

PENENTU PERKEMBANGAN PASAR SUKUK: MAKROEKONOMI DAN *INSTITUTIONAL QUALITY*

M. Thoha Ainun Najib^{1*)}, Silky Roudhotus Sa'adah²⁾, Rizki Listyono Putro³⁾

¹IAIN Ponorogo, ²Universitas Negeri Malang, ³Universitas Muhammadiyah Ponorogo
email:thoha.ainun@gmail.com^{1*},silky.roudhotus@gmail.com²,rizkylistyono@gmail.com³

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk. Pendekatan penelitian ini adalah studi literatur. Terdapat 18 artikel yang relevan mulai tahun 2012-2022 dari Google Scholar dan Scopus. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel makroekonomi dan kualitas kelembagaan berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk di berbagai negara. Pendekatan yang dominan digunakan adalah kuantitatif (Panel Regression Fixed Effect Model). Negara yang dominan dijadikan objek penelitian yaitu Malaysia, Saudi Arabia dan Bahrain. Meski demikian, ketersediaan kajian empiris terkait kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk masih sedikit.

Kata kunci: Makroekonomi, Kualitas Kelembagaan, Perkembangan Pasar Sukuk.

Abstract

The purpose of this study was to analyze the effect of macroeconomic and institutional quality on the development of the sukuk market. This research approach is literature study. There are 18 relevant articles from 2012-2022 from Google Scholar and Scopus. The results show that macroeconomic variables and institutional quality influence the development of the sukuk market in various countries. The dominant approach used is quantitative (Panel Regression Fixed Effect Model). The dominant countries used as research objects are Malaysia, Saudi Arabia and Bahrain. However, the availability of empirical studies related to institutional quality on the development of the sukuk market is still limited.

Keywords: Institutional Quality, Macroeconomic, Sukuk Market Development

PENDAHULUAN

Keuangan Syariah telah mengalami perkembangan yang signifikan selama satu dekade terakhir di beberapa sektor, diantaranya bank syariah, instrumen keuangan syariah seperti sukuk, saham dan reksadana Syariah (Raza & Ashraf, 2019). Total aset industri keuangan syariah secara global pada akhir tahun 2017 mencapai 2,5 triliun US dollar dengan pertumbuhan 8,3% (IFSB, 2018). Pada tahun 2017 juga menunjukkan adanya perubahan pada bank syariah yang beroperasi di negara Muslim dan non-Muslim (Eropa dan Amerika) dengan total aset 1,557 triliun US Dollar (IFSB, 2018). Akan tetapi sebagian besar pertumbuhan dan ekspansi keuangan Islam tersebut didorong oleh penerbitan saham syariah, sukuk dan penyertaannya dalam portofolio syariah dan non syariah.

Dalam lima tahun terakhir, sukuk mengalami pertumbuhan yang mengesankan. Sebagai instrument keuangan Islam, sukuk telah menjadi bagian penting penggerak roda perekonomian dunia. Perkembangan nilai pasar sukuk dari 33.606 miliar US dollar menjadi 174,641 US dollar pada periode 2006-2020 (IIFM, 2021). Apalagi pasar sukuk juga mampu menarik emiten non-muslim dari Eropa, Asia dan Afrika (Aziz et al., 2016). Perkembangan pasar sukuk semakin meningkat dengan adanya kehadiran delapan negara non anggota Organisasi Kerjasama Islam yang berminat menerbitkan sukuk di pasar global diantaranya Amerika, Hongkong, Inggris Raya, Perancis, Jerman, Luksemburg dan Singapura (Houcem Smaoui & Ghouma, 2020). Pasar sukuk muncul pada sistem keuangan sebagai skema baru pasca krisis keuangan global tahun 2008, karena terbukti tidak terpengaruh oleh krisis tersebut. Hal ini merupakan alternatif meningkatkan modal untuk memenuhi kebutuhan keuangan baik perusahaan maupun negara (Ahmad et al., 2012) dan mempromosikan pembangunan ekonomi secara berkelanjutan (Zulkhibri, 2015). Menurut Asian Development Bank (2005), di antara faktor penting untuk meningkatkan iklim investasi adalah stabilitas makroekonomi dan institusi pemerintah. Sebagai salah satu bentuk produk investasi, maka sukuk tidak dapat dipisahkan dari pengaruh iklim

investasi di sekitarnya (Asian Development Bank, 2005). Sebagaimana hasil penelitian Said dan Grasa (2013) bahwa pertumbuhan ekonomi dan keterbukaan perdagangan mencatat hubungan positif terhadap perkembangan pasar sukuk (Said & Grassa, 2013). Begitu juga hasil kajian empiris dari Zanudin (2019) bahwa pertumbuhan ekonomi mempunyai hubungan positif signifikan terhadap perkembangan sukuk (Zanudin et al., 2019). Hasil penelitian tersebut didukung oleh temuan Mirza (2020) bahwa faktor-faktor ekonomi seperti PDB per kapita; keterbukaan perdagangan, ukuran ekonomi dan persentase muslim, memiliki berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk (Mirza & Sultana, 2020). Adapun variabel makroekonomi lain yaitu inflasi memiliki dampak negatif pada perkembangan keuangan (Cherif & Gazdar, 2010) dan sukuk (Nafisah et al., 2020).

Selain variabel makroekonomi, kualitas kelembagaan juga memainkan peran penting dalam perkembangan pasar keuangan (Garcia & Liu, 1999). Para ahli berpendapat bahwa kualitas kelembagaan merupakan penentu utama pembangunan ekonomi (Challe et al., 2019) yang memiliki dampak pada perkembangan investasi (Wang et al., 2014). Bukti lain menunjukkan bahwa reputasi kualitas kelembagaan sangat penting dalam perkembangan pasar keuangan (Law & Saini, 2012). Hasil penelitian lain juga menunjukkan bahwa kualitas kelembagaan berpengaruh signifikan terhadap pembangunan ekonomi dan keuangan (Khan et al., 2019); perkembangan keuangan konvensional (Phuc et al., 2019), serta perkembangan keuangan Islam (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). Hasil-hasil riset tersebut telah menunjukkan bahwa kualitas kelembagaan tidak hanya penting bagi iklim perkembangan keuangan konvensional akan tetapi juga pada perkembangan keuangan Islam. Meskipun pasar sukuk domestik dan internasional berkembang pesat, masih terdapat keterbatasan literatur yang menjelaskan faktor-faktor yang memengaruhi perkembangan pasar sukuk. Terutama dalam menjawab tantangan potensi pasar sukuk agar dapat berkembang secara optimal dan berkontribusi dalam mendukung perekonomian (Paltrinieri et al., 2019). Oleh karena itu, tujuan penelitian ini adalah mengeksplorasi pengaruh makro ekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk secara global. Hasil penelusuran dari penelitian yang telah dilakukan diharapkan dapat mendorong topik-topik penelitian baru tentang perkembangan pasar sukuk di masa depan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan pendekatan analisis deskriptif dengan studi literatur. Tinjauan literatur sistematis ini membantu mensintesis pengetahuan dan menentukan arah penelitian masa depan. Langkah-langkah penelitian ini sebagai berikut:

Tahap 1. Pencarian Database Penelitian

Database yang digunakan dalam mencari jurnal ilmiah/artikel yaitu *Scopus* dan *Google Scholar*. Artikel diperoleh melalui bantuan software *publish or perish* dengan kata kunci (bahasa Indonesia) “perkembangan pasar sukuk”, “pengaruh makroekonomi terhadap perkembangan pasar sukuk”, “pengaruh kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk”; (bahasa Inggris) “*sukuk market development*”, “*determinan sukuk market development*” “*the impact macroeconomic on sukuk market development*” dan “*the impact institutional quality on sukuk market development*”. Ruang lingkup pencarian mulai tahun 2012 sampai Agustus 2022. Adapun hasil pencarian yang dipilih hanya artikel/jurnal ilmiah maka temuan dalam bentuk buku, makalah prosiding dan *working paper* dieliminasi. Hasilnya, terdapat 63 artikel yang ditemukan, sebanyak 20 artikel dari database *Scopus* dan 43 artikel dari *Google Scholar*.

Tahap 2. Memvisualisasikan Pencarian

Peneliti dengan cermat membaca judul dari 63 artikel untuk mengeliminasi duplikat artikel dan penelitian yang tidak terkait dengan pengaruh makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk. Proses ini telah mengeliminasi 45 artikel, sehingga pada akhirnya terdapat 18 artikel yang dipertahankan untuk dianalisis.

Tahap 3. Analisis Isi

Teknik analisis isi merupakan teknik yang digunakan untuk mengidentifikasi isi/konten setiap artikel. Teknik analisis terdiri dari dua langkah: deskriptif dan tematik. Analisis deskriptif dilakukan untuk mengidentifikasi informasi dasar dari artikel terpilih yaitu jumlah artikel pada periode tertentu. Pada tahap analisis tematik, artikel dikategorikan berdasarkan negara objek penelitian, pendekatan penelitian dan variabel penelitian.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Jumlah Artikel Periodikal

Pada gambar 2 menunjukkan jumlah publikasi artikel jurnal dari tahun 2012 hingga 2022. Terdapat 18 artikel yang terpublikasi (Scopus dan Google Scholar) dengan tema makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk. Jumlah publikasi artikel jurnal dari tahun 2012-2022 menunjukkan adanya peningkatan. Tahun 2012, 2013 dan 2022 terdapat 1 artikel jurnal yang terpublikasi. Tahun 2017 dan 2018 terdapat 2 artikel yang terpublikasi. Tahun 2019, 2020 dan 2021 terdapat 4 artikel yang terpublikasi.

Gambar 2

Tahun publikasiterkait pengaruh makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk



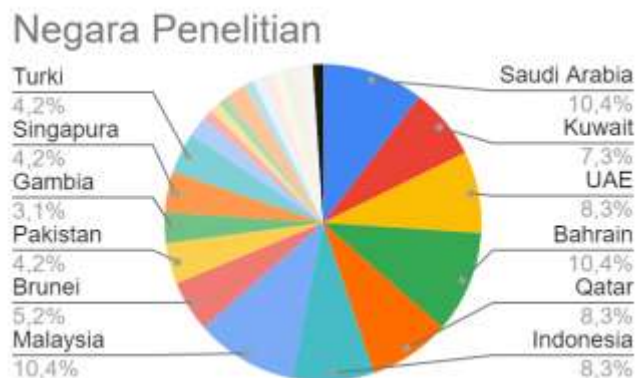
Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2020

Negara Penelitian

Pada gambar 3 menunjukkan beberapa negara yang dijadikan objek penelitian terkait variabel makro ekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk. Negara paling banyak (dominan) diteliti yaitu Malaysia, Saudi Arabia dan Bahrain (10,4%), disusul UEA, Indonesia dan Qatar (8,3%), Kuwait (7,3%), Brunei (5,2%), Pakistan, Turki dan Singapura (4,2%), Gambia (3,1%).

Gambar 3

Negara penelitian terkait pengaruh makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2022

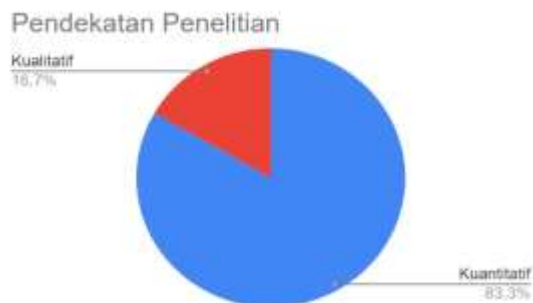
Pendekatan Penelitian

Ada 3 macam pendekatan penelitian yaitu kualitatif, kuantitatif dan campuran (*mixed method*). Pada gambar 4 menunjukkan bahwa pendekatan penelitian yang digunakan terkait makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap pasar sukuk yaitu pendekatan kuantitatif sebanyak 15 artikel (83,3 %) dan pendekatan kualitatif sebanyak 3 artikel (16,7%) (Punch,2013).

Metode penelitian kuantitatif yang digunakan pada artikel yang terpublikasi *Panel Regression Fixed Effect Model* dengan persentase 17,6%, *General Method of Moment* (16,7%), *Ordinary Least Square* (29, 4%), *Pooled Ordinary Least Square* (11,8%), dan *VECM (Vector Error Correction Model)*, *VAR (Vector Autoregressive)*, *ARDL (Autoregressive Distributed Lag)*, Regresi Linear Berganda dengan persentase 5,9%. Adapun metode penelitian kualitatif yang digunakan pada artikel terpilih adalah kerangka konseptual (66,7) dan studi literatur (33,3).

Gambar 4

Pendekatan penelitian terkait pengaruh makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk



Sumber: Data diolah peneliti, 2022

Variabel Penelitian

Makro ekonomi

Pada tabel 1 menunjukkan bahwa terdapat 19 variabel makro ekonomi yang memengaruhi perkembangan pasar sukuk. Variabel yang sering diuji oleh peneliti adalah perdagangan terbuka (8 artikel). Sedangkan variabel lainnya diantaranya tingkat tabungan, production index, SBIS, jumlah uang beredar, stabilitas layanan utang, stabilitas utang luar negeri.

Tabel 1 Variabel makro ekonomi yang memengaruhi perkembangan pasar sukuk (berdasarkan penelitian kuantitatif)

No	Variabel	Author	Jumlah
1	PDB	(Grassa & Gazdar, 2012), (Muharram et al., 2019), (Zanudin et al., 2019), (Nafisah et al., 2020), (D. E. Utami & Irawati, 2021), (Jaafar et al., 2021)	6
2	PDB Perkapita	(Said & Grassa, 2013), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017), (Mirza & Sultana, 2020), (Basyariah et al., 2021)	3
3	Perdagangan Terbuka	(Grassa & Gazdar, 2012), (Said & Grassa, 2013), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017), (Al-raei et al., 2019), (Muharram et al., 2019), (Zanudin et al., 2019)	6
4	Ukuran Ekonomi	(Grassa & Gazdar, 2012), (Said & Grassa, 2013), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017), (Mirza & Sultana, 2020)	4
5	Inflasi	(Grassa & Gazdar, 2012), (Zanudin et al., 2019), (Mirza & Sultana, 2020), (Cupian et al., 2020), (Nafisah et al., 2020), (Jaafar et al., 2021), (C. V. Utami et al., 2021)	7
6	Suku Bunga	(Grassa & Gazdar, 2012), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017), (Mirza & Sultana, 2020)	3
7	Populasi	(Grassa & Gazdar, 2012), (Said & Grassa, 2013), (Mirza & Sultana, 2020), (Basyariah et al., 2021)	4

No	Variabel	Author	Jumlah
8	Nilai Tukar	(Al-raeai et al., 2019), (Nafisah et al., 2020), (Basyariah et al., 2021), (C. V. Utami et al., 2021), (Boukhatem, 2022)	5
9	Perdagangan Terbuka	(Grassa & Gazdar, 2012), (Said & Grassa, 2013), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017), (Al-raeai et al., 2019), (Muharram et al., 2019), (Zanudin et al., 2019), (Mirza & Sultana, 2020), (D. E. Utami & Irawati, 2021)	8
10	Krisis	(Grassa & Gazdar, 2012), (Said & Grassa, 2013), (Mirza & Sultana, 2020)	3
11	Ukuran Sistem Perbankan	(Al-raeai et al., 2019), (Mirza & Sultana, 2020)	2
12	Tingkat Tabungan	(Al-raeai et al., 2019)	1
13	Kapitalisasi Pasar Saham	(Al-raeai et al., 2019), (D. E. Utami & Irawati, 2021)	2
14	Pasar Obligasi	(Mirza & Sultana, 2020), (D. E. Utami & Irawati, 2021)	2
15	Production Index	(Cupian et al., 2020)	1
16	SBIS	(Cupian et al., 2020), (C. V. Utami et al., 2021)	1
17	Jumlah uang beredar	(Nafisah et al., 2020)	1
18	Stabilitas layanan hutang	(Boukhatem, 2022)	1
19	Stabilitas utang luar negeri	(Boukhatem, 2022)	1

Sumber diolah oleh peneliti 2022

Makroekonomi merupakan salah satu faktor penting dalam perkembangan pasar sukuk karena kondisi makroekonomi yang baik akan memengaruhi keputusan para pelaku sukuk (*issuer* dan investor). Variabel makroekonomi yang harus diperhatikan adalah Produk Domestik Bruto (PDB), pengangguran, inflasi, nilai tukar dsb. Variabel tersebut dapat mempengaruhi banyak hal dalam perkembangan sukuk, baik berefek secara positif maupun negatif.

Variabel pertama yaitu Produk Domestik Bruto (PDB) yang memiliki pengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Grassa & Gazdar, 2012; Jaafar et al., 2021; Muharram et al., 2019; Nafisah et al., 2020; Utami & Irawati, 2021; Zanudin et al., 2019). Penelitian ini menunjukkan bahwa PDB mempunyai pengaruh positif dalam perkembangan pasar sukuk sehingga dapat dijadikan sebuah prediktor yang baik untuk memperkirakan nilai sukuk. Selain itu, penelitian yang dilakukan di negara – negara anggota GCC juga menemukan bahwa pasar sukuk hanya pelengkap saja, bukan pengganti pasar obligasi. Akan tetapi hal tersebut tidak menjadi masalah pada perkembangan pasar sukuk selama PDB dalam kondisi stabil.

PDB perkapita berpengaruh pada perkembangan pasar sukuk (Basyariah et al., 2021; Mirza & Sultana, 2020; Said & Grassa, 2013; Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). PDB Per Kapita sangat mempengaruhi struktur sukuk di negara – negara penerbit seperti Arab Saudi, Kuwait, UEA, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan, dan Gambia yang diamati selama periode 2003-2012. Secara langsung, kondisi ekonomi rakyat sangat berpengaruh pada nilai perkembangan sukuk di negara – negara tersebut. Jika PDB perkapita naik, maka nilai sukuk akan ikut naik. Begitu pula hal sebaliknya, jika PDB perkapita turun maka jumlah Sukuk yang diterbitkan akan ikut turun secara signifikan.

Selain itu, keterbukaan perdagangan negara juga memiliki pengaruh pada perkembangan pasar sukuk (Al-raeai et al., 2019; Grassa & Gazdar, 2012; Mirza & Sultana, 2020; Muharram et al., 2019; Said & Grassa, 2013; Houcem Smaoui & Khawaja, 2017; Zanudin et al., 2019). Keterbukaan perdagangan sangat penting dalam perkembangan sukuk karena sukuk juga terpengaruh dengan fluktuasi. Dalam penelitian ini perdagangan yang dimaksud adalah

perdagangan minyak dan fluktuasi yang dimaksud adalah fluktuasi harga minyak. Bagi negara – negara penghasil minyak dan mengeluarkan sukuk, harus mempunyai sumber pendanaan alternatif agar perkembangan Sukuk tetap stabil dan tidak defisit. Komoditas lain yang mempengaruhi perkembangan pasar Sukuk adalah harga emas dunia. harga emas dunia (Suciningtyas, 2019). Jika diamati, kedua komoditas perdagangan tersebut adalah komoditas yang harganya mengalami fluktuasi mengikuti inflasi dan nilai tukar uang.

Hal selanjutnya yang mempengaruhi perkembangan pasar sukuk adalah ukuran ekonomi (Mirza & Sultana, 2020; Said & Grassa, 2013; Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). Sudut pandang sederhanannya adalah perkembangan sukuk di negara dengan ukuran ekonomi besar seperti Uni Emirat Arab dan Arab Saudi bernilai jauh lebih besar daripada negara dengan ukuran ekonomi lebih kecil. Negara dengan ukuran ekonomi besar tentu mempunyai kurs yang berdampak pada tumbuh kembangnya pasar sukuk (Basyariah et al., 2021; Boukhatem, 2022; Nafisah et al., 2020; Utami & Irawati, 2021). Begitu juga dengan besar kecilnya inflasi negara yang pasti berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Cupian et al., 2020; Jaafar et al., 2021; Nafisah et al., 2020; Utami & Irawati, 2021; Zanudin et al., 2019). Hal terakhir yang termasuk ukuran ekonomi negara adalah tingkat suku bunga yang berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Grassa & Gazdar, 2012; Mirza & Sultana, 2020; Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). Ukuran ekonomi sejauh ini tampaknya menjadi faktor utama perkembangan pasar sukuk.

Hal utama lainnya adalah tingkat populasi muslim mempengaruhi berkembangnya pasar sukuk (Basyariah et al., 2021; Grassa & Gazdar, 2012; Mirza & Sultana, 2020; Said & Grassa, 2013). Sukuk yang diterbitkan membawa isu syari'ah yang tentunya akan terpengaruh dengan populasi muslim di suatu negara. Semakin banyak muslim maka target pasar sukuk akan semakin banyak. Akan tetapi, pemasar sukuk juga harus mempunyai strategi marketing yang baik karena jumlah populasi tinggi tidak selamanya berbanding lurus dengan tingkat literasi sukuk apalagi di negara dengan ukuran ekonomi kecil.

Beberapa variabel makronekonomi lain seperti halnya pasar obligasi, tingkat tabungan, jumlah uang beredar, SBIS, sektor perbankan, saham, stabilitas utang luar negeri, stabilitas layanan hutang, krisis, dan ukuran sistem perbankan berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Al-raeai et al., 2019; Boukhatem, 2022; Cupian et al., 2020; Mirza & Sultana, 2020; Nafisah et al., 2020; Said & Grassa, 2013; Utami & Irawati, 2021). Variabel – variabel tersebut berpengaruh secara simultan dengan ukuran sistem perbankan (pengaruh paling besar) dan saham (pengaruh terkecil) pada perkembangan pasar sukuk Arab Saudi. Di sisi lain semua variabel tersebut harus diperkuat dengan stabilitas yang baik untuk memastikan pasar sukuk dapat berkembang.

Kualitas Kelembagaan

Pada Tabel 2 terdapat 12 variabel kualitas kelembagaan yang memengaruhi perkembangan pasar sukuk. Urutan pertama variabel yang sering diamati oleh peneliti yaitu supremasi hukum (*rule of law*) sebanyak 8 artikel. Kedua, korupsi dan kualitas regulasi yang telah diteliti sebanyak 5 artikel. Sedangkan variabel yang masih sedikit diamati adalah hukum syariah, profil investasi, risiko politik, *government effectiveness*, *voice accountability*, dan stabilitas pajak.

Tabel 2 Variabel makro kualitas kelembagaan yang memengaruhi perkembangan pasar sukuk (berdasarkan penelitian kuantitatif)

No	Variabel	Author	Jumlah
1	Hukum	(Grassa & Gazdar, 2012), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017)	2
2	Supremasi Hukum	(Said & Grassa, 2013), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017), (Basyariah et al., 2020), (Mirza & Sultana, 2020), (Basyariah et al., 2021), (Jaafar et al., 2021)	6

No	Variabel	Author	Jumlah
3	Korupsi	(Grassa & Gazdar, 2012), (Said & Grassa, 2013), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017), (Mirza & Sultana, 2020), (Basyariah et al., 2021)	5
4	Kualitas Regulasi	(Grassa & Gazdar, 2012), (Said & Grassa, 2013), (Mirza & Sultana, 2020), (Basyariah et al., 2020), (Basyariah et al., 2021)	5
5	Hukum Syariah	(Said & Grassa, 2013)	1
7	Profil Investasi	(Houcem Smaoui & Khawaja, 2017)	1
8	Risiko Politik	(Al-raei et al., 2019)	1
9	Government Effectiveness	(Basyariah et al., 2021)	1
10	Voice Accountability	(Basyariah et al., 2021)	1
11	Stabilitas Politik	(Jaafar et al., 2021)	1
12	Agama	(Said & Grassa, 2013), (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017)	2

Sumber diolah oleh peneliti 2022

Investasi sukuk merupakan salah satu sarana investasi bagi masyarakat yang menginginkan imbal hasil yang lebih tinggi dari tabungan dan deposito. Namun kegiatan investasi sukuk tidak lepas dari risiko yang harus diterima, diantaranya risiko politik. Suatu negara dengan kualitas kelembagaan yang tinggi, maka harus mampu mengelola risiko politik dengan baik. Pelaku sukuk membutuhkan kualitas kelembagaan suatu negara yang kredibel. Artinya, negara harus mampu membuat, memastikan, dan melindungi semua pelaku sukuk dapat melakukan aktivitasnya tanpa ada yang dirugikan. Indikator kualitas kelembagaan diantaranya hukum, korupsi, kualitas regulasi dsb. Variabel – variabel tersebut telah diteliti dalam beberapa penelitian tentang sukuk di berbagai negara terutama pengaruhnya pada kepercayaan investor, dimana kepercayaan investor dapat membuat pasar sukuk berkembang dengan baik.

Variabel hukum berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Said & Grassa, 2013; Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). Kepastian hukum sangat diperlukan untuk memastikan kinerja sukuk. Suatu negara yang memiliki hukum dan diterapkan dengan baik maka akan diikuti dengan tumbuh kembangnya penerbitan sukuk. Hukum di suatu negara harus dipastikan mampu melindungi semua pelaku sukuk baik itu emiten dan investor. Penerapan hukum yang kredibel akan mempengaruhi kepercayaan investor dan akan diikuti dengan keputusan investasi sukuk. Hal ini menunjukkan bahwa supremasi hukum berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Jaafar et al., 2021; Mirza & Sultana, 2020; Said & Grassa, 2013).

Sementara itu, hukum syariah yang diberlakukan di beberapa negara juga berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Said & Grassa, 2013). Penelitian ini dilakukan di negara – negara Arab seperti Arab Saudi, Qatar, Uni Emirat yang menerapkan hukum Islam dimana hukum Syariah menjadi dasar dalam menerbitkan sukuk dan negara – negara dengan warga mayoritas Islam seperti Indonesia, Malaysia dan Brunei. Hukum Syari'ah yang diterapkan menentukan tingkat kepercayaan masyarakat terhadap sukuk yang diterbitkan. Regulasi hukum dengan berlandaskan pada hukum syari'ah dalam memayungi penerbitan sukuk menjadikan pengaruh yang signifikan pada kepercayaan masyarakat sebagai target pembeli Sukuk.

Begitu juga dengan kualitas regulasi dalam suatu negara memiliki pengaruh pada perkembangan pasar sukuk (Said & Grassa, 2013)(Grassa & Gazdar, 2012). Ini tentu saja berlaku sebaliknya yaitu tidak berpengaruh jika regulasi yang diterapkan mempunyai kualitas buruk (Mirza & Sultana, 2020). Tingkat regulasi yang baik dapat dilihat di negara – negara dengan

kondisi ekonomi yang baik seperti UEA dan Qatar. Regulasi tersebut dapat secara silmutan dengan keterbukaan perdagangan dan ukuran ekonomi. Kedua penelitian ini menemukan hal yang sama yaitu kualitas regulasi berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Hal ini menyiratkan bahwa negara-negara yang peringkatnya lebih tinggi dalam kualitas regulasi memiliki pasar sukuk yang lebih besar. Oleh karenanya, begitu penting tingkat efisiensi dan keandalan regulasi dalam perkembangan pasar sukuk di suatu negara.

Hal yang pasti berpengaruh pada perkembangan pasar sukuk adalah tingkat korupsi (Basyariah et al., 2021; Jaafar et al., 2021; Mirza & Sultana, 2020; Said & Grassa, 2013; Houcem Smaoui & Khawaja, 2017; Zanudin et al., 2019). Dengan tingkat korupsi yang rendah, kepercayaan masyarakat untuk membeli sukuk akan menjadi tinggi karena kekuaatiran yang rendah. Dalam penelitan ini, kualitas lembaga diukur dengan tingkat korupsinya. Negara penerbit sukuk tertinggi seperti Malaysia, Kerajaan Arab Saudi, Uni Emirat Arab, Indonesia, dan Bahrain mempunyai kualitas kelembagaan yang baik sehingga korupsi dapat dikontrol dengan maksimal. Berbagai lembaga terkait di negara – negara tersebut mampu memanfaatkan supremasi hukum dengan efektif agar pasar sukuk dapat berkembang dengan baik.

Gambaran/profil investasi suatu negara memiliki pengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). Sukuk merupakan investasi konservatif yang memiliki resiko rendah. Menurut penelitian ini, sukuk menjadi sebuah pilihan menarik karena resikonya yang rendah. Ini sangat cocok dengan investor yang memilih investasi aman dengan resiko rendah. Perkembangan pasar Sukuk sangat terbantu dengan profil tersebut dimana investor memilih untuk bermain aman apalagi sukuk ini adalah sebuah investasi yang tergolong baru di beberapa Negara.

Selain itu, agama juga berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk (Said & Grassa, 2013) positif (Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). Penelitian ini menemukan bahwa persentase umat Islam memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar Sukuk. Hal ini dapat disadari karena sukuk adalah produk dari ekonomi Islam. Di sisi lain, negara – negara dengan mayoritas penduduk muslim dengan kondisi ekonomi yang rendah masih belum memikirkan untuk membeli Sukuk sebagai salah satu produk investasi. Populasi muslim yang tinggi di suatu negara menjadi faktor yang mempengaruhi perkembangan pasar Sukuk di 13 negara Islam seperti Arab Saudi, UEA, Qatar, dll. Perkembangan pasar Sukuk di negara – negara tersebut dipengaruhi sangat signifikan oleh agama. Dengan demikian, perkembangan pasar sukuk telah mendorong inklusi keuangan dengan menghilangkan efek negatif dari pengasingan diri beragama, yang merangsang investasi dan pertumbuhan ekonomi (Smaoui & Nechib, 2017).

Begitu juga pada beberapa variabel yang mempengaruhi perkembangan pasar sukuk diantaranya stabilitas politik, *rule of law*, *government effectiveness*, *voice accountability*, kualitas birokrasi, risiko politik. (Al-raei et al., 2019; Basyariah et al., 2021; Jaafar et al., 2021; Houcem Smaoui & Khawaja, 2017). Pada penelitian yang telah dilakukan untuk melihat perkembangan pasar sukuk di tahun 1995 – 2015 menemukan bahwa stabilitas politik mempunyai dampak yang sangat besar terhadap perkembangan pasar Sukuk. Semakin kondusif keadaan politik akan semakin baik pasar sukuk di suatu negara. Penelitian ini juga menemukan bahwa keadaan politik yang kondusif membuat penerbit sukuk lebih mudah mengendalikan penerbitan sukuk sehingga harga sukuk lebih mudah dipredikisi. Selain itu kondisi politik yang stabil berarti jaminan pertumbuhan pasar sukuk yang jauh dari determinan negatif. Di sisi lain, peraturan pemerintah juga memberikan pengaruh yang cukup besar pada pasar Sukuk. Peraturan tersebut memberikan batasan – batasan yang harus diikuti tidak hanya penerbit sukuk akan tetapi juga investor.

Penelitian Kualitatif pada perkembangan pasar sukuk

Penelitian kualitatif terhadap perkembangan pasar sukuk ditemukan pada 2 artikel oleh Al-raei di tahun 2018. Pertama, hasil temuan menunjukkan bahwa pemerintahan *Gulf Cooperation Council* (GCC) harus mendiversifikasi sumber pembiayaan alternatif melalui sukuk, yang mana selama ini perolehan sumber utama dari industri minyak (Al-raei et al., 2018a). Kedua, peran

risiko politik dan pasar keuangan pada pengembangan pasar sukuk di GCC. Oleh karenanya perlu kerangka kerja untuk menjelaskan determinan makroekonomi dan peran risiko politik dalam pengembangan pasar sukuk di negara GCC yang memiliki wilayah terbesar dalam hal aset keuangan syariah.(Al-raeai et al., 2018b).

Paparan di atas secara keseluruhan menunjukkan bahwa jumlah terbitan artikel tentang perkembangan pasar sukuk dari tahun ke tahun mengalami peningkatan, akan tetapi jika dibandingkan dengan perkembangan pasar obligasi masih terpaut jauh. Semua indikator variabel makroekonomi secara umum sudah diteliti untuk dijadikan variabel dependen (mempengaruhi) pada topik perkembangan pasar sukuk. Begitu juga variabel *institutional quality* dengan indikator *World Guide Indicator* (WGI) yang sudah banyak dilakukan dengan memposisikan sebagai variabel dependen (mempengaruhi). Dengan demikian, perlu adanya penelitian tentang perkembangan pasar sukuk yang mempertimbangkan kebaruan (*novelty*) sebagai berikut: (1) Penggunaan variabel makroekonomi yang lebih luas terhadap perkembangan pasar sukuk seperti kondisi pasar saham, pasar obligasi, krisis, utang negara dsb; (2) Penggunaan variabel *institutional quality* dengan indikator *International Country Risk Guide* (ICRG) dan *Business Environmental Risk Intelligence* (BERI) untuk memperoleh temuan penelitian yang lebih beragam; (3) Memposisikan variabel *institutional quality* sebagai variabel moderator (memperkuat atau memperlemah) pada variabel lain di perkembangan pasar sukuk.

KESIMPULAN

Penelitian ini berfokus untuk mengetahui sejauhmana perkembangan penelitian tentang variabel makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk. Secara umum masih sangat minim penelitian tentang *institutional quality* terhadap perkembangan pasar sukuk. Terbukti hanya terdapat 18 artikel yang sesuai dengan topik dan telah dipublikasi pada *google scholar* dan *scopus*. Hasil penelusuran menunjukkan jumlah penelitian tiap tahun kecenderungannya mengalami peningkatan. Pendekatan penelitian masih didominasi oleh pendekatan penelitian kuantitatif, dibandingkan dengan pendekatan kualitatif. Pendekatan kuantitatif yang digunakan beragam, akan tetapi paling dominan menggunakan *Panel Regression Fixed Effect Model*. Negara yang dominan dijadikan sebagai objek penelitian yaitu Malaysia, Saudi Arabia dan Bahrain. Hasil pengelompokan variabel menunjukkan variabel makroekonomi dan kualitas kelembagaan berpengaruh (positif atau negatif) terhadap perkembangan pasar sukuk di berbagai negara.

Keterbatasan penelitian ini hanya mengkaji variabel makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk melalui database *Scopus* dan *Google Scholar* dengan periode pengamatan mulai tahun 2012 sampai Agustus 2022. Adapun Saran dan rekomendasi bagi peneliti berikutnya: (1) Variabel yang mempengaruhi perkembangan pasar sukuk diperluas; (2) Database artikel diperbanyak (*Web of Science* dan *Crossref*); (4) Pengembangan jenis penelitian baik kuantitatif dan kualitatif atau keduanya (*mix methods*); (5) Objek penelitian diperluas pada kawasan Eropa dan Amerika.

REFERENSI

- Ahmad, N., Daud, S. N. M., & Kefeli, Z. (2012). Economic Forces and the Sukuk Market. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 127–133.
- Al-raeai, A. M., Zainol, Z., & Abdul Rahim, A. K. bin. (2018a). The Role of Macroeconomic factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *International Journal of Economics and Financial*, 8(3).
- Al-raeai, A. M., Zainol, Z., & Abdul Rahim, A. K. bin. (2018b). The Role of Political Risk and Financial Development Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(1).
- Al-raeai, A. M., Zainol, Z., & Abdul Rahim, A. K. bin. (2019). 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(2), 199–211.
- Asian Development Bank. (2005). *Improving the investment climate in Indonesia*. Economics and Research Department, Development Indicators and Policy Research Division.
- Aziz, H. A., Idriss, U., & Echchabi, A. (2016). Does Sukuk Financing Promote Economic Growth an Emphasis on the Major Issuing Countries. *Turkish Journal of Islamic Economics*, 3(2).
- Bahloul, S., Mroua, M., & Naifar, N. (2017). The impact of macroeconomic and conventional stock market variables on Islamic index returns under regime switching. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 62–74.
- Basyariah, N., Kusuma, H., & Qizam, I. (2020). Institutional Quality and Sukuk Development: A Study of Five OIC Countries. *Shirkah: Journal of Economics and Business*, 5(3).
- Basyariah, N., Kusuma, H., & Qizam, I. (2021). Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 0201–0211.
- Boukhatem, J. (2022). How does financial risk affect sukuk market development? Empirical evidence from ARDL approach. *Heliyon*, 8(5). <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09453>
- Challe, E., Ignacio, J., & Mengus, E. (2019). Institutional quality and capital inflows: Theory and evidence. *Journal of International Money and Finance*, 96, 168–191.
- Cherif, M., & Gazdar, K. (2010). 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(1), 1–21.
- Cupian, Muasia, R., & Putri, S. A. (2020). The Influence of Macroeconomics Indicators to The Growth of Sukuk in Indonesia. *Equilibrium: Jurnal Ekonomi Syariah*, 8(1), 167–178.
- Garcia, V. F., & Liu, L. (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29–59.
- Grassa, R., & Gazdar, K. (2012). The Determinants of the Development of the Sukuk Market in GCC Countries. *International Conference On Islamic Capital Markets*.
- IFSB. (2018). *IFSB 2018 Islamic Financial services industry stability report*. kuala lumpur, malaysia.
- IIFM. (2021). *International Islamic Financial Market, IIFM sukuk report July 2021, 10th edition*.
- Jaafar, M. N., Muhamat, A. A., Karim, N. A., Basri, M. F., & Hasmadi, A. A. (2021). The determinants of Sukuk issuance: evidence from top Sukuk issuing countries. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 16(1).
- Khan, M. A., Khan, M. A., Abdulahi, M. E., Liaqat, I., & Shah, S. S. H. (2019). Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective. *Journal of Multinational Financial Management* 49, 67–80.
- Law, S. H., & Saini, W. N. W. A. (2012). Institutional Quality, Governance, and Financial Development. *Economics of Governance* 13, 3, 217–236.
- Mirza, A. R., & Sultana, N. (2020). Impact of Economic Factors to Determine the Sukuk Market Development: An Empirical Analysis. *IJIEG*, 1(1).
- Muharram, H., Anwar, R. J., & Robiyanto, R. (2019). Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth and Trade Openess (The Case of Indonesia and Malaysia). *Business: Theory and Practice*, 20, 196–207.
- Nafisah, C. D. R., Sujianto, A. E., Latifah, N. A., Anjarsari, K. Y., & Achmad Budi Susetyo. (2020). The Determinants of Sovereign Sukuk Issuance from Organization of Islamic Cooperation Members. *Technium (Social Sciences Journal)*, 9.
- Nguyen, C. P., Nguyen, T. V. H., & Schinckus, C. (2018). Institutions, Economic Openness and Stock Return Co-movements: An Empirical Investigation in Emerging Markets. *Finance Research Letters*.

- Paltrinieri, A., Hassan, M. K., Bahoo, S., & Ashraf, K. (2019). A Bibliometric Review of Sukuk Literature. *International Review of Economics & Finance*.
- Phuc, N., Schinckus, C., Dinh, S., Phuc Canh, N., Schinckus, C., & Thanh, S. D. (2019). Do economic openness and institutional quality influence patents? Evidence from GMM systems estimates. *International Economics*, 157, 134–169.
- Raza, M. W., & Ashraf, D. (2019). Does the application of smart beta strategies enhance portfolio performance? The case of Islamic equity investments. *International Review of Economics and Finance*.
- Said, A., & Grassa, R. (2013). The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(5), 251–267.
- Smaoui, Hacem, & Nechi, S. (2017). Research in International Business and Finance Does sukuk market development spur economic growth? *Research in International Business and Finance*, 41, 136–147.
- Smaoui, Houcem, & Ghouma, H. (2020). Research in International Business and Finance Sukuk Market Development and Islamic Banks 'Capital Ratios. *Research in International Business and Finance* 51, 17.
- Smaoui, Houcem, & Khawaja, M. (2017). The Determinants of Sukuk Market Development. *Emerging Markets Finance and Trade* 53, 7, 1501–1518.
- Utami, C. V., Kismawadi, E. R., & Eliza, Z. (2021). Pengaruh Inflasi, Sertifikat Bank Indonesia Syariah dan Nilai Tukar Terhadap Perkembangan Sukuk Di Indonesia. *JIM (Jurnal Ilmiah Mahasiswa)*, 3(2).
- Utami, D. E., & Irawati, Z. (2021). 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(4).
- Wang, J., Chau, F., & Deesomsak, R. (2014). Political uncertainty and stock market volatility in the Middle East and North African (MENA) countries. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, 28(1), 1–19.
- Zanudin, T. I., Yusuf, N., Abdoh, W. M. Y. M., Zain, R. S., & Bulot, N. (2019). Determinant of Sukuk Market Development (2009-2018). *Economic Business*.
- Zulhibri, M. (2015). Synthesis of Theoretical and Empirical Research on Sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15, 237–248.