

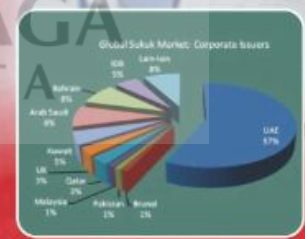
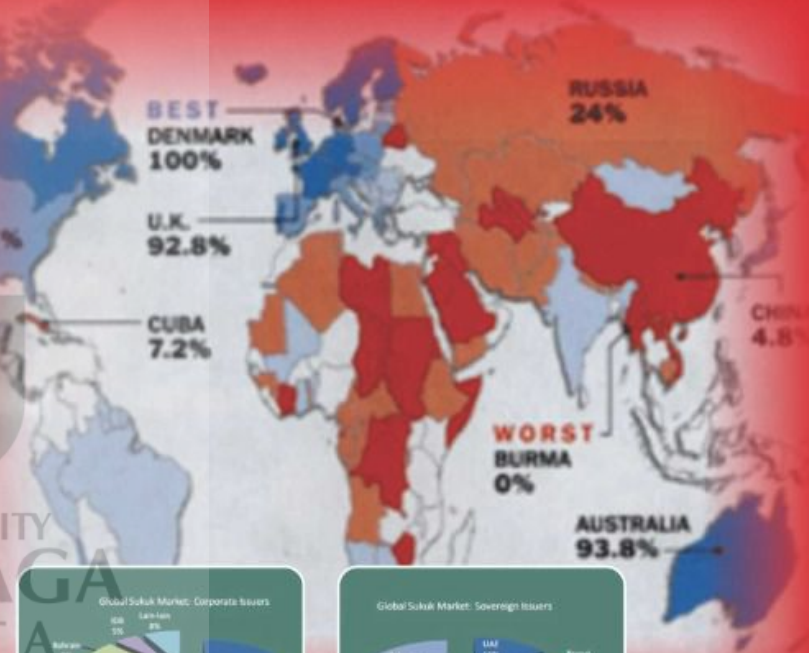
NUHBATUL BASYARIAH

DISERTASI

PERAN STABILITAS MAKROEKONOMI DAN KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM PERKEMBANGAN PASAR SUKUK

PERAN STABILITAS MAKROEKONOMI DAN KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM PERKEMBANGAN PASAR SUKUK

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA



**PERAN STABILITAS MAKRO EKONOMI DAN
KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM
PERKEMBANGAN PASAR SUKUK**



Diajukan Kepada Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat
Memperoleh Gelar Doktor Ekonomi Islam

OLEH:
NUHBATUL BASYARIAH
NIM: 1530316010

PEMBIMBING:
Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA
Dr. Ibnu Qizam, S.E, M.Si., Akt., CA

**PROGRAM DOKTOR PASCASARJANA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA
2021**

PENGESAHAN

Judul Disertasi : PERAN STABILITAS MAKRO EKONOMI DAN
KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM
PERKEMBANGAN PASAR SUKUK
Ditulis oleh : Nuhbatul Basyariah
NIM : 1530316010
Program/Prodi. : Doktor (S3) / Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Telah dapat diterima
Sebagai salah satu syarat guna memperoleh gelar Doktor (Dr.)
Dalam Bidang Studi Islam

Yogyakarta, 24 Mei 2021

Rektor/
Ketua Sidang,



Prof. Dr. Al Makin, M.A.
NIP.: 19720912 200112 1 002

YUDISIUM

BISMILLĀHIRRAHMĀNIRRAHĪM

DENGAN MEMPERTIMBANGKAN JAWABAN PROMOVENDA ATAS PERTANYAAN DAN KEBERATAN PARA PENILAI DALAM UJIAN TERTUTUP (PADA TANGGAL 8 DESEMBER 2020), DAN SETELAH MENDENGAR JAWABAN PROMOVENDA ATAS PERTANYAAN DAN SANGGAHAN PARA PENGUJI DALAM SIDANG UJIAN TERBUKA, MAKA KAMI MENYATAKAN, PROMOVENDA, **NUHBATUL BASYARIAH** NOMOR INDUK: **1530316010** LAHIR DI **NGAWI**, TANGGAL **24 FEBRUARI 1984**

LULUS DENGAN PREDIKAT :

~~PUJIAN (CUM LAUDE), SANGAT MEMUASKAN/MEMUASKAN**.~~

KEPADA SAUDARA DIBERIKAN GELAR DOKTOR **STUDI ISLAM** KONSENTRASI **EKONOMI ISLAM**, DENGAN SEGALA HAK DAN KEWAJIBAN YANG MELEKAT ATAS GELAR TERSEBUT.

*SAUDARI MERUPAKAN DOKTOR KE-768

YOGYAKARTA, 24 Mei 2021

REKTOR/
KETUA SIDANG,












Prof. Dr. Al Makin, M.A.

NIP.: 19720912 200112 1 002

** CORET YANG TIDAK DIPERLUKAN

**DAFTAR HADIR DEWAN PENGUJI
UJIAN TERBUKA PROMOSI DOKTOR**

Nama Promovendus : Nuhbatul Basyariah ()
NIM : 1530316010
Judul Disertasi : PERAN STABILITAS MAKRO EKONOMI DAN KUALITAS KELEMBAGAAN
DALAM PERKEMBANGAN PASAR SUKUK

Ketua Sidang : Prof. Dr. Al Makin, M.A. ()
Sekretaris Sidang : Dr. Abdur Rozaki, S.Ag., M.Si. ()
Anggota : 1. Prof. Drs. H. Hadri Kusuma, MBA, Ph.D. ()
(Promotor/Pengujian)
2. Dr. Ibnu Qizam, SE., M.Si., Akt., CA. ()
(Promotor/Pengujian)
3. Prof. Mahfud Sholihin, Ph.D. ()
(Pengujian)
4. Dr. Sunaryati, M.Si. ()
(Pengujian)
5. Dr. Misnen Ardiansyah, SE., M.Si., Ak., CA., ()
ACPA. (Pengujian)
6. Dr. M. Fakhri Husein, SE., M.Si. ()
(Pengujian)

Di Ujikan di Yogyakarta pada hari Rabu tanggal 24 Mei 2021

Tempat : Aula Lt. 1 Gd. Pascasajana UIN Sunan Kalijaga
Waktu : Pukul 10.00 WIB. S.d. Selesai
Hasil / Nilai (IPK) : 2,77
Predikat Kelulusan : Pujian (Cum laude) / Sangat Memuaskan / Memuaskan

Sekretaris Sidang,


Dr. Abdur Rozaki, S.Ag., M.Si.
NIP. 19750701 200501 1 007

HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Nuhbatul Basyariah
NIM : 1530316010
Fakultas : Pascasarjana
Program Studi : Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa disertasi saya yang berjudul: **“Peran Stabilitas Makro Ekonomi Dan Kualitas Kelembagaan Dalam Pengembangan Pasar Sukuk”** adalah hasil karya pribadi yang tidak mengandung plagiarisme dan tidak berisi materi yang dipublikasikan atau ditulis orang lain, kecuali bagian-bagian tertentu yang penulis ambil sebagai acuan dengan tata cara yang dibenarkan secara ilmiah.

Jika terbukti pernyataan ini tidak benar, maka penulis siap mempertanggungjawabkan sesuai hukum yang berlaku.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Yogyakarta, 9 Juni 2021
Yang menyatakan



Nuhbatul Basyariah
1530316010



KEMENTRIAN AGAMA RI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
PASCASARJANA

Promotor : Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA

()

Promotor : Dr. Ibnu Qizam, S.E, M.Si., Akt., CA

()



NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu'alaikum Wr, Wb

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan, dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

PERAN STABILITAS MAKROEKONOMI DAN KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM PERKEMBANGAN PASAR SUKUK

Yang ditulis oleh:

Nama : Nuhbatul Basyariah, S.E.I.,M.Sc
NIM : 1530316010
Program : Doktor
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 8 Desember 2020, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Agama Islam.

Wassalamu'alaikum Wr,Wb

Yogyakarta, 20 Januari 2021
Promotor,



Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu 'alaikum Wr, Wb

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan, dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**PERAN STABILITAS MAKROEKONOMI DAN
KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM PERKEMBANGAN
PASAR SUKUK**

Yang ditulis oleh:

Nama : Nuhbatul Basyariah, S.E.I.,M.Sc
NIM : 1530316010
Program : Doktor
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 8 Desember 2020, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Agama Islam.

Wassalamu 'alaikum Wr, Wb

Yogyakarta, 25 Januari 2021

Promotor,



Dr. Ibnu Qizam, SE.,M.Si., Akt. CA

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu 'alaikum Wr, Wb

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan, dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**PERAN STABILITAS MAKROEKONOMI DAN
KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM PERKEMBANGAN
PASAR SUKUK**

Yang ditulis oleh:

Nama : Nuhbatul Basyariah, S.E.I.,M.Sc
NIM : 1530316010
Program : Doktor
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 8 Desember 2020, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Agama Islam.

Wassalamu 'alaikum Wr,Wb

Yogyakarta, 25 Januari 2021

Penguji,



Prof. Dr. Mahfud Sholihin, Ph.D

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu 'alaikum Wr, Wb

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan, dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**PERAN STABILITAS MAKROEKONOMI DAN
KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM PERKEMBANGAN
PASAR SUKUK**

Yang ditulis oleh:

Nama : Nuhbatul Basyariah, S.E.I.,M.Sc
NIM : 1530316010
Program : Doktor
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 8 Desember 2020, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Agama Islam.

Wassalamu 'alaikum Wr, Wb

Yogyakarta, 28 Januari 2021

Penguji,



Dr.Sunaryati, SE., M.Si

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu 'alaikum Wr, Wb

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan, dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**PERAN STABILITAS MAKROEKONOMI DAN
KUALITAS KELEMBAGAAN DALAM PERKEMBANGAN
PASAR SUKUK**

Yang ditulis oleh:

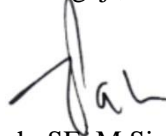
Nama : Nuhbatul Basyariah, S.E.I.,M.Sc
NIM : 1530316010
Program : Doktor
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Sebagaimana yang disarankan dalam Ujian Tertutup pada tanggal 8 Desember 2020, saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan ke Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan dalam Ujian Terbuka Promosi Doktor (S3) dalam rangka memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Agama Islam.

Wassalamu 'alaikum Wr,Wb

Yogyakarta, 28 Januari 2021

Penguji,



Dr.Misnen Ardiansyah, SE.,M.Si.,Ak.,CA.,ACPA

ABSTRAKSI

Tujuan penelitian ini adalah menguji secara empiris stabilitas makroekonomi, dan kualitas kelembagaan terhadap Perkembangan Pasar Sukuk global. Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder yang bersumber dari *World Development Indeks* (WDI-World Bank), IMF, *World Governance Indeks* (WGI), dan *International Islamic Financial Market* (IIFM). Fokus obyek kajian ini adalah lima negara yang tertinggi dalam penerbitan sukuk menurut IIFM dan *Thomson Reuters* periode tahun 2002-2017, yaitu: Malaysia, UEA, KSA, Indonesia, dan Bahrain. Teknik analisis data yang digunakan adalah Regresi Data Panel, Regresi Panel Dinamis/GMM dan *Moderator Regression Analysis* (MRA). Hasil analisis menunjukkan bahwa GDP perkapita secara signifikan berpengaruh positif terhadap perkembangan sukuk, sedangkan variabel inflasi memberikan pengaruh negatif secara signifikan terhadap perkembangan sukuk, dan kurs tidak berpengaruh terhadap perkembangan sukuk. Adapun hasil uji kualitas kelembagaan menunjukkan secara agregat kualitas kelembagaan berpengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk. Adapun pendekatan variabel individual menunjukkan empat dari enam indikator kelembagaan (RL, PSAV, GE, CC) berpengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk, dan 2 dari enam indikator (VA dan RQ) tidak berpengaruh terhadap perkembangan sukuk. Hasil uji moderasi menunjukkan bahwa kualitas kelembagaan memoderasi pengaruh stabilitas makroekonomi terhadap perkembangan sukuk, efek mayor muncul pada efek moderasi pengaruh kurs terhadap perkembangan sukuk, dari enam indikator kelembagaan hanya RQ yang memoderasi GDP terhadap perkembangan sukuk, dan CC memoderasi inflasi terhadap sukuk. Implikasi penelitian adalah pentingnya menjaga stabilitas makroekonomi dengan meningkatkan GDP perkapita, dan menjaga stabilitas kurs dan inflasi, serta penguatan kelembagaan pemerintah dalam rangka peningkatan dan pengembangan ekonomi dan keuangan negara. Perluasan penelitian dapat dilakukan dengan melakukan pengujian dan analisis pergerakan antar variabel dalam jangka pendek dan jangka panjang, sehingga semakin tampak besaran dan

kekuatan pengaruh masing-masing variabel terhadap perkembangan sukuk.

Kata Kunci: *Stabilitas Makroekonomi, Kualitas Kelembagaan, Perkembangan Pasar sukuk global.*



MOTTO

هَنْ جَدَّ وَجَدَّ

Barang siapa bersungguh-sungguh, maka ia akan berhasil.

مَنْ يَزْرَعْ يَنْصُدْ

Barang siapa menanam, maka dia akan memetik.

قُلِ الْحَقُّ وَلَوْ كَانَ مُرًّا

Katakanlah yang benar meskipun pahit.



PERSEMBAHAN

Karya ini saya persembahkan untuk suamiku dan anakku yang selalu mendukung dan menjadi motivasi setiap amalku

Juga untuk orangtuaku baik yang melahirkan dan merawatku, maupun mertuaku yang selalu mendo'akan dan mendukung baik secara moral maupun spiritual, semoga ilmu ini bisa menjadi amal jariyah kelak, Aamiin



PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Berdasarkan Surat Keputusan Bersama Menteri Agama RI dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan RI Nomor 158/1987 dan 0543b/U/1987, tanggal 10 September 1987.

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	alif	tidak dilambangkan	tidak dilambangkan
ب	ba ^ʿ	b	Be
ت	ta ^ʿ	t	Te
ث	ša ^ʿ	š	es (dengan titik di atas)
ج	jim	j	Je
ح	ha ^ʿ	h	ha (dengan titik di bawah)
خ	ha ^ʿ	kh	ka dan ha
د	dal	d	De
ذ	žal	ž	zet (dengan titik di atas)
ر	ra ^ʿ	r	Er
ز	zai	z	Zet
س	sin	s	Es
ش	syin	sy	es dan ye
ص	š ad	s	es (dengan titik di bawah)
ض	ḍad	d	de (dengan titik dibawah)
ط	ta ^ʿ	t	te (dengan titik dibawah)
ظ	za	z	zet (dengan titik dibawah)
ع	„ain	‘	koma terbalik di atas
غ	Gain	g	Ge
ف	fa ^ʿ	f	Ef
ق	Qaf	q	Qi
ك	Kaf	k	Ka
ل	Lam	l	El
م	Mim	m	Em
ن	Nun	n	En
و	wawu	w	We
ه	ha ^ʿ	h	Ha
ء	Hamzah	‘	Apostrof
ی	ya ^ʿ	y	Ye

B. Konsonan Rangkap karena Syaddah ditulis rangkap

متعقدين	Ditulis	luta' aqqidin
عدة	Ditulis	ddah

C. Ta' Marbutah

1. Bila dimatikan ditulis h

هبة	ditulis	hibbah
جزية	ditulis	Jizyah

(ketentuan ini tidak diperlakukan terhadap kata-kata Arab yang sudah terserap ke dalam bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat, dan sebagainya, kecuali bila dikehendaki lafal aslinya). Bila diikuti dengan kata sandang "al" serta bacaan kedua itu terpisah, maka ditulis dengan h.

كرامة الأولياء	ditulis	Karāmah al-aulyā'
----------------	---------	-------------------

2. Bila ta' marbutah hidup atau dengan harkat, fathah, kasrah, dan dammah ditulis t.

زكاة الفطر	ditulis	za kātul fiṭri
------------	---------	----------------

D. Vokal Pendek

ـ	Kasrah	Ditulis	i
َ	Fathah	Ditulis	a
ُ	dammah	Ditulis	u

E. Vokal Panjang

fathah + alif	Ditulis	a
جاهلية	Ditulis	jahiliyyah
fathah + ya' mati	Ditulis	a
يسعى	Ditulis	yas'a
kasrah + ya' mati	Ditulis	i
كريم	Ditulis	karim
dammah + wawu mati	Ditulis	u
فروض	Ditulis	furud

F. Vokal Rangkap

fathah + ya ^h mati	Ditulis	ai
بينكم	Ditulis	bainakum
fathah + wawu mati	Ditulis	au
قول	Ditulis	qoulum

G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan Apostrof

أأنتم	Ditulis	a'antum
أأعدت	Ditulis	u'idat
لأئن شكرتم	Ditulis	la'in syakartum

H. Kata Sandang Alif + Lam

1. Bila diikuti Huruf Qamariyah

القرآن	Ditulis	al-Qur ^h ān
القياس	Ditulis	al-Qiyās

2. Bila diikuti Huruf Syamsiyah ditulis dengan menggandakan huruf syamsiyyah yang mengikutinya, serta menghilangkan huruf l (*el*)-nya.

القرآن	Ditulis	as-Samā ^h
القياس	Ditulis	asy-Syams

I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat

ذوي الفروض	Ditulis	ẓawī al-furūḍ
اهل السنة	Ditulis	ahl as-sunnah

KATA PENGANTAR

Segala puji kami panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan nikmat, rahmat dan hidayahNya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi ini. *Shalawat* serta Salam kita haturkan kepada junjungan dan teladan kita Rasulullah Muhammad SAW yang senantiasa kita nantikan syafaatnya di *Yaumul Qiyamah* nanti, Amiin.

Suatu nikmat kebahagiaan yang terdalem sebagai penulis, dengan melewati berbagai rintangan dan hambatan dalam melangkah dan berproses, sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi ini sebagai tugas akhir dalam Pendidikan Program Doktor konsentrasi Ekonomi Islam di Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.

Proses penulisan disertasi ini tentu tidak lepas dari keterlibatan banyak pihak yang telah meluangkan waktu dan berbagi ilmu, oleh sebab itu penulis ingin menyampaikan rasa Terima Kasih yang sedalam-dalamnya atas dukungan, bimbingan dan bantuannya kepada:

1. Prof. Dr. Phil. Al Makin, S.Ag., M.A. sebagai Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
2. Prof. Dr. H. Abdul Mustaqim, S.Ag., M.Ag. sebagai Direktur Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA. dan Dr. Ibnu Qizam, S.E, M.Si., Akt., CA sebagai dosen pembimbing yang selalu memberikan bimbingan, dukungan, dan motivasi untuk penyelesaian disertasi ini.
4. Seluruh dosen dan Staff Pascasarjana Program Doktoral UIN Sunan Kalijaga, terimakasih atas ilmu, bimbingan, bantuan, dan motivasi yang diberikan kepada penulis selama menjadi mahasiswi di UIN Sunan Sunan Kalijaga Yogyakarta.
5. Seluruh Civitas Akademika STEI Hamfara Yogyakarta atas do'a, dukungan, kepercayaan dan kesempatan yang diberikan dalam peningkatan diri dan menyelesaikan

amanah, semoga penulis dapat memberikan yang terbaik untuk kemajuan STEI Hamfara kedepannya.

6. Ucapan khusus atas ungkapan rasa terima kasih sekaligus permintaan maaf yang besar kepada suamiku Rahmat Miftahul Habib dan anakku Muhammad Hafidz Al-Fatih, karena kalian semangat ini selalu terjaga, mohon maaf sudah mengorbankan banyak waktu bersama demi penyelesaian amanah ini. Tak terlupakan ibuku Siti Mangunah dan mertuaku Ibu Titin Sundari dan Bapak Teguh Indarmadji beserta keluarga besar Bani Kamzuri dan Bani Bisri yang senantiasa mendo'akan, memberikan arahan, bimbingan dan motivasi sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi ini dengan baik.

Akhirnya, segala kritik dan saran dari pembaca yang bersifat konstruktif sangat diharapkan demi kesempurnaan disertasi ini, semoga disertasi ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan ekonomi Islam. Aamiin

Yogyakarta, 24 Mei 2021

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN RAJAJAGA
YOGYAKARTA
Nuhbatul Basyariah

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN.....	vi
HALAMAN PENYATAAN BEBAS PLAGIASI.....	vii
NOTA DINAS PEMBIMBING.....	ix
ABSTRAK.....	xv
HALAMAN TRANSLITERASI.....	xvii
KATA PENGANTAR.....	xxi
DAFTAR ISI.....	xxiii
DAFTAR TABEL.....	xxvi
DAFTAR GAMBAR.....	xxvii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xxviii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Rumusan Masalah.....	13
C. Tujuan Penelitian.....	13
D. Keaslian Penelitian.....	14
E. Kontribusi Penelitian.....	16
F. Sistematika Pembahasan.....	18
BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS.....	21
A. Sukuk dan Teori Keuangan.....	21
1. Teori Portofolio Markowitz dan Permintaan Uang.....	22
2. Teori Trade Off.....	23
B. Teori Fundamental Ekonomi Makro.....	24
1. Pendapatan Perkapita dan Sukuk.....	25
2. Inflasi dan Sukuk.....	27
3. Kurs/ Nilai Tukar dan Sukuk.....	29

C. Teori Ekonomi Kelembagaan	30
1. Hubungan Kualitas Kelembagaan dengan Sukuk	35
2. Kualitas Kelembagaan sebagai Moderator Ekononi	42
D. Sukuk dan Instrumen Keuangan	43
E. Kerangka dan Hipotesis Penelitian	50
1. Analisis Regresi Data Panel dan GMM	50
2. Regresi dengan Moderasi	51
BAB III METODE PENELITIAN	53
A. Desain Penelitian.....	53
B. Populasi Dan Sampel	53
C. Jenis Data dan Sumber Data	57
D. Metode Pengumpulan Data.....	58
E. Definisi Variabel Penelitian	59
F. Prosedur Analisis	65
1. Analisis Deskriptif	65
2. Analisis Faktor	66
3. Analisis Model Data Panel.....	66
4. Analisis Regresi Panel Dinamis/ GMM.....	70
5. Analisis Regresi dengan Variabel Moderasi.....	72
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	75
A. Deskripsi Data.....	75
B. Analisis Data	82
1. <i>Smoothing Data</i>	82
2. Penentuan Indikator variabel kualitas kelembagaan.....	82

C.	Mekanisme dan Hasil Uji Data	86
1.	Analisis Regresi Data Panel	86
2.	Regresi Panel Dinamis/ GMM	94
3.	Regresi Simultan	100
4.	Regresi Moderasi	105
D.	Pengujian Hipotesis	110
1.	Hasil Uji Koefisien Determinasi	110
2.	Hasil Uji Signifikansi Parameter	111
E.	Diskusi dan Implikasi Hasil Penelitian	113
1.	Pengaruh GDP Perkapita Terhadap Sukuk	114
2.	Pengaruh Inflasi Terhadap Sukuk	115
3.	Pengaruh Kurs Terhadap Sukuk	116
4.	Pengaruh Kualitas Kelembagaan Terhadap Sukuk	117
5.	Pengaruh Makroekonomi Terhadap Sukuk dengan Kualitas Kelembagaan sebagai Variabel Moderasi	125
BAB V	PENUTUP	139
A.	Kesimpulan	139
B.	Implikasi Temuan	140
C.	Keterbatasan Penelitian	143
D.	Saran Untuk Penelitian Selanjutnya	144
	Daftar Pustaka	147
	Lampiran	171
	Riwayat Hidup	207

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Penerbitan Sukuk Global Tahun 2001-2017	54
Tabel 3.2 Data Penerbitan Sukuk Global Lima Besar yang terdaftar di IIFM Pada Tahun 2017	56
Tabel 3.3 Definisi Operasional Variabel	60
Tabel 4.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif	75
Tabel 4.2 Rangkuman Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Panel	87
Tabel 4.3 Ringkasan Uji Pemilihan Model	88
Tabel 4.4 Uji Autokorelasi	89
Tabel 4.5 Perbandingan Uji Weight dan Unweight	90
Tabel 4.6 Rangkuman Hasil Uji Regresi Panel	91
Tabel 4.7 Hasil Uji GMM	94
Tabel 4.8 Rangkuman Hasil Uji Regresi Panel Dinamis/ GMM	96
Tabel 4.9 Regresi Panel dan GMM dengan Model Simultan	99
Tabel 4.10 Rangkuman Perbandingan Hasil Analisis Regresi Panel Dinamis/ GMM	100
Tabel 4.11 Rangkuman Hasil Uji Moderasi	103
Tabel 4.12 Ringkasan Hasil Hipotesis Uji Moderasi	107
Tabel 4.14 Ringkasan Hasil Hipotesis Uji Moderasi	108
Tabel 4.13 Adj. R^2 dan Prob. Signifikansi variabel	111
Tabel 4.15 Hasil Uji Hipotesis Seluruh Model	112

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Regresi Panel dan GMM.....	51
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Uji Moderasi	52
Gambar 4.1 Grafik Penerbitan Sukuk Global Tahun 2002-2017	78
Gambar 4.2 Grafik perkembangan angka GDP-P di lima negara yang tertinggi dalam penerbitan sukuk dari tahun 2002-2017	79
Gambar 4.3 Grafik Perkembangan Inflasi di Lima Negara Tertinggi dalam Penerbitan Sukuk.....	80
Gambar 4.4 Grafik Kualitas Kelembagaan negara - negara tertinggi dalam penerbitan sukuk.....	81



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Data Variabel Penelitian	171
Lampiran 2: Analisis Faktor Kualitas Kelembagaan	174
Lampiran 3: Data Faktor Kualitas Kelembagaan	179
Lampiran 4: Hasil Uji Regresi Data Panel	183
Lampiran 5: Uji Pemilihan Model.....	186
Lampiran 6: Uji Asumsi Klasik Data Panel	189
Lampiran 7: Uji Regresi Panel Dinamis/ GMM	190
Lampiran 8: Model Dan Hasil Uji Moderasi.....	195
Lampiran 9: Ringkasan Perbandingan Hasil Uji Data Panel dan GMM.....	204



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pasar keuangan Islam saat ini menunjukkan perkembangan yang signifikan. Berbagai negara mulai memberikan perhatian yang besar pada jenis pasar ini, termasuk negara-negara non muslim seperti; Perancis, Jerman, UK, bahkan Amerika sebagai peletak pertama dan penjaga ekonomi konvensional kini mulai melirik pada pasar ini.¹ Tidak ketinggalan, China sebagai negara komunis kapitalis turut serta mengembangkan instrumen keuangan Islam bentuk sukuk.²

Keuangan Islam berpotensi memberikan kontribusi unggul dibandingkan keuangan konvensional pada tiga dimensi: pertama, mendorong inklusi keuangan yang lebih besar terutama dari populasi muslim yang kurang terlayani; kedua, menekankan pada pembiayaan yang didukung oleh aset dan mekanisme pembagian risiko khususnya untuk usaha kecil menengah (UKM), dan investasi pada infrastruktur publik; ketiga, mekanisme pembagian risiko dan larangan spekulasi menunjukkan keuangan Islam pada prinsipnya lebih tahan terhadap risiko sistemik dibandingkan keuangan

¹ Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation (COMCEC), "The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets," COMCEC Coordination Office (Ankara: Turkey, COMCEC, 2018), 15. <http://ebook.comcec.org>. www.comcec.org; Andrea Paltrinieri, Mohammad Kabir Hassan, Salman Bahoo dan Ashraf Khan, "A Bibliometric Review of Sukuk Literature," *International Review of Economics & Finance*, (2019); Abdelghani Echchabi dkk., "Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis on the Major Issuing Countries," *Turkish Journal of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, (August 2016): 63-7, 10.15238/tujise.2016.3.2.63-73

² Ding Bo, Engku Rabiah Adawiah Engku Ali, Buerhan Saiti., "Sukuk Issuance in China: Trends and Positive Expectations Ding," *International Review of Management and Marketing*, Vol 6, No 4 (2016): 1020-1025. Sukukavailable at <http://www.econjournals.com> International

konvensional.³ Aset keuangan Islam (syariah) telah terbukti mampu memberikan manfaat diversifikasi substansial selama krisis keuangan dan menunjukkan volatilitas yang lebih rendah jika dibandingkan dengan instrumen konvensional,⁴ terbukti dengan adanya pergerakan positif pascakrisis keuangan di saat surat berharga konvensional bergerak negatif pascakrisis keuangan.⁵

Salah satu instrumen keuangan Islam yang berkembang saat ini adalah sukuk atau obligasi syariah. Obligasi syariah menjadi istilah untuk penyebutan sukuk di awal pengenalannya di Indonesia, ditandai dengan terbitnya obligasi syariah mudhorobah pada tahun 2002. Istilah obligasi syariah juga menjadi istilah yang disebutkan dalam penyusunan dasar hukum operasionalisasi sukuk pertama kali di Indonesia yaitu terbitnya Fatwa DSN-MUI No: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah. Beberapa literatur juga ditemukan menggunakan istilah obligasi syariah diidentikkan dengan sukuk yang berkembang saat ini.⁶

Ada perbedaan pendapat di antara para ahli ekonomi Islam tentang keberadaan sukuk sebagai instrumen yang benar-benar dijalankan sesuai aturan syariah atau masih sama dengan instrumen surat berharga lainnya yang dijalankan mengikuti aturan surat berharga konvensional.⁷

³Alfred Kammer dkk., *IMF Staff Discussion Note Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options*. (April 2015).

⁴ Shumi Akhtar, Jahromi, M., John, K., "The Intensity of Volatility Linkages in Islamic and Conventional Markets," *Working Paper*, University of Sydney, 2016.

⁵ Christopher J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, "Sukuk vs Conventional Bonds: a stock Market Perspective," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 41 No. 3, (2013): 745-761.

⁶ Shodiqurrosyad. "Pasar Modal Syariah Dan Pertumbuhan Ekonomi. (Pasar Modal Syariah Dan Pertumbuhan Ekonomi)," (2014): 32–79. Retrieved from <http://digilib.uinsby.ac.id/999/4>

⁷ C.J. Godlewski, dkk., "Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective," *Journal of Comparative Economics* (2013), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2013.02.006>

Instrumen keuangan Islam sukuk dianggap sebagai produk keuangan yang unik, ditransaksikan dengan prinsip-prinsip syariah dan mendorong transaksi yang adil di antara penerbit dan investor.⁸ Miller (2007)⁹ menegaskan bahwa sukuk didesain untuk memastikan adanya pengembalian yang didasarkan pada *underlying asset*, bukan dari kewajiban atas pembayaran bunga. Namun, Wilson (2008)¹⁰ berpendapat bahwa pemodal saat ini melakukan upaya khusus untuk membuat sukuk identik dengan instrumen konvensional, sehingga investor dapat menilai risiko-risiko yang muncul dari sukuk tersebut, menjadikan sukuk tidak berbeda dengan obligasi atau surat utang yang merupakan sekuritas konvensional. Perdebatan terkait sukuk tidak hanya pada mekanisme transaksi, di mana adanya transaksi komoditas sebelum diterima obyeknya, namun juga masih adanya perdebatan tentang kesesuaian syariah dari sukuk.¹¹ Sebagaimana pendapat Muhammad Taqi Usmani seorang ahli fiqh dan pakar keuangan syariah yang mengatakan bahwa 85 % penerbitan sukuk dunia tidak sesuai dengan syariah.¹²

Muhammad Rizali menjelaskan dalam penelitiannya yang berjudul konstruksi hukum sukuk berdasarkan fiqh muamalat menjelaskan ada beberapa permasalahan yang harus dikritisi dari keberadaan instrumen sukuk, di antaranya adalah masih adanya kesamaan antara konstruksi hukum sukuk dan

⁸ Hamzah dkk., "Empirical Evidence Of Risk Shifting In Bonds And Debt-Based Sukuk: The Case of Malaysian Corporations," *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 9, no. 5 (2018): 687-700. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2016-0068>

⁹ Neil Miller, John Challoner, & Aziza Atta, "UK welcomes the sukuk". *International Financial Law Review*, 26 (5), (2007): 24–25.

¹⁰ Rodney Wilson, "Innovation in structuring of sukuk securities", *Humanomics* 24,3 (2008): 170–181

¹¹ M Mugiyati, *Sukuk Di Pasar Modal Tinjauan Bisnis Investasi Dan Fiqh*. (Surabaya: UIN Sunan Ampel Press Anggota, 2016)

¹² Ismail Nawawi, *Isu Nalar Ekonomi Islam;Kompilasi Pemikiran Filsafat dan Teori Menuju Praktik di Tengah Arus Ekonomi Global*, Buku 3, (Sidoarjo: Dwiputra Pustaka Jaya, 2013.), 1422

instrumen obligasi, meskipun terdapat perbedaan antara sukuk dan obligasi seperti; Wali amanat yang dapat berfungsi sebagai SPV, namun masih terdapatnya kontroversi perdagangan sukuk yang terjadi di Pasar Sekunder. Perbedaan lain yang ada di antara obligasi dan sukuk adalah adanya jenis-jenis sukuk dan pendapatan sukuk yang ditentukan oleh konstruksi akadnya, serta batasan-batasan syariah dalam pembiayaan sukuk yang menjadikan sukuk masih diterima dengan pendekatan kemaslahatannya, meski demikian masih banyak hal yang harus diperbaiki terkait ketidaksesuaian pada beberapa akad yang ada.¹³

Uraian di atas didasarkan pada Hadis riwayat Imam At-Tirmidzi, dan Ibnu Huzaimah serta Ibnu al-Ahkim bahwasanya:

“Qaala Rasulullahu ‘alaihi Wa Sallam, Laa Yahillu Salafun Wa Bai’un Walaa Syarthani fii Bai’in wa Laa Ribhun maa lam Yudhman Wa Laa bai’in Maa laysa ‘Indak”

Artinya: “Rasulullah SAW bersabda tidak halal hutang dan jual beli, dan dua syarat dalam satu jual beli, dan dia itu untung tapi tidak melakukan sesuatu dan jual beli sesuatu yang memang tidak dimiliki.”

maksud dari hadis tersebut adalah *salaf* yang berarti hutang, dan *bai’* yang berarti jual-beli yang digabung menjadi satu adalah terlarang.

عَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ أَنَّهُ قَالَ لِمُرْوَانَ أَحَلَّتْ بَيْعَ الرَّبَا؟ فَقَالَ: مَا فَعَلْتُ؟ قَالَ أَبُو هُرَيْرَةَ: أَحَلَّتْ بَيْعَ الصِّكَاكِ عَنِ بَيْعِ الطَّعَامِ حَتَّى يُسْتَوْفَ

‘An Abi Hurairata r.a. annahu qoola li Marwan: a hallalta bai’ ar riba? Fa qoola: ma fa’altu. Qolla abu Hurairota: a hallalta bai’a shikaka ‘an bai’at-tho’aam hatta yustaufa.

¹³ Muhammad Rizali. “Konstruksi Hukum Sukuk Berdasarkan Fiqih Muamalah.” *Tesis*. (Program Pascasarjana Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia, 2010), 11-12

Artinya: Dari Abu Hurairah r.a. bahwasanya ia pernah berkata kepada Marwan: “Kamu telah menghalalkan riba”. Marwan membantah,” Aku tidak melakukannya”. Abu Hurairah berkata lagi,” Kamu menghalalkan penjualan sikak padahal Rasulullah SAW. Telah melarang penjualan makanan sampai diterima secara sempurna (HR. Imam Muslim).

Terlepas dari perdebatan tentang sudah syar’i atau belumnya instrumen sukuk, faktanya sukuk telah diakui sebagai salah satu indikator perkembangan keuangan Islam. Sukuk atau obligasi syariah adalah salah satu instrumen keuangan Islam yang telah masuk pada subsektor penting dalam menggerakkan roda perekonomian negara dan dunia. Saat ini pasar sukuk telah mewakili komponen terbesar kedua dari industri keuangan Islam setelah perbankan syariah.¹⁴ Secara perlahan namun pasti, Sukuk berpotensi besar menjadi instrumen pendanaan alternatif bagi entitas perusahaan maupun negara,¹⁵ serta menjadi pilihan basis investor yang lebih luas dari masyarakat muslim maupun nonmuslim.¹⁶

Pasar sukuk semakin menunjukkan peningkatan yang signifikan setelah diperkuat dengan keberadaan delapan negara bukan anggota organisasi kerjasama Islam (OKI) yang ikut

¹⁴ Kusuma, Ketut Ariadi, and Anderson Caputo Silva. “Sukuk Markets A Proposed Approach for Development”. *Policy Research Working Paper Series*. No. 7133. Desember 2014.

¹⁵ Nursilah Ahmad, Siti Nurazira Mohd Daud, and Zurina Kefeli, “Economic Forces and the Sukuk Market,” *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65, no. ICIBSoS (2012): 127–133.; Ahmad, Nursilah, Siti Nurazira Mohd Daud, and Zurina Kefeli. “Economic Forces and the Sukuk Market.” *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65, no. ICIBSoS (2012): 127–133. <http://dx.doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.101>.

¹⁶ Andrea Paltrinieri et al., “A Bibliometric Review of Sukuk Literature,” *International Review of Economics & Finance*, no. April (2019).; Hassanuddeen Abd.Aziz, Umar Idriss, and Abdelghani Echchabi, “Does Sukuk Financing Promote Economic Growth an Emphasis on the Major Issuing Countries,” *Turkish Journal of Islamic Economics* 3, no. 2 (2016): 63–63. ; Aziz, Abdul. “Aplikasi Sistem Keuangan Syariah Pada Perbankan.” *Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam* 2, no. 1 (2017): 15–31.

menerbitkan sukuk di pasar global, yaitu: Perancis, Jerman, Luksemburg, Inggris, Singapura, Hong Kong, Afrika Selatan, dan Amerika Serikat.¹⁷ Thomson Reuter (2018)¹⁸ menyebutkan di antara indikator kuantitatif perkembangan keuangan Islam adalah jumlah sukuk yang diterbitkan (domestik dan internasional) selama tahun fiskal per negara serta peredarannya di pasar global.

Semakin besarnya penerbitan dan peredaran sukuk menunjukkan semakin besarnya kepercayaan masyarakat pelaku ekonomi untuk menjadikan instrumen keuangan Islam sebagai alternatif kebutuhan pengelolaan keuangan mereka. Pasar sukuk muncul sebagai fenomena baru dalam sistem keuangan global pascakrisis, dan telah menjadi alternatif instrumen surat utang (obligasi) konvensional untuk mendorong sistem ekonomi keuangan yang berkelanjutan.¹⁹

International Islamic Financial Market (IIFM) dan *Thomson Reuters* menyebutkan data perkembangan pasar sukuk global menunjukkan bahwa beberapa negara telah menempati rangking tertinggi dalam penerbitan sukuk seperti Malaysia, UEA, KSA, Indonesia, dan Bahrain. Lima negara tersebut menduduki posisi lima besar dunia dalam penerbitan sukuk tahun 2017, yaitu negara Malaysia menjadi negara no.1 dalam total *outstanding* sukuk, sebesar 168,942 juta USD, selanjutnya Saudi Arabia pada posisi kedua dalam *outstanding* sukuk global sebesar 52,546 juta USD, posisi ketiga adalah negara Indonesia sebesar 36,986 juta USD, dan UAE pada posisi ke empat sebesar 31, 905 juta USD. Meski demikian

¹⁷ Houcem Smaoui and Hatem Ghouma, "Research in International Business and Finance Sukuk Market Development and Islamic Banks ' Capital Ratios," *Research in International Business and Finance* 51, no. 17 (2020): 101064.

¹⁸ ICD-Thomson Reuters. *Islamic Finance Development Indicator Rule Book*. (2018). Retrieved from <https://www.zawya.com/islamic-finance-development-indicator/files/IFDI-Rulebook.pdf?v2>

¹⁹ M. A. Zulkhibri, "Synthesis of Theoretical and Empirical Research on Sukuk," *Borsa Istanbul Review*, 15, (2015): 237–248.

posisi ranking di antara negara-negara tersebut tidak tetap atau selalu mengalami pergeseran dikarenakan adanya perubahan jumlah penerbitan sukuk yang terdaftar di pasar sukuk global setiap negara.²⁰

International Islamic Financial Market (IIFM) (2019) mencatat perkembangan sukuk didominasi oleh Malaysia senilai 612.305 juta USD (62.5% total pasar) diikuti oleh negara Saudi Arabia, Uni Arab Emirat, Indonesia, Bahrain, Qatar, dan negara Turkey.²¹ Khususnya di Indonesia, hingga akhir 2019 menunjukkan bahwa pangsa pasar sukuk masih relatif kecil jika dibandingkan dengan pasar obligasi konvensional, terutama pasar sukuk jika dibandingkan dengan pasar obligasi, dimana nilai outstanding sukuk korporasi mencapai Rp 29,83 triliun atau sebesar 6,53% dari total nilai pasar surat utang dan sukuk. Sementara itu, sukuk negara memiliki market share sebesar 18,45% dari total nilai surat berharga negara dengan total nilai outstanding mencapai Rp740,62 triliun.²²

Asian Development Bank (2005) menjelaskan bahwa sebagai bagian dari produk investasi, sukuk sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor pembentuk iklim investasi, yang mencakup: kondisi ekonomi makro, termasuk stabilitas ekonomi makro, keterbukaan ekonomi, persaingan pasar, dan stabilitas sosial dan politik; pemerintahan dan kelembagaan termasuk kejelasan dan efektifitas peraturan, perpajakan, sistem hukum, sektor keuangan yang mencakup semua kebijakan; dan infrastruktur.²³

²⁰ International Islamic Financial Market, IIFM sukuk report July 2019, 8th edition.

²¹ Paltrinieri et al., "A Bibliometric Review of Sukuk Literature,"

²² Otoritas Jasa Keuangan. *Roadmap Pasar Modal Syariah 2020-2024*. (Otoritas Jasa Keuangan, Bidang Edukasi dan Perlindungan Konsumen, Agustus 2016), 162.

²³ Asian Development Bank, "Improving the investment climate in Indonesia," *Economics and Research Department, Development Indicators and Policy Research Division*, 2005.

Peran penting makroekonomi dan kelembagaan pemerintah dibuktikan dalam kajian empiris penentu perkembangan sukuk yang dilakukan oleh Said & Grassa,²⁴ Smaoui dan Khawaja²⁵ yang menyimpulkan dalam analisisnya bahwa di antara variabel makroekonomi, GDP perkapita merupakan variabel makro yang berperan penting dalam peningkatan perkembangan sukuk adalah GDP perkapita, besaran ekonomi negara, dan tingkat keterbukaan ekonomi. Di sisi kualitas kelembagaan *Rule of law* juga memberikan pengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk.

Analisis empiris yang sama tentang *determinant* perkembangan sukuk dilakukan oleh Smaoui, Houcem²⁶, dan Mohsin Khawaja²⁷ menggunakan variabel makroekonomi dan kelembagaan, menyimpulkan bahwa kombinasi struktural, skala ekonomi yang besar, jumlah penduduk muslim yang banyak, profile investasi yang menarik, dan kontrol pada korupsi yang bagus akan menguatkan perkembangan sukuk. Bukti empiris pendukung menunjukkan sukuk sangat dipengaruhi oleh makroekonomi berupa pertumbuhan ekonomi, Inflasi, dan kurs.²⁸

²⁴ A. R. Said & Grassa, "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?," *Journal of Applied Finance & Banking* 3, no. 5 (2013): 251–267.

²⁵ *Ibid.*

²⁶ Houcem Smaoui and Mohsin Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development," *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2016): 1501–1518.

²⁷ *Ibid.*

²⁸ Abdul Manab dan Agus Eko Sujianto, *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro Terhadap Penerbitan Sukuk Negara Di Indonesia, Malaysia Dan Brunei Darussalam*, (Tulungagung: Cahaya Abadi, 2016); Ghemari Abd Elkarim, "Factors Influence Sukuk and Conventional Bonds in Malaysia," *a project paper submitted to Othman Yeop Abdullah Graduate School of Business Universiti Utara Malaysia*, 2012; Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, "Dampak Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi," *Jurnal Ekonomi Islam Republika Iqtishodia*, 2012.

Selain variabel stabilitas makroekonomi, kualitas kelembagaan merupakan indikator pengukur yang penting untuk menentukan suatu negara gagal atau maju perekonomiannya, hal itu dikarenakan negara yang kelembagaannya mapan atau inklusif (*inclusive economic institutios*) cenderung kinerja ekonominya bagus, hal itu karena kelembagaan ada bukan untuk meniadakan (mekanisme) pasar, tetapi juga memastikan pasar berjalan dengan rambu-rambu yang jelas sehingga seluruh pelaku ekonomi memperoleh akses yang sama dan kepastian dalam berusaha.²⁹ Bukti empiris menunjukkan bahwa kelembagaan berpengaruh signifikan terhadap perkembangan investasi, ekonomi, dan keuangan.³⁰

Kajian tentang peran kualitas kelembagaan sebagai indikator pengukur dalam perkembangan ekonomi dan keuangan dipelopori oleh Law dan Azman-Saini,³¹ yang menekankan dalam artikelnya bahwa belum ada penelitian sebelumnya yang menggunakan indeks tatakelola untuk mengukur kualitas kelembagaan dan perannya pada pengembangan keuangan. Sejak itu mulai bermunculan penelitian yang menggunakan indeks pengukur yang sama untuk digunakan dan diuji pengaruhnya terhadap perekonomian secara umum dan luas. Di antaranya adalah penelitian yang mengkaji kerangka kerja institusional terhadap pertumbuhan ekonomi, dimana aktivitas kelembagaan yang

²⁹ Ahmad Erani Yustika, *Ekonomi Kelembagaan: Paradigma, Teori, dan Kebijakan* (Jakarta: Erlangga, 2013), 20.

³⁰ Daron Acemaglu dan James A. Robinson., *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*, Profile Books, London, 2012, 74-76; Canh Phuc Nguyen, Thai Vu Hong Nguyen, Christophe Schinckus, Institutions, Economic Openness and Stock Return Co-movements: An Empirical Investigation in Emerging Markets,” *Finance Research Letters*, (2018), doi: 10.1016/j.frl.2018.04.010

³¹ Siong Hook Law and W. N.W. Azman-Saini, “Institutional Quality, Governance, and Financial Development,” *Economics of Governance* 13, no. 3 (2012): 217–236; Law, Siong Hook, and W. N.W. Azman-Saini. “Institutional Quality, Governance, and Financial Development.” *Economics of Governance* 13, no. 3 (2012): 217–236.

lemah menyebabkan pertumbuhan ekonomi keadaan stagnan,³² lebih buruk lagi kualitas kelembagaan yang lemah akan menurunkan pasar.³³

Challe, Ignacio, dan Mengus³⁴ menyebutkan bahwa kelembagaan merupakan faktor penentu utama pembangunan ekonomi,³⁵ dan keuangan,³⁶ hal itu dikarenakan reformasi yang stabil dalam kebijakan akan mengurangi ketidakpastian.³⁷ Berdasarkan uraian di atas, stabilitas makroekonomi dan kelembagaan menjadi faktor yang berperan penting dalam mempengaruhi perkembangan ekonomi dan keuangan.³⁸

Kajian empiris kelembagaan dan peran aktifnya terhadap perkembangan ekonomi dan keuangan konvensional masih mendominasi hasil kajian, diperlukan kajian intensif untuk menemukan bukti-bukti peran kelembagaan terhadap perkembangan keuangan Islam khususnya sukuk. Penelitian ini dilakukan dalam rangka menguji secara empiris peran

³² Pankaj K. Jain, Emre Kuvvet, and Michael S. Pagano, "Corruption's Impact on Foreign Portfolio Investment," *International Business Review* 26, no. 1 (2017): 23–35.

³³ Stephen Ojeka et al., "Corruption Perception, Institutional Quality and Performance of Listed Companies in Nigeria," *Heliyon* 5, no. 10 (2019): e02569.

³⁴ Edouard Challe, Jose Ignacio, and Eric Mengus, "Institutional Quality and Capital Inflows: Theory and Evidence," *Journal of International Money and Finance* 96 (2019): 168–191.

³⁵ Aynur Yildirim and Mehmet Faysal Gökalp, "Institutions and Economic Performance: A Review on the Developing Countries," *Procedia Economics and Finance* 38, no. October 2015 (2016): 347–359.

³⁶ Muhammad Asif et al., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective," *Journal of Multinational Financial Management* 49 (2019): 67–80 ; Abdulsalam Abubakar and Salina Kassim, "Institutional and Macroeconomic Determinants of Financial Development in the OIC Countries," *Global Business and Economics Review* 20, no. 4 (2018): 410–424.

³⁷ M. Cherif, K. Gazdar, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New Results from a Panel Data Analysis," *International Journal Banking and Finance* 7, 1 (2010): 8.

³⁸ M. Andrianaivo dan C.A. Yartey, "Understanding the growth of African financial markets," *IMF Working Paper No. 09-182, International Monetary Fund*, (2009).

stabilitas makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan sukuk di pasar global, sebagai pengembangan dari kajian empiris Said dan Grassa (2013); Smaoui dan Khawaja (2016), serta pelaksanaan rekomendasi dan saran dari Khan dkk. (2019)³⁹ dan Rahman dkk. (2020)⁴⁰ yang merekomendasikan dalam penelitian agar pembuat kebijakan dan peneliti mempertimbangkan pentingnya lembaga untuk menghasilkan estimasi yang realistis dan masukan kebijakan.

Said dan Grassa (2013) menguji secara empiris faktor makroekonomi dan indikator kualitas kelembagaan dengan memfokuskan pada tiga dari enam dimensi kualitas kelembagaan WGI yaitu: *rule of law*, *control of corruption*, and *regulatory quality*, sedangkan penelitian ini mengoperasikan enam dimensi WGI (*rule of law*, *regulatory quality*, *control of corruption*, *government effectiveness*, *political stability and absence of violence*, and *voice and accountability*) sebagai indikator kualitas kelembagaan baik secara individual (*single indicator*), maupun agregat (gabungan), yang dijelaskan oleh Kaufmann dkk. (2005) bahwa posisi dimensi individual ataupun agregat pada indikator WGI ini bernilai sama atau sepadan. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Smaoui dan Khawaja (2016) adalah pada pemilihan indikator kelembagaan, di mana mereka menganalisis penentu perkembangan sukuk dengan mengoperasikan kelembagaan dengan Indikator *International Country Riks Guade* (ICRG).

Keterbatasan literatur kelembagaan dan perkembangan keuangan Islam khususnya sukuk ditekankan oleh Adibuddin dkk. (2019) yang menyebutkan dalam studi literaturnya bahwa

³⁹ Muhammad Asif Khan dkk., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective." *Journal of Multinational Financial Management* 49 (2019): 67–80. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.01.001>.

⁴⁰ Mahfuzur Rahman dkk., "A Bibliometric Analysis of Socially Responsible Investment Sukuk Literature." *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility* 5, no. 1 (2020).

dari 148 artikel ekonomi dan keuangan Islam yang dianalisis, hanya 14% saja yang mengkaji pasar modal syariah, dan literasi ekonomi Islam masih didominasi perbankan syariah sebesar 52 %. Hal ini menunjukkan literasi pasar modal dan pasar keuangan syariah di Indonesia masih sangat terbatas, dan hal yang menarik bagi peneliti adalah kajian empiris kelembagaan terhadap perkembangan keuangan Islam dan khususnya sukuk pada sumber literatur (jurnal ilmiah) di Indonesia belum ditemukan.

Penelitian ini lebih menekankan pada analisis empiris pengaruh stabilitas makroekonomi dengan indikator tiga variabel utama makroekonomi yaitu: GDP perkapita, Inflasi, dan kurs⁴¹ dan kualitas kelembagaan dengan indikator *Worldwide Governance Indicators-Worldbank* (WGI-WB) oleh Kaufmann dkk.⁴² Penelitian ini merupakan pengembangan analisis peran stabilitas makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan sukuk dengan memberikan kontribusi terbaru dalam pengembangan literatur keuangan Islam khususnya perkembangan sukuk yaitu selain melakukan pengujian enam dimensi kelembagaan sebagai variabel bebas, juga melakukan pengujian kelembagaan sebagai variabel moderator, yang akan membuktikan secara empiris apakah kelembagaan akan berperan dalam meningkatkan atau justru melemahkan perkembangan sukuk pada hubungan antara makroekonomi dan perkembangan sukuk. Hal itu didasarkan pada temuan empiris adanya peran moderasi kualitas kelembagaan terhadap hubungan antara imbal hasil sumber daya alam dan perkembangan keuangan

⁴¹ R. Clarida, J. Gali, & M. Gertler, "Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory," *Quarterly Journal of Economics*, 115(1) (2000): 147–180. <https://doi.org/10.1162/003355300554692>

⁴² Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi, "Governance Matters V: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996–2005," *WPS4012* 40, (2012).

oleh Khan dkk. (2019)⁴³; Dwumfour dan Ntow-Gyamfi, (2018).⁴⁴

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang di atas dapat dilihat posisi sukuk yang telah semakin kuat sebagai alternatif pembiayaan negara maupun perusahaan, sukuk dalam perkembangannya juga dipengaruhi oleh stabilitas makroekonomi dan kualitas kelembagaan pemerintahan. Terbukti secara empiris kualitas kelembagaan menjadi faktor penting bagi perkembangan keuangan (konvensional) dan keuangan Syariah. Berdasarkan pada bukti empiris Said dan Grassa (2013); Smaoui dan Khawaja (2016) serta rekomendasi dari Khan dkk. (2019) dan Rahman dkk. (2020), maka penelitian ini dalam rangka menjawab pertanyaan sebagai berikut:

1. apakah stabilitas makroekonomi berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk;
2. apakah kualitas kelembagaan berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk;
3. apakah kualitas kelembagaan berperan mempengaruhi hubungan antara stabilitas makroekonomi dan perkembangan pasar sukuk.

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang telah diuraikan sebelumnya, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. untuk menganalisis pengaruh stabilitas makroekonomi terhadap perkembangan pasar sukuk;

⁴³ Muhammad Asif Khan dkk., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective," *Journal of Multinational Financial Management* 49, (2019): 67-80.

⁴⁴ Dwumfour, Richard Adjei, and Matthew Ntow-gyam. "Natural Resources, Financial Development and Institutional Quality in Africa : Is There a Resource Curse ?" *Resources Policy* 59, no. November 2017 (2018): 411-426.

2. untuk menganalisis pengaruh kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk;
3. untuk menganalisis pengaruh kualitas kelembagaan terhadap hubungan antara stabilitas makroekonomi dan perkembangan pasar sukuk.

D. Keaslian Penelitian

Kajian empiris makroekonomi dan kelembagaan masih didominasi oleh kajian hubungan dan pengaruhnya terhadap keuangan konvensional. Masih terbatasnya kajian empiris faktor-faktor yang mempengaruhi perkembangan keuangan Islam khususnya sukuk dengan pendekatan stabilitas makroekonomi dan khususnya peran kualitas kelembagaan pemerintah menjadikan kajian ini penting untuk dilakukan sebagai kontribusi penulis terhadap perkembangan literatur keuangan Islam khususnya perkembangan sukuk. Penelitian ini berbeda dengan kajian empiris sebelumnya pada beberapa aspek, sebagai kontribusi terbaru peneliti bagi perkembangan hasil penelitian keuangan Islam sebagaimana uraian berikut:

Pertama, penelitian mengambil objek lima negara yang tertinggi dalam penerbitan sukuk di pasar global (*International Islamic Financial Market*). Penentuan lima negara terpilih dengan metode *purpose sampling* dari lima tertinggi (*Top five Sukuk Issuer Country's*) dengan total *market share* lima negara (Malaysia, KSA, UEA, Indonesia, dan Bahrain) sebesar 84.38% dari 100 % *market share* pasar global (IIFM, 2020), berdasarkan data tersebut, meskipun hanya sedikit negara sebagai fokus objek penelitian, namun sebaran data negara yang terpilih dengan metode *purpose sampling* dianggap cukup merepresentasikan perkembangan sukuk di pasar global. Selain itu pemilihan lima negara tersebut adalah berdasar pada konsistensi negara objek dalam penerbitan sukuk pada runtut waktu yang terpilih yaitu dari tahun 2002-2017, dan banyak negara yang telah masuk dan terdaftar di pasar global namun belum konsisten dalam penerbitan sukuk.

Kedua, penelitian ini melakukan pengujian secara empiris teori kualitas kelembagaan dengan indikator enam dimensi WGI (*Worldwide Governance Indicators - World Bank*) dan pengaruhnya terhadap perkembangan pasar sukuk. Bedanya dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian ini mengoperasikan data kelembagaan WGI secara individual dan *agregat* enam dimensi WGI, (*rule of law/ RL, regulatory quality/ RQ, political stability and absence of violence/ PSAV, goferment effectiveness/ GE, and control of corruption/ CC*). data *agregat* di dapat dengan dua cara, yaitu rata-rata enam dimensi kelembagaan WGI merujuk pada penelitian Vianna (2018)⁴⁵ yang berjudul *Institutions: Key variable for economic development in Latin America*, dan kedua, faktor kelembagaan yang didapat dari hasil analisis faktor pada enam dimensi kelembagaan WGI sebagaimana yang dilakukan oleh Khan dkk. (2019)⁴⁶ dan Rahman dkk. (2020)⁴⁷. Penelitian ini juga pengembangan dari Said dan Grassa (2013) yang menguji tiga indikator kualitas kelembagaan WGI (RL, RQ dan PSAV), serta Smaoui dan Khawaja (2016) yang menggunakan indikator kualitas kelembagaan berbeda (ICRG).

Ketiga, penelitian ini mengoperasikan beberapa alat analisis guna mendapatkan hasil yang kuat dengan berbagai model yaitu: regresi data panel, regresi panel dinamis/ GMM (*Generalized Method of Moment*), dan regresi dengan variabel moderasi (*Moderated Regression Analysis*). Kontribusi terbaru dan berbeda dari penelitian sebelumnya adalah pengujian

⁴⁵ Andre C. Vianna dan Andre V. Mollick, "Institutions: Key Variable for Economic Development in Latin America," *Journal of Economics and Business* 96 (2018): 42-58. <http://dx.doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.12.002>.

⁴⁶ Khan dkk., "Institutional Quality, 67-80.

⁴⁷ Mahfuzur Rahman, Che Ruhana Isa, Teng-Tsai Tu, Moniruzzaman Sarker and Md. Abdul Kaium Masud, A bibliometric analysis of socially responsible investment sukuk literature Mahfuzur," *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility* 5 (2020):7

<https://doi.org/10.1186/s41180-020-00035-2>

kualitas kelembagaan sebagai variabel moderasi terhadap hubungan dan pengaruh antara stabilitas makroekonomi dan perkembangan sukuk yang belum dilakukan oleh penelitian sebelumnya.

E. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi sebagai berikut:

1. Kontribusi Teoritis

Kontribusi teoritis penelitian ini diharapkan dapat memberikan analisis model pengembangan sistem kerja kualitas kelembagaan yang dirumuskan pertama kali oleh Kaufman dkk. (2004)⁴⁸ selanjutnya diadopsi oleh World Bank. Penelitian ini mencoba merumuskan dan menganalisis kualitas kelembagaan dengan indikator WGI (*Worldwide Governance Indicators*) dan pengaruhnya terhadap perkembangan pasar sukuk global sebagai indikator perkembangan keuangan Islam global. Penelitian ini melakukan pengujian pada enam indeks kualitas kelembagaan secara bersamaan. Beberapa penelitian sebelumnya menggunakan variabel kualitas kelembagaan WGI dan hubungannya dengan instrumen keuangan konvensional, dan sangat terbatas hasil kajian kelembagaan dengan perkembangan keuangan Islam khususnya perkembangan sukuk.

2. Kontribusi Empiris

Penelitian ini diharapkan memberikan bukti empiris kualitas kelembagaan dan pengaruhnya terhadap perkembangan pasar sukuk. Sehingga dengan bukti empiris tersebut dapat dijadikan dasar pengambilan keputusan bagi investor dalam berinvestasi, regulator dalam membuat

⁴⁸ Kaufmann, dkk. "Governance Matters iii Governance Indicators for 1996-2002,"

aturan, dan penerbit (*issuer*) ketika akan menerbitkan sukuk. Penelitian ini menggunakan data total volume sukuk (sukuk negara, sukuk korporat, sukuk quasi, dan sukuk lembaga keuangan) suatu negara yang terdaftar di pasar sukuk global, sehingga berbagai jenis sukuk yang ada akan memunculkan kelompok-kelompok tertentu dari investor dan penerbit, selanjutnya akan berimplikasi pada pembuat aturan dalam mengelola dan mengembangkan instrumen keuangan tersebut.

Penelitian ini memberikan kontribusi secara empiris terhadap keterbatasan penelitian terdahulu yang menganalisis stabilitas makroekonomi tanpa memasukkan variabel kualitas kelembagaan pemerintah. Selain itu, keterbatasan dari penelitian yang telah memasukkan kualitas kelembagaan sebagai faktor yang ikut memberikan andil dalam perkembangan sukuk, namun belum memasukkan seluruh indikator, namun hanya menggunakan pendekatan satu, dua, atau tiga dari enam indikator WGI yang ada. Penelitian ini juga menggunakan beberapa metode analisis sehingga hasil uji penelitian ini lebih variatif dan lebih komprehensif dalam pembuktian hasil empiris.

3. Kontribusi Kebijakan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pembuat aturan (*regulator*) dalam pengaturan pasar sukuk global. Pendekatan kebijakan sangat penting untuk mengembangkan pasar sukuk global. Regulasi yang mendukung pengembangan pasar sukuk akan menjadikan penerbit dan investor dimudahkan dalam memutuskan transaksi instrumen keuangan tersebut karena adanya jaminan dari regulator yang ada untuk meningkatkan perkembangan pasar sukuk. Di antara indikator kualitas kelembagaan yang ikut memainkan peran penting dalam perkembangan pasar uang adalah supremasi hukum (*rule of*

law), stabilitas politik (*political stability*), Kontrol terhadap korupsi (*control of corruption*), dan efektifitas pemerintahan.

F. Sistematika Pembahasan

Sistematika pembahasan dalam disertasi ini terdiri dari beberapa bab dengan uraian sebagai berikut:

Bab satu adalah pendahuluan yang menguraikan latar belakang masalah dalam penelitian ini meliputi faktor pembentuk iklim investasi dan perkembangan pasar uang termasuk di dalamnya penelitian sebelumnya tentang faktor-faktor yang mempengaruhi perkembangan sukuk, seperti makroekonomi, dan kualitas kelembagaan. Pembahasan pada bab ini dilanjutkan dengan rumusan dan batasan masalah, tujuan dan manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

Bab dua menguraikan landasan teori dan studi pustaka yang dirujuk sebagai dasar pengembangan hipotesis dan menjawab analisis. Bab ini membahas tentang teori portofolio dan investasi pada pasar uang termasuk di dalamnya pasar sukuk. Bab ini juga akan menguraikan teori makroekonomi, dan teori kualitas kelembagaan (*institutional economics*), serta hubungan masing-masing antar variabel yang digunakan, sehingga terbentuk kerangka dan hipotesis penelitian yang akan dijawab pada penelitian mendalamnya.

Bab tiga berisi metodologi penelitian yang digunakan dalam penelitian. Berisi populasi dan sampel penelitian, jenis data dan sumber data penelitian, dan teknik analisis data yang digunakan: analisis regresi data panel (OLS), analisis *data panel dinamis/ general method of moment*, dan analisis regresi dengan variabel moderasi.

Bab empat membahas tentang hasil analisis data, dan menjawab permasalahan pengaruh variabel makroekonomi dan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan pasar sukuk global sebagai hasil dari penelitian secara keseluruhan.

Bab lima adalah bagian penutup yang menguraikan kesimpulan hasil analisis dan saran yang diberikan penulis berdasarkan penelitian sebagai pertimbangan dan masukan untuk penelitian berikutnya.



BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil uji dan analisis data untuk menjawab rumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, berikut adalah hasil kesimpulan penelitian disertasi ini:

Hasil uji dan analisis data menggunakan regresi panel dan GMM pada beberapa model penelitian didapatkan bahwa stabilitas makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap perkembangan sukuk di pasar global. Hasil empiris menunjukkan GDP perkapita berpengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk, artinya peningkatan GDP perkapita akan meningkatkan perkembangan sukuk. Sebaliknya hasil uji empiris inflasi terhadap perkembangan sukuk menunjukkan inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap perkembangan sukuk, artinya peningkatan inflasi dapat menurunkan perkembangan sukuk. Adapun hasil uji pada kurs menunjukkan hasil yang tidak konsisten pada beberapa model uji. Secara parsial tiga dari delapan model menunjukkan kurs berpengaruh signifikan terhadap perkembangan sukuk, dan pada uji simultan kurs menunjukkan hasil pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap perkembangan sukuk.

Peran kualitas kelembagaan tampak pada hasil uji variabel kelembagaan terhadap perkembangan sukuk menunjukkan bahwa secara agregat (rata-rata) kualitas kelembagaan berperan penting dalam perkembangan sukuk dengan bukti adanya hubungan positif signifikan kualitas kelembagaan terhadap perkembangan sukuk. Jika dilihat dari indikator masing-masing dimensi kelembagaan menunjukkan bahwa empat dari enam indikator kualitas kelembagaan (RL, PSAV, GE, dan CC) berpengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk, sedangkan VA dan RQ tidak berpengaruh terhadap perkembangan sukuk global.

Pengujian dengan MRA pada tiga indikator stabilitas makroekonomi terhadap perkembangan sukuk dengan dimoderasi oleh enam indikator kualitas kelembagaan menunjukkan bahwa: RQ memoderasi hubungan antara GDP perkapita terhadap perkembangan sukuk dengan pengaruh negatif signifikan pada α 1 %. Bukti lain menunjukkan enam indikator kualitas kelembagaan (RL, RQ, PSAV, GE, CC, VA) memoderasi pengaruh Kurs terhadap perkembangan sukuk dengan pengaruh positif dan signifikan pada α 1 %. Hubungan pengaruh inflasi terhadap perkembangan sukuk dimoderasi indikator kelembagaan VA dengan pengaruh negatif signifikan pada α 1 %. Kesimpulan utama yang didapat dari hasil uji MRA menunjukkan bahwa kualitas kelembagaan tidak hanya berperan sebagai variabel bebas yang mempengaruhi perkembangan sukuk, tetapi juga terindikasi sebagai variabel moderasi antara stabilitas makroekonomi terhadap perkembangan sukuk.

B. Implikasi Temuan

1. Implikasi Teoritis

Penelitian ini berhasil memberikan bukti empiris pengaruh stabilitas makroekonomi (GDP perkapita, kurs, dan inflasi) dan kualitas kelembagaan (indikator WGI yang dikembangkan oleh Kaufman dkk., (2004)) terhadap perkembangan keuangan Islam global menggunakan indikator penerbitan sukuk di negara-negara ranking lima tertinggi dalam penerbitan sukuk di pasar global. Hasil uji dan analisis stabilitas makroekonomi terhadap perkembangan sukuk semakin menguatkan penelitian sebelumnya terkait pengaruh makroekonomi terhadap sukuk.¹ (Elkarim, 2012). Adapun hasil uji terhadap kualitas

¹ Nursilah Ahmad, Siti Nurazira Mohd Daud, dan Zurina Kefeli. "Economic Forces and the Sukuk Market." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65 (2012): 127-33; Abdul Manab dan Agus Eko Sujianto. *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro Terhadap Penerbitan*

kelembagaan dan perkembangan sukuk berimplikasi pada munculnya variabel baru yang ikut memberikan pengaruh positif terhadap perkembangan sukuk yaitu enam indikator KL (kelembagaan (*Voice and Accountability/ VA, Rule of Law/ RL, Regulatory Quality/ RQ, Political Stability AV/ PSAV, Government Effectiveness/ GE, dan Control of Country/ CC*)) yang belum pernah diujikan dengan berbagai model baik secara agregat maupun individual dalam satu objek dan proses penelitian empiris.

2. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan temuan di atas, implikasi kebijakan atas teori dan hasil kajian yang dikembangkan adalah:

a. Bagi *issuer* (penerbit) sukuk

Penting bagi *issuer* (penerbit) sukuk untuk memperhatikan Kualitas kelembagaan ((*Voice and Accountability/ VA, Rule of Law/ RL, Regulatory Quality/ RQ, Political Stability and AV/ PSAV, Government Effectiveness/ GE, dan Control of Country/ CC*)) untuk dimasukkan menjadi indikator pertimbangan keputusan penerbitan sukuk dan pengembangan pasar sukuk. Berdasarkan pada bukti empiris pengaruh kualitas kelembagaan terhadap perkembangan sukuk dengan hasil uji data bernilai positif dan signifikan pada tingkat α 5 %. Menunjukkan kualitas kelembagaan berpengaruh besar terhadap perkembangan sukuk, artinya para investor berminat terhadap instrumen sukuk untuk dijadikan pilihan dalam berinvestasi mereka. Kualitas kelembagaan merupakan indikator penilaian dan

Sukuk Negara Di Indonesia, Malaysia Dan Brunei Darussalam. (Cahaya Abadi, 2016); Ali Said dan Rihab Grassa. "The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?" *Journal of Applied Finance & Banking* Vol. 3, No. 5, 2013, 251-267. Lihat juga Ghemari Elkarim, "Factors Influence Sukuk and Conventional Bonds in Malaysia" (2012): 1-16.

kepercayaan masyarakat pada pemerintahnya dalam pengelolaan dan pelaksanaan kebijakan terkait. Misalkan pada dimensi *rule of law* (RL) dan *regulatory quality* (RQ) pada pasar sukuk, penting bagi *issuer* memastikan kepercayaan masyarakat pada kualitas aturan dan hukum yang berlaku. Terutama pada informasi dan kondisi yang ada, bahwa masih banyaknya masyarakat yang menganggap sama antara instrumen keuangan Islam (sukuk) dan konvensional (obligasi) sehingga mereka berinvestasi pada instrumen yang memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi, atau pada masyarakat tertentu belum yakin dengan tingkat kesyar'ian instrumen keuangan Islam tersebut sehingga mereka enggan untuk berinvestasi pada instrumen keuangan Islam sekalipun.

b. Bagi *regulator* (Pembuat Kebijakan)/ Otoritas Negara

Bagi regulator atau pembuat kebijakan dalam hal ini adalah pemerintah, khususnya otoritas moneter dan fiskal sebagai fungsi koordinatif dalam pengelolaan, pelaksanaan, pengaturan dan pengawasan keuangan dalam mewujudkan perekonomian dan keuangan yang stabil, dan tumbuh baik melalui indikator makroekonomi seperti GDP, inflasi, maupun kurs, serta kondisi dan perkembangan kualitas kelembagaan yang harus diperhatikan serta ditingkatkan oleh otoritas sebagai pelaksana kebijakan fiskal.

Khususnya penjagaan inflasi yang berdampak negatif bagi perkembangan keuangan Islam khususnya sukuk dapat dilakukan dengan kebijakan *inflation targeting*, sebagaimana teori ekonomi mengungkapkan bahwa inflasi tetap dibutuhkan untuk menghidupkan pasar namun pada angka tertentu sesuai dengan target pertumbuhan ekonomi yang diharapkan. Demikian pula penjagaan nilai tukar dapat dilakukan dengan penetapan kurs tertentu yang dijadikan dasar penetapan transaksi

barang dan jasa antar negara yang menjadi mitra kerjasama yang ada. Sinkronisasi kebijakan dalam pengelolaan makroprudensial sangatlah penting di antara otoritas yang berwenang tersebut guna mewujudkan perekonomian yang tumbuh dan stabil serta *sustainable*.

c. Bagi Investor sukuk

Kualitas kelembagaan dapat menjadi indikator langsung dalam membuat keputusan investasi. Bukti empiris mengatakan bahwa kualitas kelembagaan mempengaruhi secara positif terhadap perkembangan sukuk, artinya: baik dan buruknya kualitas kelembagaan suatu negara menjadi salah satu indikator pengukur tepat atau tidaknya untuk berinvestasi. Akhirnya, selain stabilitas makroekonomi, kualitas kelembagaan pada suatu negara akan menambah kepercayaan investor untuk dapat menanamkan modalnya, sehingga investor dapat memutuskan kapan berinvestasi dengan melihat perkembangan kualitas kelembagaan yang ada di suatu negara. Contoh riilnya adalah *political stability* *Absence of Violence/Terrorism* dan *control of corruption*. Dua indikator ini besar pengaruhnya dalam menumbuhkan kepercayaan investor baik individu maupun negara. Stabilitas politik akan menjadikan seorang investor percaya diri dan yakin akan jaminan dana dapat berkembang dan minimal dapat kembali seperti ia memasukkannya.

C. Keterbatasan Penelitian

Penelitian dalam disertasi ini memiliki beberapa keterbatasan, di antaranya:

1. Penelitian dalam disertasi ini terbatas menggunakan tiga variabel utama makroekonomi (GDP Perkapita, Kurs, dan Inflasi) dan enam indikator kualitas kelembagaan WGI sebagai variabel yang mempengaruhi perkembangan sukuk dari sisi penerbitan di pasar sukuk.

2. Indikator kualitas kelembagaan yang digunakan hanya WGI world bank, memungkinkan menggunakan indikator lain sebagai pengukur kualitas kelembagaan suatu negara baik secara gabungan atau terpisah.
3. Penelitian ini fokus pada perkembangan keuangan Islam dengan instrumen sukuk, dapat diperluas pada instrumen keuangan Islam lainnya seperti perbankan syariah, pasar modal syariah, dan lainnya.
4. Desain penelitian ini menggunakan data *cross-section* dengan uji data *pooling*, menjadikan hasil penelitian belum sampai pada hasil parsial masing-masing negara.
5. Penelitian ini belum menyentuh aspek *sharia compliance*, dan aspek hukum peraturan sukuk sebagai konsekuensi kajian dimensi kelembagaan pada seluruh aspek keuangan Islam instrumen sukuk.

D. Saran untuk Penelitian Selanjutnya

1. Variabel makroekonomi dalam penelitian ini masih dapat dikembangkan dengan menambahkan variabel makroekonomi lain yang berperan terhadap perkembangan keuangan secara umum.
2. Penelitian ini menggunakan indikator kelembagaan dengan enam dimensi WGI, penelitian lanjutan dapat dilakukan dengan pengujian pada indikator kualitas kelembagaan yang lainnya seperti *International Country Risk Guide (ICRG)*, dan *Business Environmental Risk Intelligence (BERI)* (Knack dan Keefer, 1995)
3. Kajian kualitas kelembagaan dan perannya terhadap perkembangan keuangan Islam masih sangat potensial untuk dilakukan, penelitian lanjutan dapat menguji kualitas kelembagaan dan perannya terhadap perkembangan keuangan Islam dari sisi perbankan syariah, atau pasar modal syariah secara keseluruhan.
4. Penelitian lanjutan untuk penelitian ini juga dapat dilakukan dengan pengujian perbandingan/ komparasi

antar negara yang aktif menerbitkan sukuk di pasar global, atau pengujian data untuk melihat hasil analisis pada jangka panjang dan jangka pendek.

5. Penelitian lanjutan juga dapat dilakukan dengan pengembangan desain penelitian menjadi mix method (Kuantitatif dan kualitatif) agar dapat menghasilkan temuan dan hasil analisis yang lebih mendalam pada dua aspek pendekatan.

Potensi kajian aspek *shariah compliance* kegiatan pasar sukuk sangat penting mengingat banyaknya komponen masyarakat yang meragukan aspek syariah pada instrumen keuangan Islam dengan alasan indikator lolos *screening* pasar modal syariah Indonesia adalah jika utang berbasis bunga dibanding total aset tidak lebih dari 45 %.



DAFTAR PUSTAKA

- AAOIFI, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions Shari'ah Standards, e Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. Manama, 2015.
- Abdullah, F. Hassan, T., dan Mohamad, S. "Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds," *Managerial Finance* 33(2), (2007): 142–153.
- Abdul Halim, Zairihan, Janice How, dan Peter Verhoeven. "Agency costs and corporate sukuk issuance," *Pacific-Basin Finance Journal* 42, (2017): 83-95.
<http://dx.doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.014>.
- Adam, A.M dan Tweneboah, G. "do macroeconomic variables play any role in the stock market movement in Ghana". *Munich Personal RePEc Archive*. No9368, 2008, 2-15.
- Adam, Latif dan Achsanah Hidayatina. "Peran Kelembagaan Dalam Pelaksanaan Kps Penyediaan Air Minum Institutional Role in the Implementation of Public-Private Partnership of Drinking Water Supply." *Jurnal Ekonomi dan Pembangunan* 23, No.2, (2015).
- Ahmad, Nursilah, Siti Nurazira Mohd Daud, dan Zurina Kefeli. "Economic Forces and the Sukuk Market." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65(2012): 127-33. <http://dx.doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.101>.
- Ahmad, Nursilah dan Muhamad Muda. "Exchange Rate Pass-through Estimates for Sukuk Issuing Countries." *Procedia*

Economics and Finance 7 (2013): 134-39.
[http://dx.doi.org/10.1016/s2212-5671\(13\)00227-x](http://dx.doi.org/10.1016/s2212-5671(13)00227-x).

Ahmed, Habib dan Ahmed H. Elsayed. "Are Islamic and Conventional Capital Markets Decoupled? Evidence from Stock and Bonds/Sukuk Markets in Malaysia." *The Quarterly Review of Economics and Finance* (2018).
<http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.005>.

Akhtar, Shumi, Farida Akhtar, Maria Jahromi dan Kose John. "Impact of Interest Rate Surprises on Islamic and Conventional Stocks and Bonds." *Journal of International Money and Finance* 79, (2017): 218-231.

Ajibike, Fisayo Fagbemi dan John Oluwasegun. "Institutional Quality and Financial Sector Development: Empirical Evidence from Nigeria." *American Journal of Business and Management* Vol. 7, No. 1, (2018): 1-13.

Alam, Ashraf, Moshfique Uddin, dan Hassan Yazdifar. "Institutional Determinants of R&D Investment: Evidence from Emerging Markets." *Technological Forecasting and Social Change* 138 (2019): 34-44.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.techfore.2018.08.007>.

Alfred Kammer, Mohamed Norat, Marco Piñón, Ananthakrishnan Prasad, Christopher Towe, Zeine Zeidane, dan an IMF Staff Team. "IMF Staff Discussion Note Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options." (April 2015).

Albaity, M. dan Ahmad, R. "Performance of Syariah & Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia". *Asian Academy of Management Journal of Accounting*

and Finance. Vol 4, No.1, (2008): 23-43

Al-Zoubi dan Maghyereh. "The Relative Risk Performance of Islamic Finance: A New Guide to Less Risky Investments." *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, Vol. 10, No. 2, (2007): 235-249

Andrews, M.. "Good Government Means Different Things in Different Countries." *Governance*, 23(1), (2010): 7–35.
doi:10.1111/j.1468- 0491.2009.01465.x

Arundina, T., Omar, M., dan Kartiwi, M. The predictive accuracy of ~~sk~~ratings; multinomial logistic and neural network inferences. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, (2015): 273–292.

Asamoah, Michael Effah, Charles K. D. Adjasi dan Abdul Latif Alhassan. "Macroeconomic Uncertainty, Foreign Direct Investment and Institutional Quality: Evidence from Sub-Saharan Africa." *Economic Systems* 40, no. 4 (2016): 612-621.

Ascarya. "Pelajaran yang dapat dipetik dari Krisis Berulang: Perspektif Ekonomi Islam". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Volume 12 Nomor 1 Juli 2009:33-82.

Asian Development Bank. "Improving the investment climate in Indonesia". *Economics and Research Department Development Indicators and Policy Research Division*. 2005

Asutay, Mehmet. "Islamic Finance: Principles, Institutions and Development", *Trade and Finance*, 2015 (Winter): 4–26. .

Asutay, Mehmet dan Amira Hakim. "Exploring International Economic Integration through Sukuk Market Connectivity: A Network Perspective." *Research in International Business and Finance* 46, (2018): 77-94.

Ayub, Muhammad. *Understanding Islamic Finance*. John Wiley & Sons Ltd, Chichester, West Sussex. 2007.

Azam, M., & Emirullah, C. "The role of governance in economic development: Evidence from some selected countries in Asia and the Pacific." *International Journal of Social Economics*, 41(12), (2014): 1265-1278. <https://doi.org/10.1108/IJSE-11-2013-0262>

Badan Pusat Statistik. *Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Bulanan Indonesia*. http://bps.go.id/tab_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id_subyek=03¬a_b=7 diakses pada 20 April 2018.

Bank Indonesia. *Posisi Surat Berharga Negara (SBN)*. http://www.bi.go.id/seki/tabel/TABEL4_4.xls. diakses pada 20 April 2018.

Basyariah, Nuhbatul. *Analisis Interaksi Antara Nilai Emisi Sukuk Dengan Nilai Emisi Obligasi, Nilai Emisi Saham, BI-RATE, IHSG, Dan Inflasi Di Indonesia 2010:1 – 2013:03*. Thesis. Program Magister dan Dotor. FEB.UGM. 2014.

Beik, S. I., dan Wardhana, W. "The Relationship between Jakarta Islamic Index and Other Selected Markets: Evidence from Impulse Response Function" Persatuan Pelajar Indonesia International Islamic University Malaysia. Retrieved from: ppi-iium.org/.../The

Relationship between JII US.pdf., 2009.

Bhuiyan, Rubaiyat Ahsan, Maya Puspa Rahman, Buerhan Saiti dan Gairuzazmi Mat Ghani. "Financial Integration between Sukuk and Bond Indices of Emerging Markets: Insights from Wavelet Coherence and Multivariate- Garch Analysis." *Borsa Istanbul Review* 18, no. 3 (2018): 218-230.

Borhan, Nur Amirah dan Noryati Ahmad. "Identifying the Determinants of Malaysian Corporate Sukuk Rating." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 11, no. 3 (2018): 432-48. <http://dx.doi.org/10.1108/imefm-02-2017-0045>.

Creswell, John W. *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*, California: SAGE Publications, Inc. 2014.

Creswell. Jhon W. *Research Design: Pendekatan Metode Kualitatif, Kuantitatif, dan Campuran*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar. Edisi keempat. 2016.

COMCEC, *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*. Ankara, Turkey: COMCEC Coordination Office. 2018. E-book:<http://ebook.comcec.org>, www.comcec.org.

Commercialbank Capital. *Qatar & GCC Bonds & Sukuk Handbook – Ist Edition July* 2012. http://www.cbq.com.qa/cbinvest/cb_qatar_gcc_bond_skukuk_handbook_072012.pdf. 2012.

Ding Bo, Engku Rabiah Adawiah Engku Ali , Buerhan Saiti., "Sukuk Issuance in China: Trends and Positive Expectations Ding," *International Review of Management and Marketing*, 6(4), (2016): 1020-1025. available at <http://www.ijerph.com>

Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan. Brosur tentang Sukuk. 2016.

Datuk, B. "Sukuk Dimensi Baru Pembiayaan Pemerintah untuk Pertumbuhan Ekonomi". *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, Vol.4. No.1. Fakultas Ekonomi Universitas Sumatra Utara. 2014.

Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer "The Regulation of Entry." *Quarterly Journal of Economics* 117(1) (2002):1-37

Dinar Standar. *State of the Global Islamic Economy Report* 2019/20.

Direktorat pembiayaan syariah. "Aspek hukum penerbitan Sukuk Negara", Makalah disampaikan pada acara *Sosialisasi Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Investasi yang Aman dan Menguntungkan*, Yogyakarta, 22 April 2010

Djalal, N. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Universitas Indonesia, Depok. 2006.

Echchabi, Abdelghani, Hassanuddeen Abd.Aziz, dan Umar Idriss. "Does Sukuk Financing Promote Economic Growth an Emphasis on the Major Issuing Countries." *Turkish Journal of Islamic Economics* 3, no. 2 (2016): 63-63. <http://dx.doi.org/10.15238/tujise.2016.3.2.63-73>.

Engla Desnim Silvia, Yunia Wardi dan Hasdi Aimon,

“Analisis Pertumbuhan Ekonomi, Investasi, dan Inflasi di Indonesia”, *Jurnal Kajian Ekonomi*, Vol. I, No. 02, Januari (2013): 224.

EL-Karim, Ghemari Abd. "Factors Influence Sukuk and Conventional Bonds in Malaysia." Universiti Utara Malaysia 2012.

Fauzi, F., Foo, D., dan Basyith, A. "Islamic Bond Announcement: Is There Any Effect On Returns?". *Global Business Review*, 18, (2017): 1–21.

Fasa, Muhammad Iqbal. "Sukuk: Teori dan Implementasi", *Jurnal Li Falah – Jurnal Studi Ekonomi dan Bisnis Islam*, IAIN Kendari, Vol.1 No. 1, Juni (2016): 86.

Fagbemi, Fisayo dan John Oluwasegun Ajibike. "Institutional Quality and Financial Sector Development: Empirical Evidence from Nigeria." *American Journal of Business and Management* Vol. 7, No. 1, (2018): 1-

13. <http://dx.doi.org/DOI:10.11634/216796061807919>.

Fatwa Dewan Syaria“ah Nasional (DSN) No: 69/DSNMUI/VI/2008 Tentang ~~Sura~~ Berharga Syariah Negara (SBSN).

Ferdinand, Augusty. *Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis, dan Disertasi ilmu Manajemen*. Edisi.2.

Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro. 2006.

Fischer, S. “The role of macroeconomic factors in growth,” *Journal of Monetary Economics*, 32, (1993): 485–512.

Firdaus, Muhammad. *Aplikasi Ekonometrika untuk Data*

Panel dan Time Series.

Bogor: IPB Press. 2011.

Fitrianto. Sukuk Instrumen Pembiayaan Pemerintah untuk Pembangunan Negara.

At-Taradhi: Jurnal Studi Ekonomi Volume X Nomor 1, Juni 2019

Gani, Azmat. "Governance and Foreign Direct Investment Links: Evidence from Panel Data Estimations." *Applied Economics Letters* 14, no. 10 (2007): 753–756.

Gerai Info Bank Indonesia. "MEA 2015: Nasionalisme Benteng Kekuatan Ekonomi". *Newsletter Bank Indonesia* Edisi 29 Agustus 2012 Tahun 3

Godlewski, C., Turk-Ariss, R., & Weill, L. "Sukuk Vs. Conventional Bonds: A Stock Market Perspective". *Journal of Comparative Economics*, 41, (2013): 745–761.

Godlewski, C., Turk-Ariss, R., & Weill, L. "Do the type of sukuk and choice of shari'a scholar matter?" *Journal of Economic Behavior & Organization*, 132, (2016): 63–76.

Gujarati, D. *Basic Econometrics*. McGraw-Hill Companies. 8th Edition. USA 2003.

Gujarati, D. *Basic Econometrics*. 5ed. Singapore: McGraw-Hill International Edition. 2009.

Hajer Zarrouk, Teheni El Ghak, and Elias Abu Al Haija. "Financial Development, Islamic Finance and Economic Growth: Evidence of the Uae." *Journal of Islamic*

Accounting and Business Research, 8, no. 1 (2017): 2-22. <http://dx.doi.org/10.1108/JIABR-05-2015-0020>.

Hamzah, Siti Raihana, Obiyathulla Ismath Bacha, Abbas Mirakhor, dan Nurhafiza Abdul Kader Malim. "Empirical Evidence of Risk Shifting in Bonds and Debt-Based Sukuk." *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 9, no. 5 (2018): 687-700. <http://dx.doi.org/10.1108/jiabr-06-2016-0068>.

Haron, Razali dan Khairunisah Ibrahim. "The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence". *Journal of Islamic Finance*. Vol. 1 No. 1, 2012.

Hartono, Jogiyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM. Yogyakarta. 2008.

Haron, Razali, dan Khairunisah Ibrahim. "The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence." *Journal of Islamic Finance, Vol. 1 No. 1 (2012) 001 – 011*. 1 (2012): 001-11.

Harun, Muhammad Rizky Prima Sakti MD. Yousuf. "The Relationship Between Macroeconomic Variables Toward Sukuk Market In Indonesia". *Review of Islamic Economics, Finance, and Banking*, Vol. 1, No.2, Agustus 2013

Hassan, M., Aliyu, S., Paltrinieri, A., dan Khan, A. A Review Of Islamic Investment Literature. *Economic Papers*. (2019)

Hilscher, J. dan Nosbusch, Y. "Determinants of Sovereign

Risk: Macroeconomic Fundamentals And The Pricing Of Sovereign Debt”, *Review of Finance, Oxford University Press for European Finance Association*, 14 (2) (2010): 235-262.

Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*.

Jakarta : Kencana Prenada Media Grup. 2008.

Hsiao, Cheng. "*Panel Macroeconometric Modeling*". Department of Economics, University of Southern California Department of Quantitative Finance, National Tsing Hua University, and WISE, Xiamen University. 2014.

Ibrahim. M dan Ida. "Analisis Obligasi Syariah (Sukuk) Bagi Perkembangan Investasi di Indonesia". <https://www.yai.ac.id/upi/simposium/ida.doc>. 2008.

Ilmi, Imam Khadiiqotul. *Pengaruh Variabel Ekonomi Makro pada Yield Surat*

Berharga Syariah Negara (Studi pada Sukuk Ritel Seri SR-001. Penelitian, Fakultas Ekonomi Program Studi Ekstensi Manajemen Universitas Indonesia, 2012.

Indriantoro, Nur dan Supomo, Bambang. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi Dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE, 1999, 147.

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market*. 1st Edition. www.iifm.net

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A*

Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market. 2nd
Edition. www.iifm.net

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A
Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market. 3rd*
Edition. www.iifm.net

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A
Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market. 4th*
Edition. November 2014. www.iifm.net

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A
Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market. 5th*
Edition. March 2016. www.iifm.net

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A
Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market. 6th*
Edition. Juli 2017. www.iifm.net

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A
Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market. 7th*
Edition. April 2018. www.iifm.net

International Islamic Financial Report. *Sukuk Report: A
Comprehensive Studi of the Global Sukuk Market. 8th*
Edition. Juli 2019. www.iifm.net

Ismail, A. G., dan Ahmad, Z. "Macroprudential Regulation
and Policy for the Islamic Financial Industry".
*Macroprudential Regulation and Policy for the
Islamic Financial Industry*, (2016):
245–272.

<https://doi.org/10.1007/978-3-319-30445-8>

Iqbal, Zamir dan Mirakhor, Abbas. *An Introduction to Islamic Finance*.

Singapura: John Wiley & Son (Asia) Pte. Ltd, 2007, 177.

Janiar, Lady Vironica dan Aris Soelistyo. "Analisis Penguatan Peran Kelembagaan Terhadap Pengentasan Kemiskinan Dan Pemerataan Pendapatan Di Indonesia" *Jurnal Ilmu Ekonomi*. Vol. 1, (2017): 352 –364.

Jimale, A. Critical Assessments on Asset- backed Sukuk and Asset-based Sukuk structures and legal recourse in the event of Sukuk defaults. [online]

Academia.edu. [the event of Sukuk defaults](#). Diakses pada 2 November. 2019

Joskow, Paul L. "New Institutional Economics: A Report Card." *This essay is based on my Presidential Address to the annual conference of International Society of New Institutional Economics, Budapest, Hungary, September 2003*.

Kandir, S.Y. "Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 2008, ISSN 1450-2887 Issue 16, 35-45.

Kalingga, Riyan. "Faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat Spread Harga (Market Value and Intrinsic Value) ada Sukuk Negara Ritel Indonesia". UIN SUKA Yogyakarta. 2014.

Karim Mimouni, Houcem Smaoui, Akram Temimi, and Moh'd Al-Azzam. "The Impact of Sukuk on the

Performance of Conventional and Islamic Banks." *Pacific-Basin Finance Journal* 54 (2019): 42-54. <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.007>.

Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, dan Massimo Mastruzzi. "Governance Matters Iii: Governance Indicators for 1996-2002." *World Bank Economic review* (2004).

Kaufmann, Daniel dan Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi. "Governance Matters V: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996- 2005." *WPS4012 The World Bank* (2006).

Kaufmann, Daniel, Aart Kraay dan Massimo Mastruzzi "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues." *Hague J. Rule Law* 3, (2011): 220-246.

Kaushal, Shrutikeerti dan Amlan Ghosh. "Financial Institutions and Economic Growth: An Empirical Analysis of Indian Economy in the Post Liberalized Era." *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2016, 6(3), 1003-1013. (2016).

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

Khiyar, Khiyar Abdalla and Ahmad Al Galfy. "The Role of Sukuk (Islamic Bonds) in Economic Development". *JFAMM*- 2-2014, www.psp-ltd.com/JFAMM_10_2_2014.pdf, akses 18 Maret 2018.

Khudari, Mohamed. "The Role of Economic dan Financial Factors in Enhancing Sukuk Market Cross-Sectional Study". *International Journal of Industrial Management (IJIM)* ISSN (Print): 2289-9286; e-ISSN: 0127-564x;

Volume 3, June 2017

Knack, Stephen and Keefer Philip. "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures." *Economic and Politics* 7, no. 3 (1995): 207–227.

Krugman, Paul R. dan Maurice Obstfeld. *International Economics: Theory and Practice*. Addison-Wesley. New York. 2003.

Kuncoro, Mudrajad. *Metode Riset Untuk Bisnis & Ekonomi, Bagaimana meneliti dan menulis tesis?*. Jakarta: Erlangga, 2009.

Langbein, Laura dan Stephen Knack. "The Worldwide Governance Indicators: Six, One, or None?" *Journal of Development Studies* 46, no. 2 (2010): 350-370.

Li, Y dan Lihong H. "On the Relationship between Stock Return and Exchange Rate: Evidence on China", the Business School, Loughborough University, UK-College, Hunan University, China, 2008, 1-9.

Lesmana, Theresia. "Perkembangan Indikator Ekonomi Dan Kemakmuran Indonesia Dibandingkan Dengan 6 Negara Tetangga Periode 2005-2012". *Binus Business Review* Vol. 5 No. 1 Mei (2014): 101-111

- Manab, Abdul dan Agus Eko Sujianto. *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro Terhadap Penerbitan Sukuk Negara Di Indonesia, Malaysia Dan Brunei Darussalam*. Cahaya Abadi, 2016.
- Madura, Jeff. *Internasional Corporate Finance*. Ninth Edition, Cengage Learning. South Western. 2008.
- Malikov, Ahlidin. "How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector." (2017): 1-37.
- Malikov, Ahlidin. How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis. *Critical Issues and Challenges in Islamic Economics and Finance Development*, DOI 10.1007/978-3-319-45029-2_1 of the Infrastructure Sector
- Mankiw, N. Gregory. *Makroekonomi*, Edisi Keenam. Fitria Liza dan Imam Nurmawan [Penerjemah]. Jakarta: Erlangga. 2006.
- Matemilola dkk, "Impact of institutional quality on the capital structure of firms in developing countries." *Emerging Markets Review* 39 (2019): 175–209.
- Maya Puspa Rahmana, Jarita Duasaa, Salina Kassim dan Wan Rahini Aznie Zainudine. "Sovereign Sukuk Pricing Analysis: Do Macroeconomic Variables Matter?" *International Journal of Economics, Management and Accounting* 25, (2017): 513-528.
- Mohamed, H., Masih, M., dan Bach, O. Why do issuers issue sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian

- listed firms using partial adjustment models. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, (2015): 233–252.
- Miller, N., Challoner, J., dan Atta, A. "UK Welcomes The Sukuk-How The UK Finance Bill Should Stimulate Islamic Finance In London, Much To The Delight Of The City's Banks". *International Financial Law Review*, 26 (2007): 24–25.
- Miskhin, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Market. Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*. Buku 2, Edisi 8. Jakarta: Penerbit Salemba Empat. 2009.
- Mitsaliyanto, R.Q., Arundina, T., Kasri, R.A. "Impact of sukuk market development on Indonesian Economic Growth," *International Journal of Applied Business and Economic Research* 15 (24), (2017): 537-549.
- Mugiyati. *Sukuk Di Pasar Modal Tinjauan Bisnis Investasi Dan Fiqh*. Surabaya: UIN Sunan Ampel Press. 2016
- Mohamed, H. "Early Warning Indicators and Macroprudential Policy Tools". *Macroprudential Regulation and Policy for the Islamic Financial Industry*, (2016): 101–119. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-30445-8>
- Murni, A. *Ekonomika Makro*. Bandung, PT. Refika Aditama. 2006.
- Naifar, N., Hammoudeh, S., dan Al dohaimanae, M. Dependence structure between sukuk (Islamic bonds) and stock market conditions: An empirical analysis with Archimedean copulas. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 44, (2016):

148–165.

Naifar, N., dan Hammoudeh, S. Do Global Financial Distress and Uncertainties Impact GCC And Global Sukuk Return Dynamics? *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, (2016): 57–69.

Nasrullah, A. “Studi Surat Berharga Negara: Analisis Komparatif Sukuk Negara dengan Obligasi Negara dalam pembiayaan Defisit APBN”. *Jurnal Lentera: Kajian Keagamaan, Keilmuan dan Teknologi*, Vol. 1 No. 2. Nganjuk: Sekolah Tinggi Agama Islam Miftahul, Ula. (2015).

Nazwar, Chairul. “Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Return Saham Syariah Di Indonesia”, *Jurnal Perencanaan & Pengembangan Wilayah*, Vol.4, No.1, Agustus 2008

Nomura Research Institute. *Condition for Growth & Projection of Indonesia's Sukuk Market*. 2011.

North, D., „Economic Performance through Time“, *American Economic Review*, 84(3), June(1994): 359–95.

North, D.. *Understanding the Process of Economic Change*, Princeton: Princeton University Press. 2005.

Paltrinieri, Andrea, Mohammad Kabir Hassan, Salman Bahoo dan Ashraf Khan. "A Bibliometric Review of Sukuk Literature." *International Review of Economics & Finance*, (2019).

Pardy, N. “Institutions reform in emerging securities markets Policy” *Research Working papers*. WPS 907.

181-201: The world Bank Washington D.C. 1992.

Pasaribu, Rowland B. F, Mikail Firdaus. "Pengaruh Variabel Ekonomi Makro Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia". *Jurnal Ekonomi & Bisnis (JEB)*. Vol. 7, No. 2, Juli 2013

Putong, Iskandar. *Pengantar Ekonomi Mikro dan Makro*. Jakarta: Ghalia Indonesia, 2003

Paul A. Samuelson dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makroekonomi*, Jakarta: PT Media Global Edukasi, 2004, 118.

Phuc Canh, Nguyen, Christophe Schinckus and Su Dinh Thanh. "Do Economic Openness and Institutional Quality Influence Patents? Evidence from Gmm Systems Estimates." *International Economics* 157, (2019): 134-169.

Prabowo, Prayudi Setiawan. "If the Variable Retail Sukuk Issuance of Government Influence Macroeconomic Variables?" *E-jurnal: Spirit Pro Patria* III, no.1, (2017): 68-77.

Pradhan, S. "The economic and social consequences of corruption in transition countries." *Anticorruption in Transition. A contribution to the Policy Debate*, Washington, DC (2000).

Rahman, Faizul, Ardi Paminto, Maryam Nadir. "Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi Dan BI Rate Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005". *Jurnal Manajemen*, Volume 8, (1), (2016). ISSN print: 2085-6911, ISSN online: 2528-1518.

<http://journal.feb.unmul.ac.id>

Rahman, Mahfuzur Che Ruhana Isa, Teng-Tsai Tu, Moniruzzaman Sarker and Md Abdul Kaium Masud. "A bibliometric analysis of socially responsible investment sukuk literature," *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility* (2020) 5:7
<https://doi.org/10.1186/s41180-020-00035-2>

Respati, Y. *Ini Syarat Penerbitan Sukuk dengan Underlying Aset Wakaf*. 2016. diakses pada tanggal 31 Juli 2017 pukul 18:33

Rini, Mustika. "Obligasi Syariah (Sukuk) Dan Indikator Makroekonomi Indonesia: Sebuah Analisis Vector Error Correction Model (Vecm)." (2012).

Robinson, Daron Acemaglu dan James A. "Why Nations Fail: The Origins of Power; Prosperity and Poverty." *Profile Book* (2012).

Robinson, Joan. "The Model of an Expanding Economy". *The Economic Journal*, Vol. 62, No. 245 (Mar., 1952), pp. 42-53. Published by : Wiley on behalf of the Royal Economic Society Stable URL : <http://www.jstor.org/stable/2225401>

Rosyidi, Suherman. *Pengantar Teori Ekonomi Pendekatan kepada Teori Ekonomi Mikro dan Makro*. Jakarta: Raja Grafindo Persada. 2004, 210.

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

- Salem, Marwa Ben, Muhamed Fakhfekh, dan Nejjib Hachicha. "Sukuk Issuance and Economic Growth: The Malaysian Case." *Journal Of Islamic Economics, Banking And Finance* 12, No.2 (2016): 202-14.
- Samuelson, Paul A. dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makroekonomi*. Jakarta: PT Media Global Edukasi. 2004, 118.
- Shen, Chung-Hua dan Chien-Chiang Lee. "Same Financial Development yet Different Economic Growth--Why?" *Journal of Money, Credit, and Banking* 38, no. 7 (2006): <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0095>.
- Sloman, John dan Keith Norris. *Principles of Economics*. Pearson Education Australia. 2005.
- Smaoui, Houcem Ghouma, Hatem. "Sukuk Market Development and Islamic Banks' Capital Ratios." *Research in International Business and Finance* 51 (2020): 101064. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101064>.
- Smaoui, Houcem dan Mohsin Khawaja. "The Determinants of Sukuk Market Development." *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 7 (2016): 1501-18. <http://dx.doi.org/10.1080/1540496x.2016.1224175>.
- Smaoui, Houcem dan Salem Nechi. "Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?" *Research in International Business and Finance* 41 (2017): 136-47. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>.
- Swamy, Vighneswara. "Government Debt and Its Macroeconomic Determinants – an Empirical

- Investigation." *Munich Personal RePEc Archive* (2015).
- Sugiyono. *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: ALFABETA. 2017.
- Sugiyono. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta. 2012.
- Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*, Bandung: Alfabeta, 2009.
- Sukirno, Sadono. *Makroekonomi Teori Pengantar*. Jakarta: Raja Grafindo Persada. 2010.
- Sumiyarti, Puspa Febrina dan. "Pengaruh Kebijakan Makroekonomi Dan Kualitas Kelembagaan Terhadap Foreign Direct Investment Di Asean – 6 - Analisis Panel Data." *Jurnal Ekonomi Pembangunan Trisakti (e-Journal)* Volume. 1 Nomor. 2 September 2014, (2014): 159 - 175.
- Suminto. Peran Sukuk, sukuk Bukan Merupakan Surat Utang, Melainkan Kepemilikan Bersama Atas Suatu Aset/Proyek. 2015.
- Taivan, Ariuna dan Gibson Nene. "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Southern African Development Community Countries." *The Journal of Developing Areas* 50, no. 4 (2016): 81-95. <http://dx.doi.org/10.1353/jda.2016.0154>.
- Tandelilin, Eduardus. *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. Kanisius. Yogyakarta. 2010.

Tebaldi, Edinaldo & Ramesh Mohan, “Institutions and Poverty,” *The Journal of Development Studies*, 46:6, (2010):1047-1066, DOI: 10.1080/00220380903012730

Tim Kajian Badan Pengawas Pasar: *Modal Dan Lembaga Keuangan, Kajian Simplifikasi Penerbitan Efek Syariah (Sukuk)*. Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Tim Kajian Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan. *Kajian Pasar Sekunder Sukuk*. Kementerian Keuangan Republik Indonesia. 2012.

Tim Penyusun, Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah, Jakarta: 2010.

TheCityUK. *Global trends in Islamic finance and the UK market 2019*. Trowers & Hamlins LLP. April 2019. www.thecityuk.com

Thomson Reuters. 2017. Sukuk Perceptions & Forecast Study 2017. Poised For Growth. <https://forms.thomsonreuters.com/ifgbusiness>.

Thomson Reuters. *State Of The Global Islamic Economy Report 2016/17*.

Thumrongvit, P., Kim, Y., & Pyun, C. S. *Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth*. *International Review of Economics & Finance*, 27, (2013): 529–541. doi:10.1016/j.iref.2013.01.008

Treisman, D.. *Post communist corruption. Political Economy of Transition and Development: Institutions, Politics, and Policies*. Kluwer, 2003: 201–226.

- Umaru, Aminu dan Anono Abdulrahman Zubairu. "Effect of Inflation on the Growth and Development of the Nigerian Economy (An Empirical Analysis)", *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 10 [Special Issue – May 2012], 183.
- Valle, C. *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, D.C.: World Bank.
- Van Stel, A., Storey, D., dan Thurik, R., "The effect of business regulations on nascent and young business entrepreneurship", *Small Business Economics*, 28. (2007): 171–186
- Wang, Yu, Liwei Cheng, Hao Wang dan Liangyu Li. "Institutional quality, financial development and OFDI." *Pacific Science Review* 16, no. 2 (2014): 127-132.
- Widarjono, Agus. *Ekonometrika*. Edisi Kedua, Yogyakarta: Ekonisia. 2009.
- Wilber, C.K. and R.S. Harrison, „The methodological basis of institutional economics: pattern model, story-telling, and holism“, *Journal of Economic Issues*, 12 (1) (1978).
- Williamson, Oliver E., "The new institutional economics: taking stock, looking ahead". *Journal of Economics Literature* 38(3), (2000): 595-613.
- Wilson, R. Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities. *Humanomics*, 24, (2008): 170–181.
- Yuliana, Indah. *Investasi Produk Keuangan Syariah*. Malang: UIN- MALIKI Press. 2010.
- Yustika, Ahmad Erani. *Ekonomi Kelembagaan Paradigma, Teori, Dan Kebijakan*. Malang: Erlangga, 2012.

- Zaher, T. S., dan Hassan, M. K. "A Comparative literature survey of islamic finance and banking", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10, 155–199
- Zamir Iqbal dan Abbas Mirakhor, *An introduction to islamic finance*. Singapura: John Wiley & Son (Asia) Pte. Ltd, 2007.
- Zawya. *The concept of sukuk*. United Emirat Arab. Retrieved from. 2011.
- Zulhibri, Muhamed. "A Synthesis of theoretical and empirical research on sukuk." *Borsa Istanbul Review* 15, no. 4 (2015): 237-48.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.bir.2015.10.001>.
- Zolfaghari, Pegah. *An Introduction to Islamic Securities*. Iran: Uppsala Faculty of Law. 2017.

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

1. Identitas Diri

Nama : Nuhbatul Basyariah
Tempat/ Tgl. Lahir : Ngawi/ 24 Februari 1984
Pangkat/ Gol : Lektor/ IIIc
Jabatan : Kaprodi Perbankan Syariah STEI
Hamfara
Alamat Rumah : Karangkajen MG III/ 960 YK
Alamat Kantor : Dsn. Kenalan 04, Bangunjiwo,
Kasih, Bantul
Email : nuhbah.hamfara@gmail.com
Hp : 085225688814
Nama Ayah : Kamzuri (Almarhum)
Nama Ibu : Siti Mangunah
Nama Suami : Rahmat Miftahul Habib
Nama Anak : Muhammad Hafidz Al-Fatih

2. Riwayat Pendidikan

a. Pendidikan Formal

- 1) MI : MI Muhammadiyah Kedunggudel
Utara, Widodaren, Ngawi
- 2) MTs : MTs Darul Hikmah Ngompak
Ngrambe, Ngawi
- 3) MAN : MAN Ngrambe, Ngawi
- 4) S1 : Keuangan Perbankan Syariah, STEI
Hamfara Yogyakarta
- 5) S2 : Ilmu Ekonomi-MSI-FEB, UGM

3. Pendidikan Non Formal

- a. TOT Pasar Modal Syariah oleh OJK dan Pasar Modal
Syariah (2020)
- b. Pelatihan Nadzir Wakaf oleh UNIDA dan BI (2020)

- c. IIIT Online Classes International Institute Of Islamic Thought (Juni-July 2020) On:
 - 008 Foundation of Islamic Economics by Prof. Dr. M. Aslam Haneef
 - 010 Accounting for Islamic Banks by Assoc. Prof. Dr. Noraini Arifin

4. Riwayat Pekerjaan
 - a. Pengajar di Home Schooling Group Khoirul Ummah Kasihan Bantul (2010-2012)
 - b. Pembina di Asrama Mahasiswa STEI Hamfara Yogyakarta (2008-2011)
 - c. Pengajar di Ma'had Hamfara (2007 -2011)
 - d. Dosen STEI Hamfara Yogyakarta (2012 - Sekarang)

5. Prestasi/ Penghargaan
 - a. Best Persenter pada acara *Callpaper* Semnas Ekis Kopertais 2019

6. Pengalaman Organisasi
 - a. BEM STEI Hamfara
 - b. Ketua Litbang Kasei Relief
 - c. Anggota IAEI DPW DIY - Sekarang
 - d. Anggota IFA (International Financial Assossiation) - Sekarang

7. Minat Keilmuan
 - a. Ekonomi Syariah
 - b. Bisnis Syariah
 - c. Keuangan dan Perbankan Syariah

8. Karya Ilmiah
 - a. Artikel
 1. Analisis Pengaruh Inflasi Dan Upah Terhadap Tingkat Kemiskinan Di Daerah Istimewa

Yogyakarta Tahun 2010-2014. (Penelitian Tim, At-Tauzi': Islamic Economic Journal 2015)

2. Analisis Syariah Mekanisme Ijarah- *Sale and Lease Back* Pada Sukuk Negara Ritel Berdasarkan Fatwa DSN-MUI Dan KDPPLKS (Jurnal Studi Islam (Muqoddimah: Journal Studi Islam, 2014).
3. Analisis Interaksi antara Nilai Emisi Sukuk Dengan Nilai Emisi Obligasi dan Nilai Emisi Saham di Indonesia (At-Tauzi': Islamic Economic Journal, 2013)
4. Telaah Kritis Implementasi Akad Musyarakah pada Bank Muamalat Indonesia Cabang Yogyakarta Perspektif Fikih Syekh Taqi Usmani (Penelitian Tim, At-Tauzi: Islamic Economic Journal 13 (2), 2015, 67-80
5. Analisis Stabilitas Nilai Tukar Mata Uang Asean-10 Terhadap Dolar AS Dan Dinar Emas (Penelitian Tim, Equilibrium: Jurnal Ekonomi Syariah 4, 2016, 227-253).
6. Reformulasi Pricing Murabahah Pada Bank Syariah. (Penelitian Tin, At-Tauzi: Islamic Economic Journal 16 (1), 2017, 45-55.
7. Analisis Implementasi Pembiayaan Musyarakah Mutanaqishah Pada Perbankan Syariah di Indonesia (Muqtasid: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah 9 (2), 2018, 120-133).
8. Pengaruh Jumlah Pegawai dan Jumlah Kantor terhadap pertumbuhan Aset Bank Syariah di Indonesia (At-Tauzi: Islamic Economic Journal 19 (1), 2019, 35-46
9. Institutional Quality and Sukuk Development: A Study of Five OIC Countries, Shirkah: Journal of Economics and Business 5 (3), 2020, 286-309.
10. Determinants of Sukuk Market Development:

Macroeconomic Stability
and Institutional Approach, *Journal of Asian
Finance, Economics and Business* Vol 8 No 2
(2021) 0201–0211.
doi:10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0201

b. Penelitian

1. Analisis Interaksi Antara Nilai Emisi Sukuk Dengan Nilai Emisi Obligasi, Nilai Emisi Saham, IHSG, BI-Rate Dan Inflasi Di Indonesia (Tesis, 2014).
2. Analisis Perilaku Kurs Rupiah Terhadap Dolar Amerika Dengan Box-Jenkins (Periode 21 Mei 1998-1 Juni 2012), (Penelitian Tim, 2012)
3. Pemberdayaan Pesantren Sebagai Islamic Economic Center 2” Konsep dan Praktek Lembaga Keuangan Mikro Syariah Yang Seharusnya” (Hibah penelitian dan Pengabdian Diktis-Kemenag, 2015).
4. Participatory Action Research “Pemberdayaan Pesantren Sebagai *Islamic Economic Center*” (Hibah penelitian dan Pengabdian Diktis-Kemenag, 2012).
5. Dampak Krisis Ekonomi Uni-Eropa Terhadap Ekspor Indonesia (Dengan Indikator Perubahan “Ftse” Terhadap Ekspor) Pendekatan *Model Vektor Autoregression* (VAR).
6. Telaah Kritis Obligasi Ritel Indonesia (ORI) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) SR-002 (Skripsi, 2010).

Yogyakarta, 10 Maret 2021

Nuhbatul Basyariah