁴⁶ Pengaruh signifikan dari nilai tukar terhadap perkembangan pasar sukuk yaitu melalui nilai riil dari sukuk yang beredar di pasar keuangan syariah. Hal ini dikarenakan jika pembeli sukuk yang beredar merupakan masyarakat luar negeri maka fluktuasi nilai tukar yang tinggi tentu akan berdampak pada fluktuasi nilai riil dari sukuk yang dimiliki, sehingga nilai riil dari aset yang dijamin sebagai bukti kepemilikan sukuk menjadi tidak pasti.⁴⁷ Yang mana pada akhirnya hal tersebut akan memengaruhi tingkat pengembalian sukuk yang diterima oleh investor serta dapat memengaruhi keputusan investor dalam membeli sukuk sebagai instrumen investasi. Fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar dapat dilihat pada Gambar 3.



Gambar 3. Fluktuasi Nilai Tukar Rupiah Terhadap US Dollar dan Nilai Sukuk *Outstanding* di Indonesia (Sumber: International Monetary Fund dan Otoritas Jasa Keuangan, 2022; data diolah)

Pada Gambar 3 menunjukkan bahwa fluktuasi nilai tukar Indonesia pada tahun 2018-2022 cenderung stabil meski terdapat beberapa fluktuasi pada tahun 2018 dan tahun 2020. Stabilitas nilai tukar di Indonesia didukung oleh kebijakan stabilitas nilai tukar yang dilakukan Bank Indonesia serta didorong oleh kondisi fundamental ekonomi Indonesia yang masih dalam kondisi baik.⁴⁸ Stabilitasnya nilai tukar dan kondisi fundamental ekonomi juga berdampak pada stabilnya nilai riil dari aset yang digunakan sebagai jaminan kepemilikan sukuk, sehingga resiko yang terkandung dalam investasi sukuk yang dimiliki masyarakat semakin menurun. Kondisi tersebut kemudian semakin mendorong pengembangan pasar sukuk di Indonesia.

Hasil analisis dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa likuiditas internasional juga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia pada tahun 2018-2022. Likuiditas internasional merupakan instrumen keuangan yang menunjukkan kemampuan suatu negara dalam melakukan transaksi internasional dalam jangka penden baik dalam sektor keuangan maupun dalam sektor perdagangan. Likuiditas internasional dapat memengaruhi perkembangan pasar sukuk di Indonesia secara signifikan dikarenakan dengan tingkat likuiditas internasional yang baik menunjukkan bahwa investasi sukuk yang beredar di Indonesia memiliki peringkat yang baik.⁴⁹ Peringkat sukuk yang baik menunjukkan bahwa investasi sukuk yang diedarkan dalam pasar keuangan syariah Indonesia dapat dipercaya dan memiliki resiko yang lebih rendah. Hal ini dikarenakan dengan tingkat likuiditas

⁴⁶ Arafat Mansoor Al-Raeai et al., "The Role of Macroeconomic Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries," *International Journal of Economics and Financial Issues* 8, no. 3 (2018): 333–39, <http://www.econjournals.com>; MIRZA and SULTANA, "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development An Empirical Analysis."

⁴⁷ Yadi Nurhayadi, Ummu Salma Al Azizah, and Faraz Ayudia Alvarizha, "Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Dan Yield Sukuk Ritel Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Serisr-007 Dipasar Sekunder," *Taraadin : Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam* 1, no. 1 (2020): 84, <https://doi.org/10.24853/trd.1.1.84-98>.

⁴⁸ Bank Indonesia, "Laporan Perekonomian Indonesia 2021."

⁴⁹ Dede Nurohman, Ilma Mufidatul Lutfiana, and Novi Khoiriawati, "Effects of Leverage, Liquidity, and Profitability on The Rating of Sukuk," *Etikonomi* 19, no. 2 (2020): 299–310, <https://doi.org/10.15408/etk.v19i2.16274>.

internasional yang baik menunjukkan bahwa negara Indonesia mampu membiayai kegiatan transaksi internasional yang akan segera dilakukan dalam jangka waktu pendek. Untuk menjaga kondisi perekonomian baik pada sektor keuangan maupun pada sektor riil, Bank Indonesia memberikan tambahan likuiditas untuk menjaga kondisi fundamental ekonomi Indonesia dalam kondisi baik di tengah resesi ekonomi akibat Covid-19.⁵⁰ Dengan terjaganya tingkat likuiditas pada sektor keuangan dan sektor riil mampu menjaga tingkat pengembalian sukuk dan tingkat kepercayaan investor terhadap investasi sukuk yang beredar di Indonesia. Oleh karena itu, dengan terjaganya tingkat kepercayaan investor terhadap pasar sukuk Indonesia dapat mendorong pengembangan pasar sukuk yang lebih luas.

Disisi lain, kepercayaan dalam islam disebut juga dengan sifat amanah. Dalam syariah islam, sifat amanah merupakan dasar dalam menjalankan hubungan antara sesama manusia, maupun dengan Allah Swt termasuk dalam setiap transaksi yang dilakukan oleh umat islam.⁵¹ Oleh karena itu, dalam kegiatan investasi sukuk yang merupakan penyertaan modal untuk dikembangkan oleh pihak debitur dengan tujuan memperoleh keuntungan sudah seharusnya didasari atas sifat amanah, atau dapat dipercaya.⁵² Dimana lembaga yang membutuhkan modal sudah seharusnya dapat mengembalikan modal yang dititipkan oleh pemilik sukuk beserta tingkat pengembalian yang sudah menjadi kesepakatan dalam transaksi instrumen sukuk. Menurunnya sifat amanah dapat menjadi penghambat dalam pengembangan pasar sukuk di Indonesia, hal ini disebabkan menurunnya kepercayaan masyarakat terhadap instrumen sukuk dapat menurunkan permintaan sukuk di pasar keuangan. Sifat amanah yang harus dijaga dalam instrumen sukuk tidak hanya pada tingkat pengembaliannya saja tetapi juga dalam praktik penggunaan pembiayaannya. Hal ini dikarenakan jika terdapat suatu temuan bahwa modal yang diperoleh dari sukuk tidak digunakan sebagaimana mestinya maka unsur syariah dalam sukuk tersebut akan hilang.

Hasil analisis variabel selanjutnya yaitu utang luar negeri dan tingkat pembayaran utang yang memiliki pengaruh secara signifikan terhadap pengembangan pasar sukuk di Indonesia pada tahun 2018 sampai 2022. Salah satu alternatif pembiayaan yang digunakan oleh pemerintah dan korporasi dalam membiayai proyek yang dilakukan yaitu dengan menggunakan pembiayaan utang luar negeri. Tingkat utang luar negeri dan pembayaran utang dapat memengaruhi secara signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia. Hal ini dikarenakan semakin tinggi tingkat utang luar negeri yang dapat diperoleh oleh negara Indonesia menunjukkan bahwa negara Indonesia memiliki tingkat kepercayaan yang baik dari lembaga atau negara debitur. Maka secara tidak langsung hal tersebut juga menunjukkan bahwa likuiditas pasar keuangan di Indonesia masih dalam kondisi baik sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi di Indonesia salah satunya yaitu investasi sukuk. Terjaganya tingkat kepercayaan negara dan lembaga debitur terhadap utang yang digunakan oleh Indonesia dapat mendorong perluasan pasar sukuk di Indonesia. Kemudian tingginya tingkat pengembalian utang memiliki dampak yang negatif dan signifikan terhadap pengembangan pasar sukuk di Indonesia. Hal ini dikarenakan tingginya tingkat pengembalian utang terutama jika utang luar negeri maka hal tersebut akan berdampak pada pelemahan nilai tukar rupiah. Kondisi tersebut berdampak lebih jauh pada penurunan nilai riil dari nilai aset yang menjadi lindung nilai sukuk akibat pelemahan mata uang rupiah.

Secara garis besar hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perkembangan pasar sukuk di Indonesia dipengaruhi secara signifikan oleh kemampuan perekonomian Indonesia dalam melakukan transaksi luar negeri, dan keseimbangan sektor external. Hal ini menunjukkan bahwa jika terdapat gejolak dalam

⁵⁰ Bank Indonesia, "Lap. Ekon. Dan Keuang. Syariah 2021."

⁵¹ Amiruddin, "Amanah Dalam Perspektif Al-Quran (Studi Komparatif Tafsir Al-Misbah Dan Al-Azhar)," *Jurnal MUDARRISUNA: Media Kajian Pendidikan Agama Islam* 11, no. 4 (2021): 833–50; Ivan Muhammad Agung and Desma Husni, "Pengukuran Konsep Amanah Dalam Pendekatan Kualitatif Dan Kuantitatif," *Jurnal Psikologi* 43, no. 3 (2017): 194, <https://doi.org/10.22146/jpsi.11233>.

⁵² Hapil Hanapi, "Penerapan Sukuk Dan Obligasi Syariah Di Indonesia," *Jurnal Ilmu Akutansi Dan Bisnis Syariah* 1, no. 2 (2019): 145–62.

keseimbangan sektor eksternal dan penurunan kemampuan Indonesia dalam melakukan transaksi luar negeri akan menghambat pertumbuhan pasar sukuk di Indonesia. Guna menanggulangi hal tersebut, penawaran instrumen sukuk seharusnya lebih berfokus pada pasar dalam negeri yang mana pangsa pasar dalam negeri juga memiliki potensi yang cukup besar mengingat jumlah umat muslim merupakan penduduk mayoritas di Indonesia. Pergeseran fokus pasar sukuk dapat meminimalisir resiko dari dampak perubahan keseimbangan eksternal dan menurunnya kemampuan Indonesia dalam melakukan transaksi luar negeri, hal ini dikarenakan sebagian besar pemilik instrumen sukuk merupakan penduduk dalam negeri. Selain itu pergeseran fokus pemasaran instrumen sukuk juga dapat meningkatkan kontribusi umat islam dalam mendorong perekonomian Indonesia dan meminimalisir kerusakan akibat pembangunan ekonom.

KESIMPULAN

Indonesia menempati posisi ke 3 besar negara yang mengembangkan pasar sukuk di dunia. Selain itu, Indonesia juga menjadi negara yang menerbitkan sukuk negara terbesar di dunia. Pasar sukuk yang dikembangkan di Indonesia terus mengalami peningkatan setiap tahunnya meski kondisi perekonomian mengalami penurunan akibat resesi pada saat Pandemi Covid-19. Berbagai studi kasus tentang determinasi variabel ekonomi makro terhadap pasar sukuk telah dilakukan oleh berbagai peneliti, namun dari tidak semua variabel ekonomi makro telah diteliti keterpengaruhannya terhadap perkembangan pasar sukuk. Oleh karena itu penelitian ini membahas tentang pengaruh variabel keuangan pada ekonomi makro dan ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia. Hasil analisis penelitian dengan menggunakan metode OLS menunjukkan bahwa empat variabel keuangan pada ekonomi makro yaitu nilai tukar, likuiditas internasional, utang luar negeri, dan tingkat pembayaran utang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia pada tahun 2018-2022. Sedangkan variabel ketidakpastian kebijakan ekonomi global memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Indonesia. Dengan demikian stabilitas nilai tukar dan kecukupan likuiditas baik dalam sektor keuangan maupun dalam sektor perdagangan memiliki peran penting dalam membangun dan menjaga kepercayaan investor terhadap pasar sukuk di Indonesia. yang mana untuk menjaga kepercayaan tersebut pemerintah juga harus tetap menjaga fundamental ekonomi tetap dalam kondisi yang baik. Saran yang didasarkan atas hasil penelitian ini yaitu Pemerintah Indonesia harus membuat alternatif kebijakan baru untuk tetap menjaga stabilitas fundamental ekonomi secara keseluruhan serta menjaga kecukupan likuiditas di segala sektor, hal ini bertujuan untuk menjaga kepercayaan investor serta membuat lingkungan yang kondusif bagi pengembangan pasar sukuk di Indonesia.

Limitasi penelitian yaitu lebih banyak mengkaji dari sisi variabel keuangan dan tidak dibahas secara mendalam mengenai kajian hukum islam dri pengaruh sukuk variabel keuangan pada perkembangan pasar sukuk. Saran atau rencana penelitian selanjutnya lebih mengkaji hukum islam mengenai pengaruh variabel keuangan islam terhadap perkembangan pasar sukuk di indonesia dan pengembangan rencana strategis pasar keuangan islam yang memberikan dampak pada aktivitas ekonomi masyarakat.

DAFTAR PUSTAKA

Abdi, Aisha Aden, and Mansur Masih. "Do Macroeconomic Variables Affect Stock-Sukuk Correlation in the Regional Markets? Evidence from the GCC Countries Based on DOLS and FM-OLS." *Econometric Testing of Issues in Finance and Economics* 2, no. 1 (2017): 2–15. <https://www.researchgate.net/publication/317845127>.

- Agung, Ivan Muhammad, and Desma Husni. "Pengukuran Konsep Amanah Dalam Pendekatan Kualitatif Dan Kuantitatif." *Jurnal Psikologi* 43, no. 3 (2017): 194. <https://doi.org/10.22146/jpsi.11233>.
- Al-Raeai, Arafat Mansoor, Zairy Zainol, Ahmad Khilmy, and Abdul Rahim. "The Role of Macroeconomic Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries." *International Journal of Economics and Financial Issues* 8, no. 3 (2018): 333–39. <http://www.econjournals.com>.
- Al-Raeai, Arafat Mansoor, Zairy Zainol, and Ahmad Khilmy 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). <https://doi.org/10.17576/JEM-2019-5302-15>.
- Amiruddin. "Amanah Dalam Perspektif Al-Quran (Studi Komparatif Tafsir Al-Misbah Dan Al-Azhar)." *Jurnal MUDARRISUNA: Media Kajian Pendidikan Agama Islam* 11, no. 4 (2021): 833–50.
- Asia, Southeast, Johan Fischer, and Jeremy Jammes. "Asian Journal of Social Science Muslim Piety as Economy : Markets , Meaning and Morality In." *Asian Journal of Social Science* 49, no. 2 (2021): 124–25. <https://doi.org/10.1016/j.ajss.2021.05.004>.
- Azizah, Roikhan Mochamad, and Anukhrija Yaumbi. "Penerapan Sukuk Berdasarkan Aset Kekayaan Negara Di Indonesia." In *Simposium Nasional Keuangan Negara 2020*, 193–1115. Jakarta, 2020.
- Balli, Faruk, Mabruk Billah, Hatice Ozer Balli, and Russell Gregory-Allen. "Economic Uncertainties, Macroeconomic Announcements and Sukuk Spreads." *Applied Economics* 52, no. 35 (2020): 3748–69. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1721424>.
- Bank Indonesia. "Kajian Ekonomi & Keuangan Syariah 2022." Jakarta, 2022.
- . "Laporan Ekonomi Dan Keuangan Syariah 2021." *Laporan Ekonomi Dan Keuangan Syariah 2021*. Jakarta, 2021.
- . "Laporan Perekonomian Indonesia 2021." Jakarta, 2021.
- Boukhatem, Jamel. "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach." *Heliyon* 8, no. 5 (2022): e09453. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09453>.
- Ernantika, Devi, Luhur Prasetyo, and Royyan Ramdhani Djayusman. "TEACHINGS OF THE MASYARAKAT TANPA RIBA IN THE LIGHT OF THE SOCIOLOGY OF KNOWLEDGE." *Muslim Heritage* 7, no. 2 (2022): 307–21. <https://doi.org/10.1037/xge0001057>.
- Greene, William H. *Econometric Analysis*. Prentice Hall. Seventh Ed. New York: Pearson Education, Inc., publishing as Prentice Hall, One Lake Street, Upper Saddle River, NJ 07458, 2012. <https://doi.org/10.1198/jasa.2002.s458>.
- Gujarati, Damodar N. *Basic Econometrics*. New York: The McGraw–Hill Companies, 2012.
- Hanapi, Hapil. "Penerapan Sukuk Dan Obligasi Syariah Di Indonesia." *Jurnal Ilmu Akutansi Dan Bisnis Syariah* 1, no. 2 (2019): 145–62.
- Hartanto, Selamaet, and Devid Frastiawan Amir Sup. "Konsep Sukuk Wakaf Dalam Perspektif Fatwa DSN-MUI." *Muslim Heritage* 6, no. 1 (2021): 201–18. <https://doi.org/10.21154/muslimheritage.v6i1.2767>.

- IDX Islamic. "Surat Berharga Syariah Negara." Sukuk Negara. Accessed April 10, 2023. <https://idxislamic.idx.co.id/edukasi-pasar-modal-syariah/sukuk-negara/>.
- Laila, Nisful, and Muslich Anshori. "The Development of Sovereign Sukuk in Indonesia." *International Journal of Innovation, Creativity and Change* 11, no. 11 (2020): 636–48. <https://doi.org/10.33403/rigeo.800655>.
- Maula Nasrifah. "Sukuk (Obligasi Syariah) Dalam Perspektif Keuangan Islam." *Asy-Syari'ah : Jurnal Hukum Islam* 5, no. 2 (2019): 165–79. <https://doi.org/10.36835/assyariah.v5i2.120>.
- MIRZA, A R, and N SULTANA. "Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development An Empirical Analysis." *International Journal of Islamic Economics ...* 1, no. 1 (2020): 65–83. <https://ojs.mul.edu.pk/index.php/IJIEG/article/download/18/5>.
- Naifar, Nader, and Shawkat Hammoudeh. "Do Global Financial Distress and Uncertainties Impact GCC and Global Sukuk Return Dynamics?" *Pacific Basin Finance Journal* 39 (2016): 57–69. <https://doi.org/10.1016/j.pacfn.2016.05.016>.
- Naifar, Nader, Mourad Mroua, and Slah Bahloul. "Do Regional and Global Uncertainty Factors Affect Differently the Conventional Bonds and Sukuk? New Evidence." *Pacific Basin Finance Journal* 41 (2017): 65–74. <https://doi.org/10.1016/j.pacfn.2016.12.004>.
- Nurhayadi, Yadi, Ummu Salma Al Azizah, and Faraz Ayudia Alvarizha. "Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Dan Yield Sukuk Ritel Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Serisr-007 Dipasar Sekunder." *Taraadin : Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam* 1, no. 1 (2020): 84. <https://doi.org/10.24853/trd.1.1.84-98>.
- Nurohman, Dede, Ilma Mufidatul Lutfiana, and Novi Khoiriawati. "Effects of Leverage, Liquidity, and Profitability on The Rating of Sukuk." *Etikonomi* 19, no. 2 (2020): 299–310. <https://doi.org/10.15408/etk.v19i2.16274>.
- Otoritas Jasa Keuangan. "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2021." *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indoensia*. Jakarta, 2021. <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/laporan-perkembangan-keuangan-syariah-indonesia/Pages/Laporan-Perkembangan-Keuangan-Syariah-Indonesia-2020.aspx>.
- Otoritas Jasa Keuangan Republik Indoensia. "Statistik Sukuk Desember 2022." Jakarta, 2023. [https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Documents/Pages/Statistik-Sukuk-Syariah---Desember-2022/Statistik Sukuk Desember 2022.pdf](https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Documents/Pages/Statistik-Sukuk-Syariah---Desember-2022/Statistik%20Sukuk%20Desember%202022.pdf).
- Reboredo, Juan Carlos, and Nader Naifar. "Do Islamic Bond (Sukuk) Prices Reflect Financial and Policy Uncertainty? A Quantile Regression Approach." *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2017): 1535–46. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1256197>.
- Said, A., & Grassa, R. "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): 251–67.
- Sial, Muhammad Safdar, Jacob Cherian, Abdelrhman Meero, Asma Salman, Abdul Aziz Abdul Rahman, Sarminah Samad, and Constantin Viorel Negrut. "Determining Financial Uncertainty through the Dynamics of Sukuk Bonds and Prices in Emerging Market Indices." *Risks* 10, no. 3 (2022): 1–13. <https://doi.org/10.3390/risks10030061>.
- Smaoui, Houcem, and Mohsin Khawaja. "The Determinants of Sukuk Market Development." *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2017): 1501–18. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1224175>.

Smaoui, Houcem, and Salem Nechi. "Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?" *Research in International Business and Finance* 41, no. February (2017): 136–47. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>.

Sup, DEvid Frastiawan Amir. "AMDAL DALAM TINJAUAN MAS LAHAH." *Jurnal Muslim Heritage* 4, no. 1 (2019): 37–59.