

Dampak Pertumbuhan Pasar Modal Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia

Penulis :

Yetti Afrida Indra, M.Ak

Editor:

Kustin Hartini, MM.

Penerbit:



**Dampak Pertumbuhan Pasar Modal Syariah
Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia
Oktober-2022.**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang.

vii+105 hlm: 17,5x25cm

ISBN

978-623-6026

Penulis:

Yetti Afrida Indra, M.Ak.

Editor:

Kustin Hartini, MM.

Penerbit:

CV Brimedia Global

Redaksi:

Perum Bukit Timur

Jl. Timur Indah Ujung gang TPU

No.38 Kota Bengkulu. Telp: (0736) 23526

Whatsapp: 0896-3301-4662

Email: cvbrimedia03@gmail.com

Instagram/Facebook/Shopee: Brimedia Global

Anggota IAKPI

Bengkulu: No.006/Bengkulu/2020

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim

Atas berkat rahmat Allah SWT kami dapat menyajikan Buku dengan Judul **Dampak Pertumbuhan Pasar Modal Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia.**

Kami menyadari dalam penulisan buku ini masih banyak terdapat kekurangan dari berbagai sisi, kritik dan saran yang membangun sangat kami harapkan untuk kemajuan ke depan, dan tak lupa kami ucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu pelaksanaan penulisan buku ini. Terutama kepada pihak yang sudah memfasilitasi kegiatan ini.

Demikian Buku ini kami sajikan semoga dapat memberikan manfaat bagi perkembangan Pasar Modal dan Ekonomi di Indonesia dan untuk semua pembaca.

Penulis

Yetti Afrida Indra,M.Ak

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
KATA PENGANTAR.....	ii
DAFTAR ISI	iv
Bab I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah.....	7
C. Tujuan Penelitian	7
D. Kegunaan Penelitian.....	7
Bab II KAJIAN TEORI	
A. Pertumbuhan Ekonomi Nasional	9
B. Pasar Modal Syariah.....	14
C. Instrumen Pasar Modal Syariah.....	17
Bab IV Hasil penelitian dan Pembahasan	
A. Hasil Penelitian	54
B. Pertumbuhan Ekonomi	54
C. Saham Syariah	56
D. Sukuk.....	58
E. Reksadana Syariah.....	59
Bab V Kesimpulan dan Saran	
A. Kesimpulan	80
B. Saran	80
 DAFTAR PUSTAKA	82
LAMPIRAN-LAMPIRAN	

BAB I

Gambaran Perkembangan Pasar Modal Syariah Indonesia

A. Pasar Modal

Secara substansi pasar modal baik konvensional maupun syariah dapat dikatakan selaras dengan hukum Islam, karena misi hukum Islam dalam bidang Muamalah adalah kemaslahatan umat yang juga dijadikan tujuan dibentuknya pasar modal. Yang menjadi perbedaan yang fundamental antara pasar modal konvensional dan syariah terletak pada operasionalisasinya, dimana pada pasar modal konvensional masih banyak ditemui spekulasi dan praktik jual beli saham yang tidak sesuai dengan hukum Islam yang dapat merusak tujuan kemaslahatan itu sendiri.

Mewujudkan kemaslahatan dibidang ekonomi dengan mensyariahkan pasar modal sebagai instrumen investasi di Indonesia dapat membersihkan praktik-praktik spekulasi dana praktik lainnya yang tidak sesuai dengan prinsip syarian dalam operasionalisasi pasar modal. Untuk mencegah perilaku yang menyimpang dari hukum Islam tersebut dapat dilakukan dengan penegasan aturan hukum yang mengatur kegiatan transaksi di pasar modal, dengan menumbuhkembangkan pasar modal syariah. Sehingga tujuan dari ekonomi tersebut terlaksana yakni kemaslahatan bagi emite dan juga investor. Selain kemaslahan bagi para pihak yang bertransaksi, hal ini juga akan mendorong pertumbuhan perekonomian seiring dengan pertumbuhan pasar modal syariah di Indonesia.

Pengaruh pembangunan keuangan dan pertumbuhan ekonomi telah menarik banyak perhatian dalam literatur ekonomi pembangunan. Perkembangan keuangan cenderung meningkatkan sektor riil.

Perkembangan investasi pasar modal syariah Indonesia dari tahun 2015 ke tahun 2019 meningkat setiap tahun. Sukuk, Reksadana syariah, dan saham syariah adalah instrumen investasi syariah dipasar modal Indonesia. Data perkembangan ketiga instrument tersebut dapat dilihat pada grafik 1.2 berikut:

Grafik 1.2
Perkembangan Pasar Modal Syariah Indonesia



Sumber : Laporan perkembangan keuangan OJK, 2019

Grafik 1.2 menunjukkan perkembangan investasi di sector pasar modal syariah indonesia. Dilihat dari laporan tahunan OJK, Reksa Dana Syariah pada tahun 2019 memiliki nilai aktiva bersih sebesar 53,74 Triliun. Sukuk Negara memiliki nilai aktiva bersih sebesar 824,19 Triliun dan sukuk Korporasi mencapai nilai aktiva bersih sebesar 29,83 Triliun ditahun 2019. Pertumbuhan reksadana syariah, sukuk, dan saham syariah terhadap pertumbuhan ekonomi. Semakin tinggi nilai asset atau nilai aktiva dari instrument pasar modal tersebut maka semakin tinggi tingkat produktivitas perusahaan. Dampaknya akan mempengaruhi laba perusahaan.

Peran reksadana dalam ekonomi riil dapat dikatakan sebagai perantara keuangan. Beberapa literature tentang reksa dana dan ekonomi

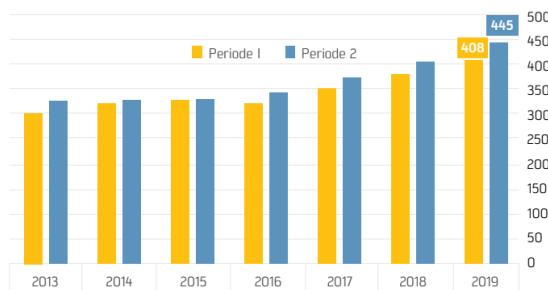
riil yang mengidentifikasi dua saluran potensial yang dapatkan yaitu efisiensi alokasi modal dan produktivitas perusahaan. Pertumbuhan global reksa dana, hanya sedikit penelitian yang ada untuk menguji pengaruh aliran balik ke pertumbuhan ekonomi (Kaul (2008); Jank (2012). Literature sebelumnya menunjukkan temuan campuran dan tidak meyakinkan terkait pengaruh anatara aliran reksa dana syariah terhadap pertumbuhan ekonomi.

Sukuk adalah Instrument investasi pasar modal syariah yang menyumbang asset keuangan syariah terbesar kedua di indonesia pada tahun 2019, data laporan perkembangan keuangan asset syariah sukuk memiliki Nilai aktiva sebesar 854,02 Triliun. Kajian terkait penelitian terdahulu terkait sukuk, Struktur dan risiko sukuk oleh Tariq (2007); Zayd (2014); , reaksi pasar saham terhadap Penerbitan sukuk oleh Ashhari et.al (2009); Alam., (2014); mikro-determinan dari penerbitan Sukuk oleh Azmat et al., (2015), makro-determinan dari penerbitan Sukuk oleh Smaoui dan Khawaja (2017), Sukuk dan pertumbuhan ekonomi oleh Smaoui dan Nechi (2017), dan Sukuk versus obligasi konvensional oleh Kamarudin et al., (2014); Cakir dan Raei, (2007).

Pasar keuangan syariah (sukuk) mendorong pertumbuhan ekonomi dengan merangsang akumulasi modal dan mempromosikan alokasi sumber daya yang efisien dan inovasi teknologi (Thumrongvit dkk., 2013). Literature mengatasi efek makro ekonomi dari pembiayaan sukuk dan implikasinya terhadap pertumbuhan masih jarang tersedia paling banyak bukti bersifat deskriptif. Echchabi et al. (2016) adalah satu-satunya studi empiris yang ada yang membahas pengaruh signifikan penerbitan sukuk terhadap pertumbuhan PDB.

Perkembangan saham syariah indonesia saat ini mengalami peningkatan setiap tahunnya. Per akhir tahun 2019 jumlah efek syariah adalah 445 emiten. Perkembangan saham syariah dari tahun 2013 - 2019 dapat dilihat pada grafik dibawah ini:

Grafik 1. 3
Pertumbuhan Saham syariah Indonesia



Sumber : OJK, 2019

Pertumbuhan saham syariah terhadap pertumbuhan ekonomi, pernah diteliti oleh Furqani dan Mulyany (2009); Abduh dan Chowdury (2012); Abduh et.al (2012); dan Abduh & Omar (2012). Hasil analisis mereka mengatakan tidak ada pengaruh yang signifikan antara saham syariah dan pertumbuhan ekonomi di negara-negara dengan pendapatan perkapita rendah.

B. Kajian penelitian terdahulu yang relevan mengenai pasar modal

Kajian terhadap penelitian terdahulu akan terbagi dalam sesuai dengan variabel-variabel yang diteliti. Kajian terhadap penelitian terdahulu dilakukan terhadap artikel-artikel yang telah diterbitkan pada jurnal-jurnal nasional dan internasional yang bereputasi. Secara rinci kajian terhadap penelitian terdahulu tersaji sub-bab berikut:

1) Pengaruh perkembangan pasar modal syariah pada

pertumbuhan ekonomi.

Pengaruh dan/atau pengaruh perkembangan pasar modal syariah dan pertumbuhan ekonomi merupakan penelitian yang masih banyak diminati oleh para peneliti ekonomi pembangunan Secara teoritis dan praktis, telah dianggap bahwa pertumbuhan adalah jiwa ekonomi makro, dan pasar modal adalah denyut nadi perekonomian. Menurut Levine (1998), Pasar saham dapat berfungsi sebagai platform bagi perusahaan untuk meningkatkan modal ekuitas untuk investasi dan belanja modal (Zhu, Ash, and Pollin 2004).

Pasar saham dapat berperan dalam meningkatkan pertumbuhan industri dan ekonomi. Selain itu, pasar saham juga dengan baik membuat makroekonomi lebih efisien (Engle, Ghysels, and Sohn 2013) tentunya dari arah sebaliknya , variabel makroekonomi juga meningkatkan kinerja pasar saham (Tran Thi Phuong and Nguyen 2019). Kebijakan makroekonomi dan liberalisasi pasar keuangan membuat pasar saham berfungsi lebih baik dan efisien.

Liberalisasi pasar membuka saluran perdagangan dan memungkinkan pencatatan lintas batas perusahaan multinasional yang menerjemahkan penanaman modal asing (Zhu et al. 2004).Dengan demikian, perusahaan lokal bersedia mencatatkan sahamnya di pasar saham yang akan menciptakan lebih banyak peluang untuk meningkatkan modal untuk investasi dan CAPEX (Ngare, Nyamongo, and Misati 2014).

Pasar saham menyediakan platform umum untuk pembeli dan penjual untuk perdagangan saham (Chitra and Annadurai 2013). Kemudahan perdagangan memungkinkan investor individu

untuk mendapatkan keuntungan dan membantu investor institusi untuk menginvestasikan sejumlah besar modal (Akinlo and Adejumo 2016). Pasar saham memudahkan dalam meningkatkan aliran uang dalam perekonomian. Ini juga membawa likuiditas ke pasar dan menciptakan lingkungan untuk penawaran umum dan kewirausahaan.

Studi empiris tentang pasar saham dan pertumbuhan belum menawarkan gambaran yang jelas tentang pengaruh tersebut. Perdebatan masih terus berlangsung, apakah perkembangan pasar saham menyebabkan pertumbuhan ekonomi atau sebaliknya. Berdasarkan studi sebelumnya, pengaruh pasar saham dan pertumbuhan ekonomi telah dijelaskan dengan empat hipotesis, yaitu hipotesis memimpin penawaran, memimpin permintaan, umpan balik, dan hipotesis tanpa pengaruh.

Hasil sementara supply-leading mengusulkan adanya efek searah dari pasar saham terhadap pertumbuhan ekonomi (Grira and Labidi, 2020; Ngare et.al,2014).The demand leading hipotesis menunjukkan prevalensi efek searah dari kemajuan ekonomi pembangunan pasar saham (Alhomaidi et al. 2019). Konotasinya,perkembangan pasar saham mendorong pertumbuhan ekonomi atau sebaliknya. Ada pula hasil penelitian yang mengusulkan tidak ada pengaruh antara keuangan (pasar saham) dengan pertumbuhan ekonomi (Ramadhani 2020).

Dalam jangka pendek, kinerja pasar saham mempengaruhi pertumbuhan ekonomi menurut Mun et.al. (2008).Studi oleh Ang dan McKibbin (2007) menguji apakah pertumbuhan ekonomi

Malaysia mengarah pada keuangan atau tidak. Mereka menemukan bahwa dalam jangka panjang perkembangan keuangan mendorong pertumbuhan ekonomi Malaysia ,tetapi dalam jangka pendek pertumbuhan ekonomi mendorong keuangan (pasar saham).

Menurut teori berbasis pasar, perkembangan pasar saham dari pasar yang berfungsi dengan baik mendorong kemajuan ekonomi (Levine, 2002). Teori ini mengusulkan bahwa pasar saham yang besar dan berfungsi dengan baik merangsang pertumbuhan, meningkatkan tata kelola perusahaan, membantu dalam diversifikasi risiko serta dalam manajemen risiko (Levine, 2005). Teori jasa keuangan menganjurkan bahwa pasar saham dan lembaga keuangan menawarkan platform untuk bisnis dan ekspansi industri mendorong pertumbuhan ekonomi (Levine 2005; Rousseau 2003; Loayza & Ranciere, 2006). Menurut Gurley dan Shaw (1955) juga menyatakan bahwa pasar keuangan yang berkembang dengan baik dapat meningkatkan akumulasi modal dengan menyediakan dana yang diperlukan kepada investor, dengan meningkatkan kapasitas keuangan mereka dan dengan meningkatkan efisiensi perdagangan yang pada akhirnya berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi.

Dampak pasar modal pada pertumbuhan ekonomi di Negeria (Yadirichukwu and Chigbu 2014). Studi ini focus pada Risiko merupakan atribut intrinsik yang ada di hampir semua bidang usaha manusia. Lingkungan keuangan berubah menjadi sangat genting, tidak stabil dan tidak dapat diprediksi karena praktik manajemen risiko yang rusak. Dalam memberikan kredit, Bank Uang Simpanan (DMB) mengambil risiko pinjaman atau

uang muka (LAD) hilang seluruhnya atau sebagian, atau pendapatan bunga yang masih harus dibayar akhirnya tidak terwujud. Mereka menunjukkan bahwa manajemen risiko berdampak positif pada profitabilitas. Berkonsentrasi pada bank deposito uang di Nigeria dan menggunakan Zenith Bank Plc sebagai studi kasus, tujuan dari penelitian ini adalah untuk menunjukkan secara sederhana bahwa risiko dapat diwakili oleh LAD dan provisi kerugian pinjaman (LLP) yang dibuat oleh DMB, sama seperti kinerja dapat diukur dengan return on equity (ROE), sedangkan total aset (TAS) dimasukkan sebagai variabel kontrol. Dengan menggunakan data yang diambil dari laporan keuangan 2002-2017 (16 tahun), ditetapkan, melalui statistik deskriptif dan analisis regresi, bahwa penyisihan kerugian kredit tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap profitabilitas.

2) Pasar Modal Syariah Sebagai Instrumen Investasi di Indonesia

Sebagai instrumen investasi di Indonesia keberadaan pasar modal syariah menurut MM. Metwally memiliki beberapa fungsi yaitu:

- a) Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan resikonya.
- b) Memungkinkan para pemegang saham dalam menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
- c) Memungkinkan perusahaan meningkatkan dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.

- d) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.

Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham (Saputra 2014,89). Selain fungsi di atas pasar modal sebagai instrumen investasi di Indonesia memiliki kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia, hal ini dapat dilihat dengan perkembangan pasar modal syariah yang berpengaruh pada indikator-indikator ekonomi seperti nilai tukar rill, tingkat inflasi, dan juga produk domestik bruto yang menjadi tolak ukur pertumbuhan ekonomi.

BAB II

Pertumbuhan Ekonomi, Pasar Modal, dan Saham

A. Pertumbuhan Ekonomi Nasional

Pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses dimana meningkatnya pendapatan tanpa mengaitkannya dengan tingkat pertumbuhan penduduk, tingkat pertumbuhan penduduk umumnya sering dikaitkan dengan pembangunan ekonomi. Perekonomian dianggap mengalami pertumbuhan bila seluruh balas jasa riil terhadap penggunaan faktor produksi pada tahun tertentu lebih besar daripada tahun sebelumnya. Indikator yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan ekonomi adalah tingkat pertumbuhan Product Domestic Brutto (PDB). Ada beberapa alasan yang mendasari pemilihan pertumbuhan PDB dan bukan indikator lainnya misalnya, pertumbuhan Product Nasional Brutto (PNB) sebagai indikator pertumbuhan. Alasan-alasan tersebut adalah:

- a. PDB adalah jumlah nilai tambah yang dihasilkan oleh seluruh aktivitas produksi di dalam perekonomian. Hal ini berarti peningkatan PDB juga mencerminkan peningkatan balas jasa kepada faktor produksi yang digunakan dalam aktivitas produksi tersebut.
- b. PDB dihitung atas dasar konsep aliran (*flow concept*). Artinya, perhitungan PDB hanya mencakup nilai produk yang dihasilkan pada suatu periode tertentu. Perhitungan ini tidak mencakup nilai produk yang dihasilkan pada periode sebelumnya. Pemanfaatan konsep aliran guna menghitung PDB, memungkinkan kita untuk membandingkan jumlah output yang dihasilkan pada tahun ini dengan tahun sebelumnya.
- c. Batas wilayah perhitungan PDB adalah negara (perekonomian domestik). Hal ini memungkinkan kita untuk mengukur sejauh mana

kebijaksanaan- kebijaksanaan ekonomi yang diterapkan pemerintah mampu mendorong aktivitas perekonomian domestik.

Kesuksesan suatu negara dilihat dari pertumbuhan ekonominya. Sementara kesuksesan pemerintahan suatu negara dilihat dari kemampuannya meningkatkan pertumbuhan ekonomi negaranya. Pertumbuhan ekonomi ini penting untuk diperhatikan bahkan terus ditingkatkan karena menjadi indikator keberhasilan kinerja pemerintah dan jajarannya dalam menciptakan kehidupan yang lebih baik dan sejahtera bagi rakyatnya. Oleh sebab itu, setiap negara senantiasa berusaha untuk menggenjot pertumbuhan ekonominya agar mencapai optimal bahkan maksimal. Berhasil tidaknya pencapaian pertumbuhan ekonomi suatu negara dicirikan dengan hal-hal berikut:

- 1) Produktivitas meningkat
- 2) Laju pertumbuhan penduduk dan produk per kapita tinggi
- 3) Laju perubahan struktural tinggi
- 4) Adanya gelombang urbanisasi, yakni perpindahan penduduk dari desa ke kota
- 5) Ekspansi negara maju

Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi suatu negara mengindikasikan tingkat kesejahteraan rakyat yang tinggi pula.

2. Indikator Pertumbuhan Ekonomi

Adapun indikator dari pertumbuhan ekonomi suatu negara adalah:

- a). Produk Domestik Brutto (PDB)

Pada prinsipnya pertumbuhan ekonomi dapat dipahami sebagai pertambahan pendapatan nasional atau pertambahan output atas barang dan jasa yang diproduksi selama satu tahun. Dari sini jelas bahwa indikator pertumbuhan ekonomi salah satunya ditunjukkan oleh nilai PDB (Produk Domestik Brutto). PDB merepresentasikan pendapatan nasional riil yang dihitung dari keseluruhan output dari barang dan jasa yang diproduksi suatu negara. Syarat bagi suatu negara dikatakan mengalami pertumbuhan ekonomi apabila nilai PDB atau pendapatan nasional riil mengalami kenaikan dariperiode sebelumnya.

b). Pendapatan riil per kapita

Pendapatan riil per kapita menunjukkan pendapatan masyarakat suatu negara. Jika pendapatan masyarakat secara keseluruhan mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, maka dapat dikatakan bahwa perekonomian di negara tersebut juga mengalami pertumbuhan yang positif.

c). Kesejahteraan penduduk

Indikator kesejahteraan penduduk ini memiliki keterkaitan dengan pendapatan riil per kapita. Semakin banyak barang dan jasa yang dihasilkan suatu negara tentu harus ditunjang dengan distribusi yang lancar. Jika distribusi barang dan jasa lancar, maka distribusi pendapatan perkapita di seluruh wilayah negara merata. Hal ini mengindikasikan adanya peningkatan kesejahteraan bagi seluruh masyarakat di negara tersebut.

d). Tingkat penyerapan tenaga kerja dan pengangguran

Ketika lapangan kerja tersedia sehingga tingkat penyerapan tenaga kerja tinggi, saat itulah negara mengalami pertumbuhan ekonomi. Tingkat penyerapan tenaga kerja yang tinggi jelas berpengaruh pada berkurangnya angka pengangguran. Artinya,

produktivitas meningkat.

Ekonomi maju dan berkembang serta rakyat yang sejahtera menjadi cita-cita dari seluruh negara di dunia. Untuk mewujudkan cita-cita tersebut, negara melalui pemerintah dan jajarannya senantiasa mengoptimalkan indikator-indikator yang mendorong pertumbuhan ekonomi. Meski banyak indikator yang bisa digunakan untuk mengukur pertumbuhan ekonomi, namun pada praktiknya yang menjadi tolak ukur adalah nilai PDB. Sebagai pendapatan nasional, PDB diukur dalam satuan rupiah berdasarkan harga konstan. Sementara ukuran pertumbuhan ekonomi bukanlah dalam satuan rupiah, melainkan persentase. Jika persentase pertumbuhan ekonomi yang diperoleh positif dan mengalami kenaikan dari tahun ke tahun, maka perekonomian negara tumbuh dan berkembang. Sebaliknya apabila persentase pertumbuhan ekonomi menurun bahkan negatif, artinya perekonomian negara mengalami kemunduran atau penurunan. Pertumbuhan ekonomi yang negatif mengindikasikan bahwa pendapatan nasional riil yang diperoleh negara pada periode tertentu lebih kecil atau rendah dibandingkan dengan periode yang lalu.

Tingkat pertumbuhan yang naik dari tahun ke tahun menunjukkan bahwa adanya keberhasilan suatu pemerintahan negara dalam meningkatkan dan memeratakan kesejahteraan masyarakat di seluruh wilayah negerinya.

Pada masa pascakrisis, Indonesia mengalami laju pertumbuhan ekonomi yang cukup baik dalam soal besaran angka pertumbuhannya. Inilah indikator utama yang senantiasa digunakan para presiden mulai dari Habibie hingga SBY untuk mengklaim bahwa perekonomian Indonesia sudah *back on track*, kembali ke jalur semestinya, karena sudah tumbuh sekian koma sekian persen per tahun. Pernyataan ini

tidak salah, namun tidak menunjukkan seluruh kenyataan yang ada. Bawa perekonomian Indonesia kembali tumbuh dengan mantap, sekalipun belum setinggi pada masa sebelum krisis, itu memang benar, dan ini sudah merupakan satu hal yang patut disyukuri. Masalahnya, pertumbuhan ekonomi Indonesia itu sendiri ternyata tidak berjalan sebagaimana seharusnya, karena ternyata sangat tidak seimbang dan belakangan bahkan tidak seimbang. Berbagai masalah yang merupakan dampak ketimpangan pertumbuhan ekonomi ini bukan sekadar soal teori atau rumus canggih ilmu ekonomi, namun mudah disaksikan di dunia nyata karena selama ini telah dan akan terus mengakibatkan berbagai konsekuensi serius bagi perekonomian nasional yang langsung dirasakan dalam peri kehidupan masyarakat sehari-hari.

Dalam mengatasi pertumbuhan ekonomi yang tidak seimbang, tentunya bukan menekan atau menghalangi pertumbuhan sektor *non-tradable* (sektor ekonomi yang tidak dapat diperdagangkan seperti sektor keuangan dan jasa), melainkan harus mengupayakan agar sektor *tradable* (Produk Domestik Brutto) dapat tumbuh lebih baik dan cepat agar tidak terlalu tertinggal dari sektor *non tradable*. Jika situasi riil di pasar memang tidak memungkinkan tumbuhnya sektor *tradable* secara memuaskan, maka negara harus turun tangan guna cepatnya membenahi sektor riil. Sektor riil yang maju pesat bisa mengatasi berbagai macam masalah pengangguran, kemiskinan, ketimpangan antar kelompok pendapatan, antar sektor, antar daerah, dan kerawanan sosial. Sektor inipun lebih bisa diandalkan untuk meningkatkan penerimaan devisa negara, sehingga memberikan sumbangan berarti bagi penguatan keseimbangan sektor eksternal. Lagi pula Indonesia memiliki potensi pasar yang tergolong besar di dalam negeri guna memungkinkan tumbuhnya sektor riil secara sehat tanpa harus terlalu

tergantung pada gonjang-ganjing perekonomian dunia. Untuk itu, pemerintah harus segera melumatkan segala hambatan usaha, memperbaiki iklim investasi demi berkembangnya sektor riil secara optimal.

Adapun beberapa faktor yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi adalah: sumber daya alam, sumber daya manusia, sumber daya modal, ilmu pengetahuan dan teknologi, infrastruktur, keadaan politik, sosial budaya, dan sistem pemerintahan. Faktor yang akan dibahas pada bab ini adalah sumber daya modal. Apabila sebuah negara memiliki banyak kemampuan modal, maka hal tersebut juga akan berbanding lurus dengan meningkatkan berbagai macam kegiatan ekonomi yang ada pada sebuah negara.

Menurut pendapat kaum klasik, pembentukan modal merupakan suatu pengeluaran yang akan menambah kesanggupan masyarakat untuk meningkatkan produksi. Bagi kaum klasik, pembentukan modal adalah pengeluaran yang akan mempertinggi jumlah barang-barang modal dalam masyarakat. Jika kesanggupan itu bertambah, maka dengan sendirinya produksi pendapatan nasional akan bertambah tinggi dan pembangunan ekonomi akan tercipta.

Dalam investasi tidak terlepas dari pasar modal dan pasar uang, di mana pelaku investasi akan menginvestasikan sebagian uangnya pada pasar modal. Keberadaan pasar modal memberikan keleluasaan pada penjual dan pembeli untuk saling bertemu pada suatu tempat untuk melakukan transaksi dalam rangka memperoleh modal. Penjual (emiten) dalam pasar modal merupakan perusahaan yang membutuhkan modal, sehingga mereka berusaha untuk menjual efek di pasar modal. Sedangkan pembeli (investor) adalah pihak yang ingin membeli modal di perusahaan yang menurut mereka menguntungkan.

seiring dengan perkembangannya pada saat ini pasar modal telah berkembang dengan adanya pasar modal syari'ah yaitu pasar modal yang sesuai dengan syari'ah Islam atau dengan kata lain instrumen yang digunakan berdasarkan pada prinsip syari'ah dan mekanisme yang digunakan juga tidak bertentangan dengan prinsip syari'ah.

3. Pasar Modal Syari'ah

Istilah pasar biasanya digunakan istilah bursa, *exchange*, dan *market*. Sementara untuk istilah modal sering digunakan istilah efek, *securities*, dan *stock*. Pasar modal menurut Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal pasal 1 ayat (12) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sedangkan yang dimaksudkan dengan efek pada pasal 1 ayat (5) adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

Pasar modal syari'ah secara sederhana dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syari'ah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan terlepas dari hal-hal yang yang dilarang seperti riba, perjudian, spekulasi, dan lain- lain.¹⁹ Pasar modal syari'ah secara prinsip berbeda dengan pasar modal konvensional. Sejumlah instrumen syari'ah sudah digulirkan di pasar modal Indonesia seperti dalam bentuk saham dan obligasi dengan kriteria tertentu yang sesuai dengan prinsip syari'ah.

Pengembangan pasar modal syari'ah global merupakan hasil dari

desakan kebutuhan manajemen likuiditas lembaga keuangan syari'ah. Sepanjang 1980-an hingga 1990-an, lembaga keuangan syari'ah mampu memobilisasi dana lewat deposito yang diinvestasikan pada berbagai instrumen keuangan yang masih sangat terbatas. Adanya dorongan pasar, kekurangan aset yang likuid dan keterbatasan lainnya, komposisi aset lembaga keuangan syari'ah hampir tidak berkembang (statis) dan lebih berfokus pada instrumen jangka pendek (terutama pembiayaan komoditas) mendorong perlunya penciptaan instrumen investasi syari'ah karena langkanya instrumen investasi syari'ah di pasar modal. Kondisi ini mendorong meningkatnya permintaan terhadap instrumen keuangan syari'ah baru dan mendorong rekayasa penciptaan instrumen investasi keuangan dilakukan.

Pasar modal secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003 bersama dengan penandatanganan MOU antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syari'ah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), fungsi dari keberadaan pasar modal syari'ah adalah:

- 1) Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh keuntungan dan resikonya
- 2) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan link produksinya
- 3) Harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional
- 4) Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin dalam harga saham.

Pasar modal syari'ah dikembangkan dalam rangka mengakomodir kebutuhan umat Islam di Indonesia yang ingin melakukan investasi di produk-produk pasar modal yang sesuai dengan prinsip dasar syari'ah.

Dengan semakin beragamnya sarana dan produk investasi di Indonesia, diharapkan masyarakat akan memiliki alternatif berinvestasi yang dianggap sesuai dengan keinginannya, di samping investasi selama ini sudah dikenal dan berkembang di sektor perbankan.

Perkembangan pasar modal syari'ah di Indonesia secara umum ditandai oleh berbagai indikator di antaranya adalah semakin maraknya para pelaku pasar modal syari'ah yang mengeluarkan efek-efek syari'ah selain saham-saham dalam JII. Karakter yang diperlukan dalam membantu struktur pasar modal syari'ah adalah sebagai berikut:

- a) Semua saham harus diperjualbelikan pada Bursa Efek
- b) Bursa perlu mempersiapkan pasca perdagangan dimana saham dapat diperjualbelikan melalui pialang
- c) Saham tidak boleh diperdagangkan dengan harga lebih tinggi dari harga saham tertinggi
- d) Komite manajemen menerapkan harga saham tertinggi tiap-tiap perusahaan dengan interval tidak lebih dari 3 bulan sekali.

Dalam UU Pasar Modal No.8 tahun 1995 dikemukakan bahwa bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana efek pihak untuk mempertemukan penawaran jual beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di depan mata mereka.

Bursa efek sebagai salah satu komponen dalam pasar modal di mata hukum Islam memiliki legalitas yuridis. Dewan fatwa MUI merujuk pada sejumlah ayat untuk dijadikan dasar bursa efek ini, antara lain pada surah Al-Baqarah ayat 278- 279.

يَأَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَتَقْوِا اللَّهَ وَدَرَوْا مَا يِيقَنُ مِنَ الرِّبَوْا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴿٢٧﴾
فَإِن لَمْ تَفْعَلُوا فَأَذْنُوا بِحَرَبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ
لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ

Artinya: *Hai orang-orang yang beriman, bertaqwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), maka ketahuilah, bahwa Allah dan Rasul-Nya akan memerangimu. Dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), maka bagimu pokok hartamu, kamu tidak menganiaya dan tidak pula dianiaya.* (QS. Al- Baqarah 2: 278-279).

Dalam ayat tersebut menjelaskan bahwa dalam melakukan perdagangan di bursa efek tidak melakukan kegiatan yang berbentuk riba, karena riba sangat dilarang Allah dan Rasul-Nya. Selain itu dalam perdagangan pasar modal syari'ah dilarang memproduksi barang haram seperti minuman keras yang beralkohol, karena prinsip kehalalan dalam transaksi pasar modal adalah syarat yang paling utama. Karena sifat kehati-hatian dan kehalalan dalam pemilihan saham yang selektif merupakan ciri-ciri yang ada pada pasar modal syari'ah sangat berbeda dengan pasar modal konvensional. Dimana transaksi dilakukan hanya pada *return* dan risiko saja, tanpa memperhatikan pemilihan saham yang halal.

4. Instrumen Pasar Modal Syari'ah

Dalam suatu transaksi di pasar biasanya terdapat barang atau jasa yang diperjualbelikan. Demikian juga pada pasar modal, barang yang diperjualbelikan dinamakan dengan instrument pasar modal. Instrument pasar modal yang diperdagangkan berbentuk surat-surat berharga yang dapat diperjualbelikan kembali oleh pemiliknya, baik instrument pasar modal bersifat kepemilikan atau hutang. Instrument pasar modal yang bersifat kepemilikan berbentuk saham dan yang bersifat hutang bentuknya adalah obligasi.

Instrument pasar modal syari'ah berbeda dengan instrument pasar modal konvensional. Sejumlah instrument syari'ah di pasar modal sudah diperkenalkan kepada masyarakat. Saham yang memenuhi kriteria syari'ah adalah saham yang dikeluarkan perusahaan yang bergerak di bidang usaha yang sesuai dengan syari'ah. Instrument-instrumen pasar modal yang diperjualbelikan di pasar modal konvensional adalah surat berharga (*securities*) seperti saham, obligasi, dan instrument turunannya (*derivatif*) seperti opsi, waran, dan reksadana. Sedangkan instrument yang diperdagangkan pada pasar modal syari'ah saham syari'ah, sukuk (obligasi syari'ah), dan reksadana syari'ah.

a. Saham Syari'ah

Saham syari'ah merupakan surat berharga bukti penyertaan modal kepada perusahaan dan dengan bukti penyertaan tersebut pemegang saham berhak untuk mendapatkan bagian hasil dari usaha perusahaan tersebut. Konsep penyertaan modal dengan hak bagian hasil usaha ini merupakan konsep yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Prinsip syariah mengenal konsep ini sebagai kegiatan musyarakah atau syirkah. Berdasarkan analogi

tersebut, maka secara konsep saham syari'ah merupakan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.²⁵ Namun demikian, tidak semua saham yang diterbitkan oleh Emiten dan Perusahaan Publik dapat disebut sebagai saham syariah. Suatu saham dapat dikategorikan sebagai saham syariah jika saham tersebut diterbitkan oleh:

- a) Emiten dan Perusahaan Publik yang secara jelas menyatakan dalam anggaran dasarnya bahwa kegiatan usaha Emiten dan Perusahaan Publik tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip syariah.
- b) Emiten dan Perusahaan Publik yang tidak menyatakan dalam anggaran dasarnya bahwa kegiatan usaha Emiten dan Perusahaan Publik tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip syariah, namun memenuhi kriteria sebagai berikut:
 - 1). kegiatan usaha tidak bertentangan dengan prinsip syariah sebagaimana diatur dalam peraturan IX.A.13, yaitu tidak melakukan kegiatan usaha:
 - a. perjudian dan permainan yang tergolong judi
 - b. Perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa
 - c. Perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu;
 - d. Bank berbasis bunga;
 - e. Perusahaan pembiayaan berbasis bunga;
 - f. Jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maisir*), antara lain asuransi konvensional.

- g. Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*), barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan/atau, barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
 - h. Melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*).²⁶
- 2). Rasio total hutang berbasis bunga dibandingkan total ekuitas tidak lebih dari 82%, dan
- 3). Rasio total pendapatan bunga dan total pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan total pendapatan usaha dan total pendapatan lainnya tidak lebih dari 10%.

Bagi emiten/perusahaan yang terdaftar dan sahamnya diperdagangkan di bursa saham, apabila memenuhi kriteria di atas, maka bisa digolongkan sebagai saham syariah. Dari sekitar 463 saham yang terdaftar saat ini, 300 di antaranya merupakan perusahaan yang sesuai dengan kriteria di atas.

Pada umumnya saham yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan (emiten) yang melakukan penawaran umum yaitu, ada 2 macam yaitu saham biasa dan saham istimewa/preferen. Saham biasa adalah, saham yang menempatkan pemiliknya paling terakhir terhadap pembagian dividen dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi karena pemilik saham biasa ini tidak memiliki hak-hak istimewa. Pemilik saham biasa juga tidak akan memperoleh pembayaran dividen selama perusahaan tidak

memperoleh laba. Setiap pemilik saham memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham/RUPS dengan ketentuan *one share one vote*. Pemegang saham biasa memiliki tanggung jawab terbatas terhadap klaim pihak lain sebesar proporsi sahamnya dan memiliki hak untuk mengalihkan kepemilikan sahamnya kepada orang lain.²⁸ Selanjutnya saham preferen merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi). Persamaan saham preferen dengan obligasi terletak pada 3 (tiga) hal yaitu, ada klaim atas laba dan aktiva sebelumnya, dividen tetap selama masa berlaku dari saham dan memiliki hak tebus dan dapat dipertukarkan dengan saham biasa. Saham preferen lebih aman dibandingkan dengan saham biasa karena memiliki hak klaim terhadap kekayaan perusahaan dan pembagian dividen terlebih dahulu. Akan tetapi saham preferen mempunyai kelemahan yaitu sulit untuk diperjualbelikan seperti saham biasa, karena jumlahnya yang sedikit.

Pada tanggal 3 Juli 2000, PT Bursa Efek Indonesia (BEI) bekerja sama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) meluncurkan indeks saham yang dibuat berdasarkan syari'ah Islam yaitu Jakarta Islamic Indeks (JII). Indeks ini diharapkan menjadi tolak ukur kinerja saham-saham yang berbasis syari'ah serta untuk lebih mengembangkan pasar modal syari'ah. JII terdiri dari 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syari'ah Islam. Pada awal peluncurnya, pemilihan saham yang masuk dalam kriteria syari'ah melibatkan pihak Dewan Pengawas Syari'ah DIM. Akan tetapi, seiring perkembangan pasar tugas pemilihan saham-saham tersebut dilakukan oleh Bapepam-LK, bekerja sama dengan Dewan Syari'ah Nasional. Hal ini tertuang dalam peraturan

Bapepam-LK Nomor II. K.1 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syari'ah.

Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan Jakarta Islamic Indeks (JII) dilakukan proses seleksi sebagai berikut:

- 1) Saham-saham yang akan dipilih berdasarkan Daftar Efek Syari'ah (DES) yangdikeluarkan oleh Bapepam-LK
- 2) Memilih 60 saham dari Daftar Efek Syari'ah tersebut berdasarkan urutankapitalisasi pasar terbesar selama 1 tahun terakhir
- 3) Dari 60 saham tersebut, dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas yaitunilai transaksi di pasar reguler selama 1 tahun terakhir.

Indeks Saham Syari'ah Indonesia (ISSI) merupakan indeks yang telah diluncurkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 12 mei 2011 dan tergolong indeks baru di Indonesia. Konstituen ISSI adalah seluruh saham yang tergabung dalam Daftar Efek Syari'ah (DES) dan tercatat di BEI di mana pada saat ini jumlah konstituen ISSI adalah sebanyak 308 saham. Konstituen ISSI direview setiap 6 bulan sekali dan dipublikasikan pada awal bulan berikutnya. Konstituen ISSI juga dilakukan penyesuaian apabila ada saham syari'ah yang baru tercatat atau dihapuskan dari DES. Dengan telah diluncurkannya ISSI maka BEI memiliki dua indeks yang berbasis saham syari'ah yaitu ISSI dan JII. Meski demikian seluruh saham di JII *listed* di ISSI.

Melalui Indeks Saham Syari'ah Indonesia (ISSI) menjelaskan

pasar modal sebagai lembaga syari'ah memberikan kesempatan para investor untuk menanamkan dananya pada perusahaan yang sesuai pada prinsip syari'ah. Meskipun baru dibentuk pada Mei 2011 tetapi perkembangan Indeks Saham Syari'ah Indonesia (ISSI) mengalami kenaikan yang cukup bagus pada setiap periode.

1). Kaidah dan Mekanisme Transaksi Saham Syari'ah

Karakteristik Pasar Modal Syari'ah dalam membentuk pasar modal syari'ah menurut Metwally adalah sebagai berikut:

- a) Semua saham harus diperjualbelikan pada bursa efek.
- b) Bursa perlu mempersiapkan pasca perdagangan dimana saham dapat diperjualbelikan melalui pialang.
- c) Semua perusahaan yang mempunyai saham yang dapat diperjualbelikan di Bursa efek diminta menyampaikan informasi tentang perhitungan (*account*) keuntungan dan kerugian serta neraca keuntungan kepada komite manajemen bursa efek, dengan jarak tidak lebih dari 3 bulan.
- d) Komite manajemen menerapkan harga saham tertinggi (HST) tiap-tiap perusahaan dengan interval tidak lebih dari 3 bulan sekali.
- e) Saham tidak boleh diperjualbelikan dengan harga lebih tinggi dari HST.
- f) Saham dapat dijual dengan harga di bawah HST.
- g) Komite manajemen harus memastikan bahwa semua perusahaan yang terlibat dalam bursa efek itu mengikuti standar akuntansi syari'ah.
- h) Perdagangan saham mestinya hanya berlangsung dalam

satu minggu periode perdagangan setelah menentukan HST.

- i) Perusahaan hanya dapat menerbitkan saham baru dalam periode perdagangan, dan dengan harga HST.³²

2). Perbedaan Saham Syari'ah dengan Saham Konvensional

Saham syari'ah:

- a) Investasi terbatas pada sektor tertentu (sesuai dengan syari'ah), dan tidak atas dasar utang.
- b) Didasarkan pada prinsip Syari'ah (penerapan *loss-profit sharing*).
- c) Melarang berbagai bentuk bunga, spekulasi dan judi.
- d) Adanya *syari'ah guideline* yang mengatur berbagai aspek seperti alokasi aset, praktik investasi, perdagangan dan distribusi pendapatan.
- e) Terdapat mekanisme *screening* perusahaan yang harus mengikuti prinsip syari'ah.

Konvensional:

- a) Investasi bebas pada seluruh sektor.
- b) Didasarkan pada prinsip bunga.
- c) Membolehkan spekulasi dan judi yang pada gilirannya akan mendorong fluktuasi pasar yang tidak terkendali.
- d) Guidline investasi secara umum pada produk hukum pasar modal.

3). Peran Saham Syari'ah dalam Meningkatkan Investasi di Indonesia

Salah satu sarana dalam berinvestasi adalah penanaman saham (*stock*) pada pasar modal syari'ah. Kajian mengenai saham syari'ah baik berkaitan masalah hukum dan jual belinya telah menjadi perbincangan para pakar akademik, ulama fikih, dan praktisi ekonomi sejak 1970-an. Hal ini disebabkan karena larangan Islam terhadap aktivitas-aktivitas bisnis tertentu. Oleh karena itu, untuk memenuhi kepentingan pemodal muslim yang mengharapkan kegiatan investasinya berdasarkan prinsip syari'ah, maka di sejumlah bursa efek dunia telah disusun indeks yang secara khusus terdiri dari komponen-komponen saham yang tidak bertentangan dengan prinsip dasar syari'ah.

Dalam mekanisme saham syari'ah terdapat proses *screening*, yaitu proses yang bertujuan untuk mengidentifikasi saham-saham yang melanggar prinsip-prinsip syari'ah. Seperti riba, perjudian (*maysir*) dan ketidak pastian (*gharar*).

Menurut Gholamreza Zandi pengamat ekonomi dari International Islamic University Malaysia, pasar modal sangat penting bagi setiap negara sebagai salah satu penggerak perekonomian suatu negara. Oleh karena itu, sistem pasar ekuitas harus diawasi dengan benar. Metode *screening* adalah elemen penting dalam melakukan pengawasan terhadap emiten di pasar modal yang perlu ditingkatkan dari waktu ke waktu. Hal ini mendorong munculnya investor yang bertanggung jawab dalam pemilihan investasi jangka panjangnya dalam mendorong peningkatan produktivitas di sektor riil yang berkontribusi pada

pendapatan nasional dalam menggerakkan pertumbuhan ekonomi.

b. Sukuk

Kata sukuk berasal dari bahasa Arab *Shukuk* yang merupakan bentuk jamak dari kata *Shakk* yang dalam peristilahan ekonomi berarti *legal instrument, deed, atau check*. Secara istilah sukuk didefinisikan sebagai surat berharga yang berisi kontrak (akad) pembiayaan berdasarkan prinsip syari'ah. Sementara ini sukuk disamakan dengan obligasi syari'ah. Menurut Fatwa DSN no: 32/DSN-MUI/IX/2002, merupakan surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syari'ah yang diterbitkan emiten kepada pemegang obligasi syari'ah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syari'ah berupa bagi hasil atau margin serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Sukuk sebagai produk baru dalam daftar instrumen pembiayaan Islam termasuk salah satu produk yang sangat berguna bagi produsen dan investor, baik pihak kerajaan (negara) maupun swasta. Bagi pihak kerajaan, misalnya sukuk dapat digunakan sebagai instrumen pembiayaan atau sebagai alat untuk keperluan memobilisasi modal, juga menjadi sarana untuk menumbuhkan partisipasi pihak swasta dalam membiayai proyek-proyek kepentingan publik, menjadi instrumen dalam menggalakkan investasi dalam negeri maupun antar bangsa, disamping dapat berguna bagi menyokong proses pelaksanaan desentralisasi fiskal.

Sedangkan bagi pihak swasta, sukuk dapat bermanfaat sebagai alternatif pilihan investasi dan sumber pembiayaan, serta

sebagai instrumen kerjasama modal dalam pembangunan firma. Sukuk juga memberikan kemudahan bagi firma dalam ketersediaan pilihan institusi yang beragam bagi setiap produk keuangan.

Secara umum, dalam pembentukan sukuk, sekurang-kurangnya terdapat tiga pihak yang terlibat, yaitu originator atau ahli waris yang bertindak sebagai pemilik sah atas aset, SPV sebuah badan yang terpercaya yang bertindak mengeluarkan sertifikat sukuk, dan sukuk holders atau investor yang ikut menanamkan modal dalam produk sukuk.³⁸Sesuatu atau sekumpulan aset akan dipilih oleh originator untuk dijual kepada SPV, dengan pemahaman bahwa aset ini nantinya akan disewakan kembali oleh originator (jika yang digunakan sukuk ijarah), dengan nilaisewa yang disepakati dan dalam jangka masa tertentu aset tersebut akan dibeli semula oleh originator dengan harga yang sama. Kemudian SPV mengamankan asetnya dengan menggunakan ijarah sukuk untuk dijual kepada investor sehingga aset tadi menjadi milik bersama pada investor yang sepakat untuk tidak dibagikan, tetapi dipercayakan pada SPV untuk disewakan dan hasil sewa dimaksud akan dibagikan kepada investor sesuai pernyataan masing-masing. Pada masa sukuk telah matang *flow of rents* dihentikan dan aset bersama yang dimiliki investor, akan dijual oleh SPV kepada masing-masing investor sesuai dengan nilai modal awalnya.

Berdasarkan jenis akad yang dipakai, obligasi syari'ah (sukuk) dapat dibedakan menjadi beberapa jenis berikut:

- a) *Sukuk Mudharabah.* Sukuk mudharabah adalah surat

berharga yang berisi akad mudharabah. Mudharabah adalah akad kerjasama dengan skema *profit sharing*, *trust investment* atau *trust financing* antara pemilik modal (*sahib al-mal*, *malikataurab al-mal*) dengan pengusaha (*Mudharib*, ‘amil) dimana pemilik modal menyerahkan modalnya untuk dikelola oleh pengusaha. Pengelolaan bisnis sepenuhnya akan dilakukan oleh *mudharib* dan keuntungan usaha dibagi di antara mereka sesuai kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak. Dengan menerbitkan *sukuk mudharabah*, penerbit wajib memberikan pendapatan berupa hasil dari pengelolaan dana kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.⁴⁰

- b) *Sukuk Murabahah.* Sukuk murabahah adalah surat berharga yang berisi akad murabahah. Murabahah adalah akad jual beli barang antara penjual dan pembeli dengan memberi tahu harga pembelian dan keuntungan yang ingin diperoleh dari penjualan barang tersebut. Dengan menerbitkan sukuk murabahah, penerbit wajib memberikan pendapatan berupa hasil dari marjin keuntungan kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
- c) *Sukuk Musyarakah.* Sukuk musyarakah adalah surat berharga yang berisi akad musyarakah. Musyarakah adalah kerjasama atau kemitraan dimana dua orang atau lebih bersepakat untuk menggabungkan modal atau kerja dan terlibat dalam pengelolaan usaha tersebut. Berbeda dengan mudharabah dimana *sahib al-mal* tidak terlibat dalam pengelolaan usaha, pemodal dalam musyarakah ikut aktif dalam pengelolaan keuangan dan manajerial. Penerbit sukuk wajib memberikan pendapatan berupa hasil pengelolaan dana

- milik pihak-pihak yang ber akad kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
- d) *Sukuk Salam*. Sukuk salam adalah surat berharga yang berisi akad salam. Salam adalah pembelian barang yang dilakukan dengan pembayaran di depan namun penyerahan barang tersebut dilakukan di kemudian hari. Penerbit sukuk wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari marjin keuntungan kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
 - e) *Sukuk Istishna*. Sukuk istishna adalah surat berharga yang berisi akad istishna. Istishna adalah akad jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan dan penjual. Dengan begitu, penerbit sukuk wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari marjin keuntungan kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
 - f) *Sukuk Ijarah*. Sukuk ijarah adalah surat berharga yang berisi akad ijarah. Ijarah adalah akad sewa menyewa dimana terjadi pemindahan hak guna atau manfaat dari suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa tanpa disertai dengan pemindahan hak kepemilikan. Penerbit wajib memberikan pendapatan berupa *fee* hasil penyewaan asset kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.

2). Perbandingan Karakteristik Sukuk dan Obligasi

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan

aset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk.⁴⁴ Secara ringkas, perbandingan karakteristik sukuk dan obligasi dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2.1
Perbandingan Karakteristik Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat instrument	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset	Instrumen pengakuan
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga/kupon, capital
Jangka waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Underlying asset	Perlu	Tidak perlu
Pihak yang terkait	Obligator, SPV, Investor, Trustee	Obligor/Issuer, Investor
Price	Market price	Market price
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Pembayaran	Bullet atau amortisasi	Bullet atau amortisasi
Penggunaan hasil	Harus sesuai syari'ah	Bebas

3). Peran Sukuk sebagai Instrumen Pembangunan Ekonomi

Pengembangan terkini sukuk negara semakin diarahkan untuk membiayai pembangunan proyek-proyek infrastruktur. Sejak 2011, pemerintah mulai fokus pada penerbitan Sukuk Negara untuk pembiayaan proyek seri Project Based Sukuk (PBS). Penerbitan sukuk negara dalam rangka pembiayaan proyek dilakukan berdasarkan ketentuan UU 19 tahun 2008 tentang SBSN yang memberikan amanat bahwa pembiayaan proyek dalam rangka pelaksanaan APBN dapat bersumber dari penerbitan sukuk negara. Kemudian ada juga peraturan-peraturan di bawah UU tersebut seperti Peraturan Pemerintah Nomor 56 tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek melalui penerbitan Surat Berharga Syari'ah Negara dan Peraturan Menteri Keuangan (PMK) Nomor 129/PMK.08/2011 tentang Penggunaan Proyek sebagai Dasar Penerbitan Surat Berharga Syari'ah Negara, serta PMK Nomor 113/PMK.08/2013 tentang Tata Cara Pembiayaan Proyek/Kegiatan melalui penerbitan Surat Berharga Syari'ah Negara.

Pembiayaan proyek melalui penerbitan sukuk negara diharapkan dapat memberikan alternatif sumber pembiayaan pembangunan infrastruktur yang berasal dari instrumen pembiayaan syari'ah. Dengan demikian, akselerasi pertumbuhan pembangunan nasional dapat diwujudkan. Adapun manfaat yang dapat diperoleh dari penerbitan sukuk negara untuk pembiayaan proyek dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a) Diversifikasi sumber pembiayaan APBN.

Melalui instrumen sukuk negara yang diterbitkan dalam rangka pembiayaan proyek, pemerintah kini memiliki beberapa alternatif sumber pembiayaan khususnya yang berasal dari penerbitan Surat Berharga Negara.

- b) Mempercepat akselerasi pembangunan proyek infrastruktur.

Penerbitan sukuk negara diharapkan dapat semakin meningkatkan sumber pembiayaan proyek, sehingga pembangunan proyek infrastruktur diIndonesia semakin cepat dilakukan.

- c) Meningkatkan kemandirian bangsa dalam melaksanakan pembangunan nasional.

Hal ini karena masyarakat dapat turut langsung berpartisipasi membiayai proyek pemerintah melalui pembelian sukuk negara.

- d) Mengembangkan pasar keuangan syari'ah.

Diluncurkannya sukuk negara untuk pembiayaan proyek membawa fase pertumbuhan keuangan syari'ah di Indonesia ke tahap yang lebih tinggi. Instrumen keuangan syari'ah kini semakin berperan penting sebagai salah satu sumber pembiayaan negara, terutama sebagai sumber pembiayaanproyek infrastruktur pemerintah.

- e) Meningkatkan pelayanan publik.

Penerbitan sukuk negara untuk pembiayaan proyek juga diharapkan dapat semakin meningkatkan pelayanan publik khususnya dalam menyediakan sumber pembiayaan pembangunan infrastruktur, memberdayakan industri lokal, dan meningkatkan investasi pemerintah.

- f) Meningkatkan transparansi dalam kegiatan-kegiatan pemerintah.

Sejalan dengan prinsip keuangan syari'ah yang mendorong transparansi dalam segala kegiatannya, penerbitan instrumen sukuk negara yang berbasis syari'ah diharapkan dapat semakin mendorong dan meningkatkan transparansi kegiatan-kegiatan pemerintah.

c. Reksadana Syari'ah

Reksadana Syari'ah mengandung pengertian sebagai reksadana yang pengelolaan dan kebijakan investasinya mengacu pada syari'at Islam. Reksadana Syari'ah, misalnya tidak menginvestasikan pada saham-saham atau obligasi dari perusahaan yang pengelolaan atau produknya bertentangan dengan syari'at Islam, seperti pabrik makanan/minuman yang mengandung alkohol, daging babi, rokok dan tembakau, jasa keuangan konvensional, pertahanan dan persenjataan serta bisnis hiburan yang berbau maksiat.

Reksadana memiliki beberapa sifat yang tidak bisa dipisahkan, sifat-sifat tersebut adalah:

1). Reksadana Tertutup (*Closed-End Fund*)

Reksadana yang tidak dapat membeli saham-saham yang telah dijual kepada pemodal. Artinya, pemegang saham tidak dapat menjual kembali sahamnya kepada manajer investasi. Apabila pemilik saham hendak menjual saham, hal ini harus dilakukan melalui Bursa efek tempat saham reksadana tersebut dicatatkan.

2). Reksadana Terbuka (*Open-End Fund*)

Reksadana yang menawarkan dan membeli saham-sahamnya dari pemodal sampai sejumlah modal yang sudah dikeluarkan. Pemegang saham jenis ini dapat menjual kembali saham/ Unit Penyertaan setiap saat apabila diinginkan Manajer investasi reksadana, melalui Bank Kustodian wajib membelinya sesuai dengan NAB per saham/unit pada saat tersebut.

Reksa Dana didefinisikan sebagai portofolio aset keuangan yang terdiversifikasi, dicatatkan sebagai perusahaan investasi yang terbuka, yang menjual saham kepada masyarakat dengan harga penawaran dan penarikannya pada harga nilai aktiva bersihnya.

UU No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa Reksa Dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

a). Jenis - jenis Reksadana Syari'ah

Jenis-jenis Reksadana Syari'ah adalah sebagai berikut:

1) Reksadana Pendapatan Tetap Tanpa Unsur Saham

Reksadana yang mengambil strategi investasi dengan tujuan untuk mempertahankan nilai awal modal dan pendapatan yang tetap.

2) Reksadana Pendapatan Tetap dengan Unsur Saham

Reksadana yang apabila dalam alokasi investasi ditentukan bahwa sekurang-kurangnya 80% dari nilai aktivanya diinvestasikan dalam efek saham dan sisanya dapat diinvestasikan dalam efek hutang.

3) Reksadana Saham

Reksadana yang disebut juga reksadana jenis ekuitas. Reksadana ini harus menginvestasikan sekurang-kurangnya 80% dari asetnya dalam efek ekuitas atau saham.

4) Reksadana Campuran

Reksadana ini mempunyai kebebasan dalam menentukan alokasi asset sehingga dapat sewaktu-waktu mempunyai portofolio investasi dengan mayoritas saham dan di lain waktu merubah sehingga menjadi mayoritas obligasi.

Pengelolaan reksadana dilakukan oleh perusahaan yang telah mendapatkan izin dari Bapepam sebagai Manajer Investasi.

Perusahaan pengelola reksadana dapat berupa:

- 1) Perusahaan efek, di mana umumnya berbentuk divisi tersendiri atau PT yang khusus menangani Reksadana, selain dua divisi yang lain yakni perantara pedagang efek (*broker dealer*) dan penjamin emisi (*underwriter*)
- 2) Perusahaan secara khusus bergerak sebagai Perusahaan Manajemen Investasi (PMI) atau *investment management company* atau Manajer Investasi.

Pihak lain yang terlibat dalam pengelolaan suatu reksadana adalah Bank Kustodian. Bank Kustodian mempunyai wewenang dan tanggung jawab dalam menyimpan, menjaga dan mengadministrasikan kekayaan, baik dalam pencatatan serta pembayaran/penjualan kembali suatu reksadana berdasarkan kontrak yang dibuat dengan manajer investasi. Jadi ketika ada investor membeli Unit Penyerta (UP) reksadana maka uang investor ditransfer ke nomor akun reksadana di Bank Kustodian. Bank Kustodian ini pula yang mengeluarkan surat konfirmasi kepada para investor bahwa dana mereka sudah masuk dan transaksi pembelian telah dilakukan. Kalau ada penjualan kembali, Bank Kustodian pula yang membayarkan dana hasil penjualannya.

Reksadana syari'ah merupakan upaya untuk memberi jalan bagi umat Islam agar tidak bermuamalah dan memakan harta dengan cara yang bathil seperti yang disebutkan dalam Al-Qur'an Surah An-Nisa ayat 29 yang artinya adalah:

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu.”

b). Perbedaan Reksadana Syari’ah dengan Reksadana Konvensional

Ada beberapa hal yang membedakan antara reksadan konvensional danreksadana syari’ah antara lain:

1) Kelembagaan

Lembaga keputusan tertinggi di Syari’ah dalam hal keabsahan produk adalah Dewan Pengawas Syari’ah (DPS) yang beranggotakan beberapa alim ulama dan ahli ekonomi syari’ah yang direkomendasikan oleh Dewan Pengawas Syari’ah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Proses kinerja dan transaksinya akan terus diikuti perkembangannya agar tidak keluar dari jalur syari’ah yang menjadi prinsip investasinya.

2) Hubungan investor dengan perusahaan

Sistem bagi hasil mengenai keuntungan dan kerugian hubungan investor dengan perusahaan yang dimaksudkan di sini adalah adanya kesepakatan antara kedua belah pihak dengan sistem mudharabah. Secara teknis, *al- mudharabah* adalah akad kerjasama usaha antara dua pihak dimana pihak pertama menyediakan seluruh (100%) modal, sedangkan pihak lainnya menjadi pengelola. Seandainya kerugian tersebut karena kecurangan atau kelalaian pengelola maka pengelola harus bertanggung jawab atas kerugian tersebut. Dalam hal ini transaksi jual beli, saham-saham dalam

reksadana syari'ah dapat diperjualbelikan. Saham-saham dalam reksadana syari'ah merupakan harta (*mal*) yang dibolehkan untuk diperjualbelikan dalam syari'ah,karena nilai saham tersebut jelas tidak adanya unsur penipuan (*gharar*) dalam transaksi.

3) Kegiatan investasi reksadana syari'ah

Berinvestasi dengan reksadana syari'ah dapat melakukan apa saja sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syari'ah, yang ditentukan oleh Dewan Pengawas Syari'ah. Dalam kaitannya dengan saham-saham yang diperjualbelikan di bursa saham, BEJ sudah mengeluarkan daftar perusahaan yang tercantum dalam bursa yang sesuai dengan syari'ah Islam atau saham-saham yang tercatat di Jakarta Islamic Index (JII). Bertransaksi dengan reksadana syari'ah tidak diperbolehkan melakukan tindakan spekulasi, yang di dalamnya mengandung *gharar* seperti penawaran palsu dan tindakan spekulasi lainnya.

c). Peranan Reksadana Syari'ah Dalam Peningkatan Investasi di Indonesia

Berinvestasi di reksadana merupakan alternatif berinvestasi masyarakat yang diinginkan untuk memperoleh *return* investasi dari sumber yang jelas. Return investasi yang dapat diketahui tanpa harus turut serta dalam menjalankan investasi dengan tersedianya laporan return dari manager investasi atau pihak lain yang memberikan tempat atau jasa berinvestasi. Jadi reksadana hadir sebagai wadah yang dapat dipergunakan sebagai pemodal atau pihak yang ingin

berinvestasi, namun memiliki waktu dan pengetahuan terbatas.

Eksistensi Reksadana Syari'ah sebagai suatu bentuk lembaga investasi inovatif memiliki karakteristik yang berbeda dengan Reksadana konvensional. Perbedaan tersebut dapat dilihat dari kebijakan investasi yang dirumuskannya. Dalam melakukan pengelolaan investasi (*reinvestment*), maka Reksadana Syari'ah harus berpedoman pada nilai-nilai Syari'ah. Pada dasarnya, pembentukan Reksadana Syari'ah sangat memiliki keterkaitan yang erat dengan implementasi konsep ekonomi Islam yang mengacu pada sistem nilai asas-asas pokok filsafat ekonomi Islam yang berpedoman pada Al-Qur'an serta sumber-sumber hukum Islam lainnya. Dalam perspektif hukum ekonomi Islam maka eksistensi Reksadana Syari'ah dalam kapasitasnya sebagai lembaga maka dapat dipersamakan dengan prinsip mudharabah. Selain itu, terkait dengan eksistensinya sebagai lembaga trust maka dalam Reksadana Syari'ah juga terdapat konsep al-wakalah. Dalam operasionalnya maka Reksadana Syari'ah juga membutuhkan suatu lembaga pengawas khusus selain Bapepam, yaitu Dewan Syari'ah Nasional.

Keberadaan *private equity funds* dilatarbelakangi oleh kebutuhan untuk mengatasi kesenjangan informasi yang signifikan antara pemodal dan pengusaha, terutama pada usaha-usaha yang sedang berkembang pesat. Sarana investasi semacam ini juga sangat dibutuhkan oleh perusahaan-perusahaan atau proyek-proyek yang tidak dapat mengakses fasilitas kredit eksternal dikarenakan profil risiko yang tinggi, informasi publik yang tidak tersedia, dan pengalaman yang terbatas dalam menghimpun dana dari masyarakat.

Masa depan Reksa Dana Islam cukup cerah, sebagian dikarenakan gelombang baru swastanisasi yang sedang berlangsung di negara muslim, yang meningkatkan permintaan proyek infrastruktur dengan insentif kapital di negara seperti Iran dan Pakistan serta beberapa negara Islam yang sedang berkembang seperti Indonesia dan Malaysia, dimana permintaan terhadap produk finansial Islam juga meningkat dengan pesat. Malaysia mengambil peran aktif dalam mempromosikan reksa dana ekuitas. Sebagai contoh, dalam rangka kapitalisasi pasar lebih dari 50% saham yang didaftarkan pada Kuala Lumpur Stock Exchange sesuai dengan syari'ah. Malaysia adalah satu-satunya negara dimana pemindaian terhadap saham yang didaftarkan dilakukan oleh badan tersentralisasi, yang bekerja amat erat dengan regulator. Dua kali setahun, Shariah Advisory Council (SAC) merekomendasikan saham yang sesuai syari'ah, yang secara resmi diterbitkan oleh Securities Commission.

Dalam Reksa Dana konvensional berisi akad muamalah yang dibolehkan dalam Islam, yaitu jual beli dan bagi hasil (mudharabah/musyarakah). Dan di sana terdapat banyak maslahat, seperti memajukan perekonomian, saling memberi keuntungan di antara para pelakunya, meminimalkan resiko dalam pasar modal, dan sebagainya. Namun di dalamnya juga ada hal-hal yang bertentangan dengan syari'ah baik dalam segi akad, operasi, investasi, transaksi, dan pembagian keuntungan.

Reksa Dana Syari'ah berbeda dengan Reksa Dana konvensional. Hal yang paling tampak dilihat dari operasionalnya yaitu, dalam proses *screening* dalam mengkonstruksi portofolio. Filterisasi menurut prinsip syari'ah akan mengeluarkan saham

yang memiliki aktivitas haram, seperti riba, minuman keras, judi, daging babi, dan rokok.

Pada prinsipnya setiap sesuatu dalam muamalat adalah dibolehkan selama tidak bertentangan dengan syari'ah, mengikuti kaidah fikih yang dipegang oleh madzhab Hambali dan para fuqaha lainnya yaitu: “*Prinsip dasar dalam transaksi dan syarat-syarat yang berkenaan dengannya ialah boleh diadakan, selama tidak dilarang oleh syari'ah atau bertentangan dengan nash syari'ah.*”

Allah SWT. memerintahkan orang-orang yang beriman agar memenuhi akad yang mereka lakukan seperti disebut dalam Al-Qur'an surah al-Maidah ayat 1:

يَأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُهُودِ أَحْلَتْ لَكُمْ بِهِمْ مُؤْمِنَةً الْأَنْعَمْ
إِلَّا مَا يُتْلَى عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحْلٍ الصَّيْدٍ وَأَنْتُمْ حُرُومٌ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا

يريد

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya.”

5. Keterkaitan Antara Pasar Modal Syari'ah dengan Perekonomian

Dalam pelaksanaan pembangunan ekonomi nasional suatu negara diperlukan pembiayaan baik dari pemerintah dan masyarakat,

pasar modal merupakan salah satu sumber alternatif pendanaan baik bagi pemerintah maupun swasta. Pemerintah yang membutuhkan dana dapat menerbitkan obligasi atau surat utang dan menjualnya ke masyarakat melalui pasar modal. Demikian juga swasta yang dalam hal ini adalah perusahaan yang membutuhkan dana dapat menerbitkan efek, baik dalam bentuk saham maupun obligasi dan menjualnya ke masyarakat melalui pasar modal.

Pasar modal sebagaimana pasar pada umumnya adalah suatu tempat untuk mempertemukan penjual dan pembeli. Yang membedakannya dengan pasar lainnya adalah pada objek yang diperjualbelikan.

Pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar yang memperjual belikan berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri yang diterbitkan oleh perusahaan swasta. Dengan demikian pasar modal adalah sebuah tempat memperdagangkan efek yang diterbitkan lembaga dan profesi yang terkait dengan efek. Pasar modal syari'ah merupakan kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek yang dijalankan berdasarkan prinsip syari'ah.

Secara umum, fungsi pasar modal adalah sebagai berikut:

- a. Sebagai sarana penambah modal bagi usaha

Perusahaan dapat memperoleh dana dengan cara menjual saham ke pasar modal. Saham-saham ini akan dibeli oleh masyarakat umum, perusahaan-perusahaan lain, lembaga atau oleh pemerintah.

b. Sebagai sarana pemerataan pendapatan

Setelah jangka waktu tertentu, saham-saham yang telah dibeli akan memberikan deviden kepada para pembelinya. Oleh karena itu, penjualan saham melalui pasar modal dapat dianggap sebagai sarana pemerataan pendapatan.

c. Sebagai sarana peningkatan kapasitas produksi

Dengan adanya tambahan modal yang diperoleh dari pasar modal, maka produktivitas perusahaan akan meningkat.

d. Sebagai sarana penciptaan tenaga kerja

Keberadaan pasar modal dapat mendorong muncul dan berkembangnya industri lain yang berdampak pada terciptanya lapangan kerja baru.

e. Sebagai sarana peningkatan pendapatan negara

Setiap deviden yang dibagikan kepada para pemegang saham akan dikenakan pajak oleh pemerintah. Adanya tambahan pemasukan melalui pajak ini akan meningkatkan pendapatan negara.

f. Sebagai indikator perekonomian negara

Aktivitas dan volume penjualan/pembelian di pasar modal yang semakin meningkat (padat) memberi indikasi bahwa aktivitas bisnis berbagai perusahaan berjalan dengan baik.

Menurut Metwally, fungsi dari keberadaan pasar modal syari'ah adalah:

- a) Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.

- b) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas
- c) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya
- d) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dan fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- e) Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

Peran pasar modal sebagai sumber pendanaan perusahaan yang berimplikasi bagi perekonomian negara bukan hanya sekedar alternatif tetapi sudah mampu menjadi sumber pendanaan utama. Dana yang ditawarkan di pasar modal melalui beberapa aksi korporasi perusahaan seperti pencatatan perdana saham (*initial public offering/IPO*), pencatatan saham baru (*right issue*) maupun penerbitan obligasi setiap tahunnya dinilai jauh lebih efisien ketimbang pendanaan yang didapatkan perusahaan dari pinjaman perbankan. Khususnya ketika tren inflasi sedang mengalami peningkatan yang secara tidak langsung mempengaruhi tingkat suku bunga pinjaman perbankan. Jumlah perusahaan yang mencatatkan IPO, *right issue* ataupun obligasi serta dana yang dihimpun dari ketiga aksi korporasi tersebut mencatatkan hasil yang cukup signifikan di setiap tahunnya. Meski jika dibandingkan terdapat fluktuasi, yang salah satunya dipengaruhi oleh perekonomian di dalam dan di luar negeri setiap tahunnya, namun hal tersebut tidak menyurutkan minat perusahaan untuk tetap memperoleh pendanaan

di pasar modal.

Dan tujuan utama dari pasar modal adalah untuk memfasilitasi perdagangan atas klaim terhadap bisnis perusahaan, sehingga pasar modal dapat memberikan dampak yang signifikan terhadap investasi.

BAB IV

Pertumbuhan Ekonomi Nasional

Pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses dimana meningkatnya pendapatan tanpa mengaitkannya dengan tingkat pertumbuhan penduduk, tingkat pertumbuhan penduduk umumnya sering dikaitkan dengan pembangunan ekonomi. Perekonomian dianggap mengalami pertumbuhan bila seluruh balas jasariil terhadap penggunaan faktor produksi pada tahun tertentu lebih besar daripada tahun sebelumnya.

Dalam penelitian ini pertumbuhan ekonomi dilihat berdasarkan Produk Dometik Brutto (PDB) yaitu jumlah produksi barang dan jasa yang dihasilkan oleh unit-unit produksi pada suatu daerah dan pada periode tertentu. PDB disajikan dalam dua konsep harga, yaitu harga berlaku dan harga konstan. PDB atas dasar harga berlaku, sering disebut dengan PDB nominal yaitu nilai tambah barang dan jasa yang dihasilkan suatu negara dalam suatu periode waktu menurut harga yang berlaku pada waktu tersebut. Sementara PDB atas dasar harga konstan, sering disebut dengan PDB riil, yang merupakan nilai tambah barang dan jasa yang dihitung menggunakan harga pada satu tahun tertentu sebagai tahun dasar. PDB atas dasar harga berlaku memperlihatkan struktur perekonomian berdasarkan lapangan usaha. Sementara PDB atas dasar harga konstan memperlihatkan tingkat pertumbuhan ekonomi sebagai refleksi capaian yang diperoleh dalam pembangunan dalam jangka waktu tertentu.

Tingkat pertumbuhan ekonomi dihitung dari PDB atas harga konstan, dimaksudkan agar pertumbuhan ekonomi benar-benar merupakan pertumbuhan volume barang dan jasa, bukan pertumbuhan yang masih mengandung kenaikan/penurunan harga. Saat ini tahun dasar yang digunakan BPS-RI dalam penghitungan PDB adalah tahun dasar 2010.

Tabel 4.1
Perkembangan Produk Domestik Brutto Indonesia Atas Dasar Harga Konstan
2010, Periode 2016-2020

Tahun	Produk Domestik Brutto (Miliar Rupiah)
2016	648.074,96
2017	683.074,96
2018	718.014,86
2019	744.937,10
2020	792.575,9

Sumber: www.bps.go.id

Dari data di atas terlihat bahwa dari tahun 2016 sampai dengan 2020 Produk Domestik Brutto terus mengalami peningkatan. Menurut OECD pertumbuhan ekonomi pada tahun 2016 hingga 2020 rata-rata mencapai 6,6 persen per tahun, atau yang tertinggi dibanding negara-negara ASEAN lainnya yang tumbuh sekitar 5%. Prediksi untuk Malaysia tumbuh sekitar 5,3 persen, Filipina 4,9%, Singapura 4,6%, Thailand 4,5%, dan Vietnam 6,3%.

Laju pertumbuhan ekonomi Indonesia, masih ditopang oleh kontribusi sektor konsumsi dan dikombinasikan dengan sektor ekspor dan investasi. Meski demikian, kinerja ekspor Indonesia tidak mengimbangi derasnya laju impor sehingga terjadi defisit neraca perdagangan sebesar 1,63 miliar dolar AS selama tahun 2020. Ini adalah pertama kalinya terjadi defisit neraca perdagangan sejak tahun 1961. Pada Januari 2014, neraca perdagangan masih membukukan defisit sebesar 171 dolar AS. Hal ini disebabkan selama januari ekspor kita hanya mencapai 15,38 miliar dolar AS sementara impor mencapai 15,55 miliar dolar AS.

1. Saham Syari'ah

Saham syari'ah di Indonesia sebagian besar merupakan saham yang diterbitkan oleh emiten yang bukan merupakan entitas syari'ah. Saham syari'ah tersebut merupakan saham yang memenuhi kriteria saham syari'ah sebagaimana diatur dalam peraturan OJK. Saham-saham yang memenuhi kriteria syari'ah tersebut dimuat dalam Daftar Efek Syari'ah (DES) yang diterbitkan oleh OJK. DES memiliki peran penting bagi reksadana syari'ah dan investor institusi syari'ah lainnya seperti asuransi syari'ah dan dana pensiun sebagai acuan dalam memilih portofolionya. Dalam memilih portofolio, selain mempertimbangkan aspek kesyari'ahan, investor syari'ah memiliki preferensi terhadap saham syari'ah, apabila saham tersebut mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan saham non syari'ah.

Oleh karena itu, perlu adanya kajian untuk mengetahui sejauh mana kinerja saham syari'ah dibandingkan dengan saham non syari'ah. Kajian ini juga dimaksudkan untuk membuktikan ketahanan kinerja saham syari'ah ketika terjadi krisis keuangan. Mengingat bahwa salah satu kriteria saham syari'ah adalah rasio utang berbasis bunga dibandingkan total aset tidak lebih dari 45% maka saham syari'ah diharapkan mempunyai ketahanan yang lebih dalam kondisi krisis keuangan.

Tabel 4. 2

Kapitalisasi Pasar Bursa Efek Indonesia(Rp. Triliun)

Tahun	Jakarta Islamic Index(JII)	Index Saham Syari'ahIndonesia (ISSI)
2016	1.671.004,23	2.451.334,37
2017	1.672.099,91	2.557.846,77
2018	1.944.531,70	2.946.892,79
2019	1.737.290,98	2.600.850,72
2020	2.041.070,80	3.175.053,04

*Sumber: www.ticmi.go.id

Sebagaimana ditunjukkan dalam tabel di atas, perkembangan Indeks Saham Syari'ah dalam kelompok *Jakarta Islamic Index (JII)*

dari tahun ke tahun menunjukkan nilai yang terus naik. Jika dibandingkan dengan tahun 2016, nilai kapitalisasi saham syari'ah di JII tercatat sebesar 1.671.004,23 miliar rupiah dan terus mengalami peningkatan di tahun berikutnya. Namun di tahun berikutnya terus mengalami peningkatan sampai pada tahun 2020 nilai kapitalisasi saham syari'ah di JII sebesar 2.041.070,80, begitu juga dengan ISSI terus mengalami peningkatan walaupun sempat mengalami penurunan pada triwulan ke III tahun 2019 yaitu sebesar 1.609.933,83 miliar rupiah, yang pada triwulan sebelumnya yaitu sebesar 1.896.504,96. Namun tahun berikutnya ISSI terus mengalami peningkatan.

Tabel 4.2 di atas juga mengindikasikan bahwa keberadaan saham syari'ah sangat diminati oleh para investor, hal itu tergambar dari semakin meningkatnya indeks saham syari'ah dalam hal ini ISSI meskipun indeks ini baru dikeluarkan pada tahun 2015 namun telah mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Hal ini mengindikasikan bahwa saham syari'ah dapat diterima dengan baik oleh masyarakat.

2. Obligasi Syari'ah (Sukuk)

Secara umum, sukuk adalah kekayaan pendukung pendapatan yang stabil, dapat diperdagangkan dan sertifikat kepercayaan yang sesuai dengan syari'ah. Kondisi utama mengapa sukuk ini dikeluarkan adalah sebagai penyeimbang dari kekayaan yang terdapat dalam neraca keuangan pemerintah, penguasa moneter, perusahaan, bank dan lembaga keuangan serta bentuk entitas lainnya yang memobilisasi dana masyarakat. Emiten atau pihak yang menerbitkan sukuk dapat berasal dari institusi pemerintah, perusahaan swasta, lembaga keuangan, maupun otoritas moneter.

Kehadiran sukuk di Indonesia cenderung lambat jika dibandingkan dengan negara-negara yang memiliki penduduk mayoritas Islam lainnya, seperti Malaysia, Bahrain, dan Sudan. Sukuk yang pertama terbit di Indonesia adalah sukuk korporat, diterbitkan oleh PT. Indosat, Tbk pada tahun 2002 dengan nilai Rp. 175 Miliar menggunakan akad mudharabah. Kemudian diikuti oleh korporasi lain.

Berikut data perkembangan sukuk di Indonesia selama periode 2016-2020, sebagaimana yang terlihat pada tabel berikut:

TABEL 4.3
Data Perkembangan Sukuk Di Indonesia

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai (Rp. Miliar)	Total Jumlah	Total Nilai (Rp. Miliar)	Total Jumlah
2016	9.790,4	54	6.883,0	32
2017	11.994,4	64	7.553,0	36
2018	12.956,4	71	7.105,0	35
2019	16.114,0	87	9.090,0	47
2020	20.425,4	100	11.878,0	53

*Sumber: www.ticmi.go.id

Angka tersebut menunjukkan bahwa potensi *sukuk* pada saat ini, baik itu dalam pasar domestik maupun pasar internasional memiliki potensi yang cukup besar dan kinerjanya cukup baik. Adanya perkembangan tersebut menunjukkan bahwa instrument keuangan Islam telah menjadi salah satu instrument penting dalam keuangan, terlebih lagi instrument ini sangat dibutuhkan oleh pasar terutama untuk memenuhi likuiditasnya, serta menambah investasi serta mendistribusikan berbagai resiko keuangan.

3. Reksadana Syari'ah

Makna umum dari reksadana syari'ah tidak jauh berbeda dengan makna reksadana pada umumnya. Yang membedakan reksadana konvensional dengan reksadana syari'ah terletak pada operasionalnya, dimana reksadana menggunakan ketentuan prinsip syari'ah. Prinsip syari'ah di reksadana digunakan dalam bentuk akad antara pemilik modal dengan manajer investasi.

Salah satu tujuan dari reksadana syari'ah adalah memenuhi kebutuhan kelompok investor yang ingin memperoleh pendapatan investasi dari sumber dan cara yang bersih dan dapat dipertanggungjawabkan secara religius, serta sejalan dengan prinsip-prinsip syari'ah.

Perkembangan reksadana syari'ah dapat dilihat dari jumlah NAB (Nilai Aktiva bersih) setiap tahunnya. Seperti pada tabel di bawah ini:

TABEL 4.4
Perbandingan Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana Syari'ah
(Rp. Triliun)

Tahun	Reksa Dana Syari'ah	Reksa Dana Total	Presentase
2016	8.050,07	212.592,04	3,79%
2017	9.432,19	192.544,52	4,90%
2018	11.260,39	243.118,18	4,63%
2019	11.019,43	271.969,00	4,05%
2020	14.914,63	338.749,80	4,40%

* Sumber: www.ticmi.go.id

Dari tabel di atas terlihat bahwa perkembangan Reksa Dana Syariah cukup baik. Walaupun sempat mengalami penurunan pada tahun 2019 di bulan Juni yaitu 11.019,43 namun kembali meningkat pada tahun 2020 di bulan Desember yaitu menjadi sebesar 14.914,63. Penurunan Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana syari'ah ini disebabkan oleh turunnya harga saham di pasar modal. Deputi Direktur Perizinan Pengelolaan Investasi OJK, I Made B. Tirthayasa, mengatakan pada tahun 2019 total NAB Reksadana sebesar Rp. 271,96 triliun. Dari nilai Rp. 271,96 triliun, ada Reksadana Syari'ah

yang sebesar Rp. 11,01 triliun. Angkanya pun turun dari Reksadana Syari'ah tahun sebelumnya sebesar Rp. 11,23 triliun. Tirthayasa juga mengatakan bahwa turunnya harga saham-saham dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti kondisi perekonomian.

B. Analisis Data

1. Statistik Deskriptif

Tabel di bawah ini menunjukkan statistik deskriptif variabel penelitian yang memperlihatkan tentang jumlah data, nilai minimum dan maksimum, rata-rata, dan nilai standar deviasi yang digunakan dalam pengujian model persamaan ekonometrika. Tabel ini juga menunjukkan masing-masing variabel dalam 60 observasi sebagai sampel.

Tabel 4.5 Statistik Deskriptif

	PDB	SS	OS	RS
Mean	714442.0	271411.6	8004.090	9303.869
Median	716734.8	275752.6	7259.000	9434.985
Maximum	810964.8	329146.9	13579.40	14914.63
Minimum	613986.9	201908.0	5319.000	5050.630
Std. Dev.	53784.92	30567.05	1899.116	2085.272
Skewness	0.050409	-0.259758	1.033095	-0.255926
Kurtosis	2.006022	2.573352	3.268247	3.121792
Jarque-Bera	2.495390	1.129810	10.85274	0.692067
Probability	0.287166	0.568414	0.004399	0.707489
Sum	42866522	16284698	480245.4	558232.2
Sum Sq. Dev.	1.71E+11	5.51E+10	2.13E+08	2.57E+08
Observations	60	60	60	60

Sumber: Data diolah menggunakan *E-Views* 8, 2022.

Pada tabel di atas dapat dilihat bahwa variabel PDB memiliki nilai terendah sebesar 613.986,9 dan nilai tertinggi sebesar 810.964,8 dengan nilai rata-ratanya sebesar 714.442,0 dan standar deviasinya atau tingkat sebaran datanya sebesar 53.784,92. Nilai median 716.734,8. Dengan nilai mean yang hampir mendekati nilai median maka dapat disimpulkan bahwa data terpusat dan dapat juga dikatakan bahwa nilai PDB semakin meningkat. Dilihat dari nilai *skewness* (kemiringan), yaitu 0,050409 maka dapat disimpulkan data PDB terdistribusi normal. Dilihat dari nilai kurtosis, yaitu 2 yang lebih kecil nilainya dari 3 maka dapat disimpulkan data PDB memiliki puncak platikurtik.

Untuk Saham Syari'ah memiliki nilai terendah sebesar 201.908,0 dan nilai tertinggi sebesar 329.146,9 dengan nilai rata-ratanya sebesar 271.411,6 dan standar deviasinya atau tingkat sebaran datanya 30.567,05. Nilai median 275.752,6. Dengan nilai mean yang hampir mendekati dengan nilai median maka dapat disimpulkan bahwa data terpusat dan dapat juga dikatakan bahwa nilai Saham Syari'ah semakin meningkat. Dilihat dari nilai *skewness* (kemiringan), yaitu -0.259758 maka dapat disimpulkan data Saham Syari'ah terdistribusi normal. Dilihat dari nilai kurtosis, yaitu 2 yang lebih kecil nilainya dari 3 maka dapat disimpulkan data Saham Syari'ah memiliki puncak platikurtik.

Nilai rata-rata Obligasi Syari'ah adalah sebesar 8.004,090 dengan nilai maksimumnya 13.579,40 nilai minimumnya 5.319,000. Dan ditunjukkan juga dengan nilai median, yaitu 7.259,000. Hal ini menunjukkan bahwa nilai-nilai Obligasi Syari'ah terpusat. Nilai standar deviasinya 1.899,116. Dilihat dari nilai *skewness* (kemiringan), yaitu 1.033095 maka dapat disimpulkan data Obligasi

Syari'ah memiliki kemiringan yang condong ke kanan. Dilihat dari nilai kurtosis, yaitu 3,268247 lebih besar dari 3 maka dapat disimpulkan data Obligasi Syari'ah memiliki puncak leptokurtik.

Nilai rata-rata Reksadana Syari'ah adalah sebesar 9.303,869 dengan nilai maksimumnya 14.914,63 nilai minimumnya 5.050,630. Dan ditunjukkan juga dengan nilai median, yaitu 9.434,985. Hal ini menunjukkan bahwa nilai-nilai Reksadana Syari'ah terpusat. Nilai standar deviasinya yaitu 2.085,272. Dilihat dari nilai *skewness* (kemiringan), yaitu -0.255926, maka dapat disimpulkan data Reksadana Syari'ah terdistribusi normal. Dilihat dari nilai kurtosis, yaitu 3.121792 lebih besar dari 3 maka dapat disimpulkan data Reksadana Syari'ah memiliki puncak leptokurtik.

2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan sebagai syarat penggunaan metode regresi. Dengan terpenuhinya asumsi tersebut, maka hasil yang diperoleh dapat lebih akurat dan mendekati atau sama dengan kenyataan. Asumsi tersebut adalah asumsi normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas, autokorelasi, dan linearitas.

a). Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi, *error* yang dihasilkan mempunyai distribusi normal atau tidak. Uji normalitas dilakukan dengan uji Jarque Bera dengan kriteria penilaian sebagai berikut:

- 1). Ha diterima jika probabilitas $> level\ of\ significant\ (5\%)$ berarti berdistribusi normal.

2). H₀ diterima jika probabilitas < *level of signifikan* (5%) berarti tidakberdistribusi normal.

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan *Eviews* 8 didapat sebagai berikut:

Tabel 4.6 Uji Normalitas

Jarque-Bera	1. 510066
Probability 0.469995	

Sumber : Data diolah dengan program eviews 8 oleh penulis, 2022.

Berdasarkan tabel di atas dengan melihat nilai Probabilitas JB yang nilainya lebih besar dari tingkat signifikansi = 5% atau $0,469995 > 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa distribusi data pada variabel penelitian adalah normal, dimana H_a diterima dan H₀ ditolak.

b). Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas hubungan yang terjadi di antara variabel-variabel independen atau variabel dependen yang satu fungsi dari variabel independen yang lain. Model regresi dikatakan baik jika tidak ada korelasi yang tinggi antara variabel-variabel independennya. Hasil estimasi data independen, yaitu variabel Saham Syari'ah, Sukuk, dan Reksadana Syari'ah periode sebelumnya diperoleh sebagai berikut:

Tabel 4.7
Uji Multikolinearitas

Variance Inflation Factors			
Date: 05/23/18 Time: 23:47			
Sample: 2016M01 2016M12			
Included observations: 60			
Coefficient			
	Uncentered		Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
SS	0.032906	228.3625	2.813147
OS	5.523007	34.74598	1.822572
RS	7.316368	61.83975	2.910897
C	1.06E+09	98.50433	NA

Sumber: Data diolah dengan menggunakan Eviews 8, 2022

Uji multikolinearitas ini menggunakan kriteria penilaian terhadap VIF sebagai berikut:

Ha : Jika nilai VIF lebih kecil dari 5 atau 10 maka tidak terjadi multikolinearitas.

H0 : Jika nilai VIF lebih besar dari 5 atau 10 maka terjadi multikolinearitas. Tampilan di atas menunjukkan:

- 1). Pada variabel Saham Syari'ah, nilai VIF yang dihasilkan lebih kecil dari 5 yaitu $2,813147 < 5$ dan dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada saham syari'ah maka Ha diterima

atau H_0 ditolak.

- 2). Pada variabel Obligasi Syari'ah (Sukuk), nilai VIF yang dihasilkan lebih kecil dari 5 yaitu $1,822572 < 5$ dan dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada obligasi syari'ah maka H_a diterima atau H_0 ditolak.
 - 3). Pada variabel Reksadana Syari'ah, nilai VIF yang dihasilkan lebih kecil dari 5 yaitu $2,910897 < 5$ dan dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada reksadana syari'ah maka H_a diterima dan H_0 ditolak.
- c). Uji Heterokedastisitas

Tujuan dari uji ini adalah untuk menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians tetap maka disebut Homokedastisitas. Jika variance berbeda, maka terjadi Heterokedastisitas. Uji yang dilakukan adalah menggunakan uji Glejser, dan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel
4.8
Uji
Heterokedastisita
s

Heteroskedasticity Test: Glejser			
F-statistic	1.874600	Prob. F(3,56)	0.1444
Obs*R-squared	5.475611	Prob. Chi-Square(3)	0.1401
Scaled explained SS	5.316499	Prob. Chi-Square(3)	0.1500

Sumber: Data diolah menggunakan program eviews 8, 2022

Dapat dilihat dari nilai Prob. F lebih besar dari tingkat signifikansi = 5% atau $0,1444 > 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa data tidak terkena heterokedastisitas.

d). Uji Autokorelasi

Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi linier ada korelasi antara kesalahan penganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Model regresi yang baik adalah regresi yang terbebas dari autokorelasi. Untuk menguji autokorelasi ini dideteksi dengan melihat nilai Durbin- Watson (DW) pada hasil regresi.

Adapun kriteria penilaiannya yaitu:

1. Angka D-W di bawah -2 berarti autokorelasi positif
2. Angka D-W di antara -2 dan +2 berarti tidak ada autokorelasi
3. Angka D-W di atas +2 ada autokorelasi negatif.

Tabel 4.9
Uji Autokorelasi

Durbin-Watson stat	1.650788
--------------------	----------

Sumber: Data diolah menggunakan program eviews 8, 2022

Pada hasil estimasi diperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 1,650788. Sedangkan untuk nilai dl dan du untuk tingkat signifikansi =5% dengan jumlah pengamatan 60 dan jumlah variabel bebas sebanyak 3 variabel, pada tabel D-W diperoleh nilai dl = 1,4797 dan du = 1,6889

Gambar 4.2 Daerah Autokorelasi



Berdasarkan nilai DW hitung sebesar 1,650788 lebih besar dari 1,539 dan lebih kecildari 2,481 artinya berada pada daerah tidak ada autokorelasi, maka model terbebas dari autokorelasi

e). Uji Linearitas

Uji linearitas yang digunakan untuk melihat spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak, dan apakah data linier atau tidak. Salah satu uji yang digunakan untuk linearitas pada penelitian ini adalah Uji Ramsey – Reset, dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.10

Uji Linearitas

Ramsey RESET Test			
Equation: PERSAMAAN1			
Specification: PDB SS OS RS C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	Df	Probability
t-statistic	1.726309	55	0.0899

F-statistic	2.980144	(1, 55)	0.0899
Likelihood ratio	3.166045	1	0.0752

Sumber: Data diolah dengan menggunakan program *e-views* 8. 2022

Dapat dilihat dari nilai probabilitas F-*Statistics* lebih besar dari tingkat alpha = 5% yaitu $0,0899 > 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa model persamaan linier dan dapat digunakan.

3. Analisis Regresi Berganda

Tujuan dari analisis regresi berganda ini adalah untuk mengetahui dan memprediksi besar PDB dengan menggunakan data Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan Reksadana Syari'ah. Sehingga hasil estimasi dengan menggunakan aplikasi *e-views* 8 diperoleh sebagai berikut:

Tabel 4.11

Uji Regresi Berganda

Dependent Variable: PDB
Method: Least Squares
Date: 05/23/18 Time: 23:44
Sample: 2016M01 2016M12
Included observations: 60
SS 0.260842 0.181401 1.437933 0.1560
OS 13.40228 2.350108 5.702838 0.0000

RS	9.645442	2.704878	3.565943	0.0008
C	446633.3	32536.81	13.72702	0.0000
R-squared	0.788427	Mean dependent var	714442.0	
Adjusted R-squared	0.777092	S.D. dependent var	53784.92	
S.E. of regression	25393.52	Akaike info criterion	23.18672	
Sum squared resid	3.61E+10	Schwarz criterion	23.32634	
Log likelihood	-691.6015	Hannan-Quinn criter.	23.24133	
F-statistic	69.56122	Durbin-Watson stat	0.739485	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Data diolah penulis, 2022

Berdasarkan tabel di atas dapat dibuat persamaan regresi linier bergandasebagai berikut:

$$PDB = \alpha + \beta_1 SS + \beta_2 OS + \beta_3 RS + \mu$$

Dimana:

$$PDB = 446633.3 + 0.260 SS + 13.402 OS + 9.645 RS + \mu$$

Dari fungsi model di atas dapat dipahami bahwa:

- Nilai konstanta 446633.3 menyatakan jika variabel Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan Reksadana Syari'ah adalah tetap, maka nilai PDB adalah Rp.446.633,3 miliar.
- Nilai koefisien Saham Syari'ah 0,260 menyatakan jika Saham Syari'ah meningkat Rp. 1 miliar, maka akan meningkatkan PDB sebesar Rp.0,260 miliar atau Rp.260 juta. Sebaliknya, jika Saham Syari'ah menurun sebesar Rp. 1 miliar, maka akan menurunkan PDB sebesar Rp.0,260 miliar atau Rp.260 juta. Dalam analisis ini Saham

Syari'ah memiliki pengaruh positif terhadap PDB. Semakin tinggi nilai saham syari'ah, maka akan membantu peningkatan PDB.

- c). Nilai koefisien Obligasi syari'ah 13,402 menyatakan jika Obligasi Syari'ah meningkat Rp.1 miliar, maka akan meningkatkan PDB sebesar Rp.13,402 miliar. Sebaliknya, jika obligasi syari'ah menurun sebesar Rp.1 miliar, maka akan menurunkan PDB sebesar Rp.13,402 miliar. Di sini Obligasi Syari'ah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap PDB. Semakin tinggi nilai Obligasi Syari'ah, maka semakin tinggi pula nilai PDB.

- d). Nilai koefisien Reksadana Syari'ah 9,645 menyatakan jika Reksadana Syari'ah meningkat Rp.1 miliar, maka akan meningkatkan PDB sebesar Rp.9,645 miliar. Sebaliknya jika Reksadana Syari'ah menurun sebesar Rp.1 miliar, maka akan menurunkan PDB sebesar Rp.9,645 miliar. Di sini Reksadana Syari'ah memiliki pengaruh positif terhadap PDB. Semakin tinggi nilai Reksadana Syari'ah maka semakin tinggi pula nilai PDB.

4. Uji Hipotesis

Untuk menentukan diterima atau ditolak hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, peneliti menggunakan uji hipotesis yang terdiri dari uji determinasi, uji F, uji t sebagai berikut:

a) Uji t

Uji *t-test* digunakan untuk melihat hubungan atau pengaruh antara variabel Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan Reksadana Syari'ah secara individual (parsial) terhadap variabel PDB Indonesia. Dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.12 Hasil Uji t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SS	0.260842	0.181401	1.437933	0.1560
OS	13.40228	2.350108	5.702838	0.0000
RS	9.645442	2.704878	3.565943	0.0008
C	446633.3	32536.81	13.72702	0.0000

Sumber: Data diolah menggunakan *E-views* 8 oleh penulis, 2022

Uji t untuk menguji signifikansi setiap variabel independen, yaitu Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan Reksadana Syari'ah secara parsial (individual) terhadap variabel dependen, yaitu PDB Indonesia. Dalam hal ini, dasar pengambilan keputusan adalah dengan membandingkan t-tabel dengan t hitung. Data di atas diketahui dk (derajat kebebasan) = $60 - 4 = 56$ dengan taraf kepercayaan = 0,05 maka t-tabel sebesar 1,67252. Pedoman yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis yaitu:

- 1). H_0 diterima jika $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ atau nilai $p\text{-value}$ pada kolom $\text{sig.}<$ level of significant (5%) berarti variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.
- 2). H_0 diterima jika $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ atau nilai $p\text{-value}$ pada kolom $\text{sig.}>$ level of significant (5%) berarti variabel independen tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

Berdasarkan hasil estimasi pada tabel sebelumnya maka berikut ini hasil uji tstatistik dari masing-masing variabel

independen sebagai berikut:

1). Saham Syari'ah

Hasil pengujian dengan menggunakan program *e-views* 8 diperoleh nilai t statistik untuk Saham Syari'ah adalah 1,437933 dan probabilitas 0,1560. Sedangkan nilai t tabel untuk jumlah observasi sebanyak 60 dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (dk) = 60 – 4 = 56 diperoleh 1,67252. Sehingga diperoleh bahwa t-statistik lebih kecil dari t-tabel atau $1,437933 < 1,67252$, dan juga dapat dilihat pada nilai probabilitas 0,1560 lebih besar dari tingkat signifikansi (5%) atau $0,1560 > 0,05$, maka dapat diambil kesimpulan bahwa Saham Syari'ah tidak secara signifikan mempengaruhi PDB Indonesia dengan kesimpulan H_0 ditolak dan menerima H_a . Hal ini menyatakan bahwa Saham Syari'ah sebagai salah satu bentuk investasi belum memberikan pengaruh nyata terhadap PDB Indonesia dengan tingkat kepercayaan 95% atau tingkat kesalahan 5%.

2). Obligasi Syari'ah

Hasil pengujian dengan menggunakan program *E-views* 8 diperoleh nilai t statistik Obligasi Syari'ah adalah 5,702838 dan probabilitas 0,0000. Tanda positif menunjukkan bahwa Obligasi Syari'ah memiliki pengaruh positif terhadap PDB Indonesia. Sedangkan nilai t-tabel untuk jumlah observasi sebanyak 60 dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (dk) = 60 – 4 = 56 diperoleh 1,67252. Sehingga diperoleh bahwa t-statistik lebih besar dari t-tabel atau $5,702838 > 1,67252$, dan juga

dapat dilihat pada nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi (5%) atau $0,0000 < 0,05$, maka dapat diambil kesimpulan bahwa Obligasi Syari'ah secara signifikan mempengaruhi PDB Indonesia dengan kesimpulan H_0 ditolak dan H_a diterima. Hal ini menyatakan bahwa Obligasi Syari'ah memberikan pengaruh nyata terhadap PDB Indonesia dengan tingkat kepercayaan 95% atau tingkat kesalahan 5%.

3). Reksadana Syari'ah

Hasil pengujian dengan menggunakan program *E-views* 8 diperoleh nilai t statistik Reksadana Syari'ah adalah 3.565943 dan probabilitas 0.0008. Tanda positif menunjukkan bahwa Reksadana Syari'ah memiliki pengaruh positif terhadap PDB Indonesia. Sedangkan nilai t-tabel untuk jumlah observasi sebanyak 60 dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan(dk) = $60 - 4 = 56$ diperoleh 1,67252. Sehingga diperoleh bahwa t-statistik lebih besar dari t-tabel atau $3.565943 > 1,67252$, dan juga dapat dilihat pada nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi (5%) atau $0,0008 < 0,05$ maka dapat diambil kesimpulan bahwa reksadana syari'ah secara signifikan mempengaruhi PDB Indonesia. Dengan kesimpulan H_0 ditolak dan H_a diterima. Hal ini menyatakan bahwa reksadana syari'ah sebagai salah satu bentuk investasi telah memberikan pengaruh nyata terhadap PDB Indonesia dengan tingkat kepercayaan 95% atau tingkat kesalahan 5%.

b). Uji F

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh secara bersama-sama (simultan) pada variabel Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan Reksadana Syari'ah mempengaruhi PDB Indonesia. Pedoman yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis yaitu:

- 1). H_a diterima jika $F_{\text{Hitung}} > F_{\text{Tabel}}$, atau nilai p-value pada kolom $\text{sig.} < \text{level of significant (5\%)}$ berarti seluruh variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.
- 2). H_0 diterima jika $F_{\text{Hitung}} < F_{\text{Tabel}}$, atau nilai p-value pada kolom $\text{sig.} > \text{level of significant (5\%)}$ berarti seluruh variabel independen tidak secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

Dari hasil estimasi pada *E-views* 8 diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.13 Hasil Pengujian Uji-F

F-statistic	69.56122
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil pengujian di atas dapat dilihat nilai F_{Hitung} adalah 69,56122 dengan nilai probabilitas adalah 0,000000. Nilai F_{Tabel} untuk jumlah observasi sebanyak 60 dengan tingkat signifikansi 5% dan k atau jumlah seluruh variabel baik variabel independen dan dependen adalah 4, maka nilai $N_1 = k-1 = 4-1 = 3$, $N_2 = n - k = 60 - 4 = 56$ adalah 2,77. Sehingga diperoleh bahwa F_{Hitung} diperoleh lebih

besar dari F-Tabel atau $69,56122 > 2,77$ dan juga dapat dilihat nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi (5%) atau $0,000000 < 0,05$ maka dapat diambil kesimpulan bahwa Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan Reksadana Syari'ah secara bersama-sama dan signifikan mempengaruhi PDB Indonesia dengan kesimpulan H0 ditolak.

Hal ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian karya Nurfaroh yang meneliti bahwa Saham Syari'ah, Sukuk dan Reksadana Syari'ah secara bersama-sama berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi nasional namun secara tidak signifikan.

c). Uji Determinasi

Uji determinasi ini dilakukan untuk mengukur seberapa jauh variabel independen dapat menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen dalam model yang digunakan. Dalam hal ini yang menjadi variabel independennya adalah Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan Reksadana Syari'ah. Dari hasil estimasi pada *E-views* 8 didapat hasil koefisien determinasi (R-Square) sebagai berikut.

Tabel 4.14

Koefisien Determinasi

R-squared	0.788427
Adjusted R-squared	0.777092

Sumber: Data diolah, 2022

Karena analisis ini menggunakan variabel lebih dari dua, maka peneliti menggunakan nilai *Adjusted R-Square* dalam uji determinasi ini. Data Adjusted R-Square adalah 0.777092 atau 77,7%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel Saham Syari'ah, Obligasi Syari'ah, dan

Reksadana Syari'ah dapat menjelaskan PDB Indonesia 77,7% sedangkan sisanya 22,3% dijelaskan oleh faktor-faktor lain.

C. Pembahasan

1. Pengaruh Saham Syari'ah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional

Saham syari'ah merupakan surat berharga bukti penyertaan modal kepada perusahaan dan dengan bukti penyertaan tersebut pemegang saham berhak untuk mendapatkan bagian hasil dari usaha perusahaan tersebut. Konsep penyertaan modal dengan hak bagian hasil usaha ini merupakan konsep yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Prinsip syariah mengenal konsep ini sebagai kegiatan musyarakah atau syirkah. Berdasarkan analogi tersebut, maka secara konsep saham syari'ah merupakan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

Berdasarkan hasil pengujian secara parsial (individual) dapat diketahui dari tabel *coefficients* variabel saham syari'ah (X_1) berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional (Y). Dengan nilai *coefficients* 0,260842 dan nilai signifikan $0,1560 > 0,05$.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa saham syari'ah berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Perubahan harga saham akan mempengaruhi pendapatan saham syari'ah yang dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi pula. Karena pertumbuhan ekonomi menentukan perkembangan perekonomian. Dalam beberapa tahun terakhir pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami penurunan akibat dari

dampak krisis 2008 dan krisis keuangan di negara-negara Eropa di tahun 2013.

Indikator dari penurunan ekonomi terlihat dari menurunnya harga saham yang berpengaruh pada turunnya pendapatan saham tersebut. Secara teori dapat dijelaskan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi dapat meningkatkan daya beli konsumen terhadap produk-produk perusahaan sehingga meningkatkan profitabilitas perusahaan. Dengan adanya peningkatan profitabilitas maka akan meningkatkan investor dalam berinvestasi, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang berdampak positif juga. Maka dari itu pendapatan dari saham syari'ah sendiri masih dalam ruang lingkup untuk kriteria perusahaan syari'ah, sehingga dalam pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi nasional tidak secara langsung atau menyeluruh.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Nurfaroh yang berjudul pengaruh saham syari'ah, sukuk, dan reksadana syari'ah terhadap pertumbuhan ekonomi nasional periode 2008-2015. Perbedaan penelitian Nurfaroh dengan penelitian ini adalah pada penelitian Nurfaroh, perkembangan saham syari'ah dilihat berdasarkan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) sedangkan pada penelitian ini melihat perkembangan saham syari'ah berdasarkan nilai ISSI (Indeks Saham Syari'ah Indonesia).

2. Pengaruh Sukuk/Obligasi Syari'ah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional

Sukuk sebagai produk baru dalam daftar instrumen pembiayaan Islam termasuk salah satu produk yang sangat berguna bagi produsen dan investor, baik pihak kerajaan (negara) maupun swasta. Bagi pihak

kerajaan, misalnya sukuk dapat digunakan sebagai instrumen pembiayaan atau sebagai alat untuk keperluan memobilisasi modal, juga menjadi sarana untuk menumbuhkan partisipasi pihak swasta dalam membiayai proyek-proyek kepentingan publik, menjadi instrumen dalam menggalakkan investasi dalam negeri maupun antar bangsa, disamping dapat berguna bagi menyokong proses pelaksanaan desentralisasi fiskal.

Berdasarkan hasil pengujian secara parsial (individual) dapat diketahui dari tabel *coefficients* variabel Sukuk (X_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional (Y). Dengan nilai *coefficients* 13,40228 dan nilai sig sebesar $0,000 < 0,05$.

Maka dari pembahasan ini menunjukkan bahwa variabel sukuk mempengaruhi pertumbuhan ekonomi nasional. Karena sukuk bermanfaat bagi pihak negara sebagai alat untuk keperluan memobilisasi modal, juga dari sarana untuk menumbuhkan partisipasi pihak swasta dalam membiayai proyek-proyek kepentingan publik, menjadi instrumen dalam menggalakkan investasi dalam negeri maupun antar bangsa, disamping dapat berguna untuk proses desentralisasi fiskal.

Sedangkan pihak swasta, sukuk dapat bermanfaat sebagai alternatif pembiayaan, serta sebagai instrumen kerja sama modal dalam pengembangan firma. Sukuk juga akan memberikan kemudahan bagi firma dalam ketersediaan pilihan institusi yang beragam bagi setiap produk keuangan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurfaroh dimana sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi $0,029 < 0,05$.

3. Pengaruh Reksadana Syari'ah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional

Reksadana syari'ah adalah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal selanjutnya diinvestasikan dengan berprinsipkan syari'ah dalam portofolio efek yang dikelola oleh manajer investasi. Produk-produk yang dikeluarkan dalam reksadana tentunya akan bervariasi. Reksadana syari'ah merupakan salah satu bentuk pengelolaan reksadana yang bertujuan untuk memenuhi kebutuhan kelompok investor yang menginginkan atau memperoleh pendapatan investasi dari sumber dan cara yang bersih yang dapat dipertanggungjawabkan secara religius, yang mana sejalan dengan prinsip-prinsip syari'ah.

Berdasarkan hasil pengujian dapat diketahui dari tabel *coefficients* variabel Reksadana Syari'ah (X_3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional (Y). Dengan nilai *coefficients* 9,645442 dan nilai sig sebesar $0,0008 < 0,05$.

Maka dari pembahasan ini menunjukkan bahwa reksadana syari'ah berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional karena reksadana syari'ah sudah mulai dikenal oleh seluruh kalangan masyarakat karena sosialisasi yang terus dilakukan dari pihak yang berkaitan. Terbukti dengan nilai NAB reksadana syari'ah yang mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Maka dari itu dalam pengaruhnya dengan pertumbuhan ekonomi bersifat positif karena dilihat dari prospek perkembangan reksadana syari'ah yang cukup pesat.

BAB V

Simpulan

Saham Syari'ah memberikan pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional dengan nilai probabilitas lebih besar dari tingkat alpha atau $0,1560 > 0,05$. Hal ini menyatakan bahwa saham syari'ah sebagai salah satu bentuk investasi syari'ah belum memberikan pengaruh yang nyata terhadap pertumbuhan ekonomi nasional.

Obligasi syari'ah memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional yang terlihat dari nilai probabilitas yang lebih kecil dari tingkat alpha yaitu $0,0000 < 0,05$. Hal ini menyatakan bahwa obligasi syari'ah memberikan pengaruh yang nyata terhadap pertumbuhan ekonomi nasional dengan tingkat kepercayaan 95% atau tingkat kesalahan 5%.

Reksadana syari'ah memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi nasional dengan nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat alpha yaitu $0,0008 > 0,05$. Hal ini menyatakan bahwa reksadana sebagai salah satu bentuk investasi telah memberikan pengaruh nyata terhadap pertumbuhan ekonomi nasional dengan tingkat kepercayaan 95% atau tingkat kesalahan 5%.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdulkarim, Fatima M., Mustapha I. Akinlaso, Baharom Abdul Hamid, and Hamisu S. Ali. 2020. "The Nexus between Oil Price and Islamic Stock Markets in Africa: A Wavelet and Multivariate-GARCH Approach." *Borsa Istanbul Review* 20(2):108–20. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.11.001>.
- Adelaja, Adesoji, and Justin George. 2019. "Effects of Conflict on Agriculture: Evidence from the Boko Haram Insurgency." *World Development* 117:184–95. doi: <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2019.01.010>.
- Agung, Anak, and Gede Suarjaya. 2018. "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia." *Jurnal Manajemen Unud*.
- Ahmad, Syedah, Robert Lensink, and Annika Mueller. 2020. "The Double Bottom Line of Microfinance: A Global Comparison between Conventional and Islamic Microfinance." *World Development* 136:105130. doi: <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2020.105130>.
- Ahmed, Habib, and Ahmed H. Elsayed. 2019. "Are Islamic and Conventional Capital Markets Decoupled? Evidence from Stock and Bonds/Sukuk Markets in Malaysia." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 74:56–66. doi: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.005>.
- Ahmed, Walid M. A. 2018. "How Do Islamic versus Conventional Equity Markets React to Political Risk? Dynamic Panel Evidence." *International Economics* 156:284–304. doi: <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2018.05.001>.
- Ahmed, Walid M. A. 2019. "Islamic and Conventional Equity Markets: Two Sides of the Same Coin, or Not?" *The Quarterly Review of Economics and Finance* 72:191–205. doi: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.12.010>.
- Ahmed, Walid M. A. 2020. "Corruption and Equity Market Performance: International Comparative Evidence." *Pacific-Basin Finance Journal* 60:101282. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101282>.

Akmal, Huriyatul, and Yogi E. K. A. Saputra. 2016. "Analisis Tingkat Literasi Keuangan." *JEBI (JURNAL EKONOMI DAN BISNIS ISLAM)* 1(2).

Alam, Nafis, Jayalakshmy Ramachandran, and Aisha Homy Nahomy. 2020. "The Impact of Corporate Governance and Agency Effect on Earnings Management – A Test of the Dual Banking System." *Research in International Business and Finance* 54:101242. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101242>.

Alam, Nafis, Sara Sophia Binti Zainuddin, and Syed Aun R. Rizvi. 2019. "Ramifications of Varying Banking Regulations on Performance of Islamic Banks." *Borsa Istanbul Review* 19(1):49–64. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2018.05.005>.

Alhomaidi, Asem, M. Kabir Hassan, William J. Hippler, and Abdullah Mamun. 2019. "The Impact of Religious Certification on Market Segmentation and Investor Recognition." *Journal of Corporate Finance* 55:28–48. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.012>.

Almansour, Abdullah. 2019. "Muslim Investors and the Capital Market: The Role of Religious Scholars." *Pacific-Basin Finance Journal* 58:101211. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101211>.

Alnori, Faisal, and Faisal Alqahtani. 2019. "Capital Structure and Speed of Adjustment in Non-Financial Firms: Does Sharia Compliance Matter? Evidence from Saudi Arabia." *Emerging Markets Review* 39:50–67. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.03.008>.

Alqahtani, Faisal, and Zakaria Boulanouar. 2017. "Sharia Compliance Status & Investor Demand for IPOs: Evidence from Saudi Arabia." *Pacific-Basin Finance Journal* 46:258–68. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.09.012>.

Alshammari, Ahmad Alrazni, Syed Musa Alhabshi, and Buerhan Saiti. 2019. "The Impact of Oil Prices and the Financial Market on Cost Efficiency in the Insurance and Takaful Sectors: Evidence from a Stochastic Frontier Analysis." *Economic Systems* 43(3):100716. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2019.100716>.

Al-Yahyaae, Khamis Hamed, Walid Mensi, Mobeen Ur Rehman, Xuan Vinh Vo, and Sang Hoon Kang. 2020. "Do Islamic Stocks Outperform

Conventional Stock Sectors during Normal and Crisis Periods? Extreme Co-Movements and Portfolio Management Analysis.” *Pacific-Basin Finance Journal* 62:101385. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101385>.

Anon. 2005. “Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore’s All-S Sector Indices.” *Jurnal Pengurusan*. doi: 10.17576/pengurusan-2005-24-03.

Anon. n.d. “(PDF) Peran Teknologi Informasi Dalam Pengembangan Organisasi.” Retrieved September 1, 2020 (https://www.researchgate.net/publication/322200026_Peran_Teknologi_Informasi_Dalam_Pengembangan_Organisasi).

Anon. n.d. “KAJIAN DESKRIPTIF MENGENAI INVESTASI DAN PASAR MODAL Oleh : M. Sihab Ridwan - Penelusuran Google.” Retrieved February 2, 2021 (https://www.google.com/search?safe=strict&sxsrf=ALeKk0238Yp7UzRu-c7FXeCeVqZIyqAV_Q%3A1612210768967&ei=UGIYYM3WOpPXz7sPs5mJiAo&q=KAJIAN+DESKRIPTIF+MENGENAI+INVESTASI+DAN+PASAR+MODAL+Oleh+%3A+M.+Sihab+Ridwan&oq=KAJIA+N+DESKRIPTIF+MENGENAI+INVESTASI+DAN+PASAR).

Anon. n.d. “Kajian Pertumbuhan Pasar Modal Syariah - Penelusuran Google.” Retrieved February 2, 2021 (https://www.google.com/search?safe=strict&sxsrf=ALeKk01ab0W2jYoZ7spCi0Tds2pudFrucA%3A1612211127859&ei=t2MYYPXtM7yprtoPhIa8gA0&q=kajian+pertumbuhan+pasar+modal+syariah&oq=kajian+pertumbuhan+pasar+modal+syariah&gs_lcp=CgZwc3ktYWIQAzIICCEQFhAdEB4yCAghEBYQHRA).

Asongu, Simplice A., and Nicholas Biekpe. 2018. “ICT, Information Asymmetry and Market Power in African Banking Industry.” *Research in International Business and Finance* 44:518–31. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.121>.

Athari, Seyed Alireza, Cahit Adaoglu, and Eralp Bektas. 2016. “Investor Protection and Dividend Policy: The Case of Islamic and Conventional Banks.” *Emerging Markets Review* 27:100–117. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.04.001>.

Ayturk, Yusuf, Mehmet Asutay, and Ercument Aksak. 2017. "What Explains Corporate Sukuk Primary Market Spreads?" *Research in International Business and Finance* 40:141–49. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.01.002>.

Bahloul, Slah, Mourad Mroua, and Nader Naifar. 2017. "The Impact of Macroeconomic and Conventional Stock Market Variables on Islamic Index Returns under Regime Switching." *Borsa Istanbul Review* 17(1):62–74. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.09.003>.

Bakhri, Syaeful. 2018. "Minat Mahasiswa Dalam Investasi Di Pasar Modal." *Al-Amwal : Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syari'ah*. doi: 10.24235/amwal.v10i1.2846.

Balli, Faruk, Anne De Bruin, Hatice Ozer Balli, and Jamshid Karimov. 2020. "Corporate Net Income and Payout Smoothing under Shari'ah Compliance." *Pacific-Basin Finance Journal* 60:101265. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101265>.

Basher, Syed Abul, Lawrence M. Kessler, and Murat K. Munkin. 2017. "Bank Capital and Portfolio Risk among Islamic Banks." *Review of Financial Economics* 34:1–9. doi: <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2017.03.004>.

Beik, Istiqomah, and Irfan Syauqi. 2012. "Dinamika Interaksi Antara Variabel Moneter Dan Pasar Modal Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia." *IPB University*.

Ben Naceur, Samy, Samir Ghazouani, and Mohamed Omran. 2007. "The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African Region." *Managerial Finance*. doi: 10.1108/03074350710753753.

Bennett, Michael S., and Zamir Iqbal. 2013. "How Socially Responsible Investing Can Help Bridge the Gap between Islamic and Conventional Financial Markets." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.

Berger, Allen N., Narjess Boubakri, Omrane Guedhami, and Xinming Li. 2019. "Liquidity Creation Performance and Financial Stability Consequences of Islamic Banking: Evidence from a Multinational

Study.” *Journal of Financial Stability* 44:100692. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100692>.

Boukhatem, Jamel, and Fatma Ben Moussa. 2018. “The Effect of Islamic Banks on GDP Growth: Some Evidence from Selected MENA Countries.” *Borsa Istanbul Review* 18(3):231–47. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.11.004>.

Broner, Fernando, Tatiana Didier, Aitor Erce, and Sergio L. Schmukler. 2013. “Gross Capital Flows: Dynamics and Crises.” *Journal of Monetary Economics*. doi: 10.1016/j.jmoneco.2012.12.004.

Bursa Efek Indonesia. 2018. “Indeks Saham Syariah.” *Bursa Efek Indonesia*.

Carp, Lenuța. 2012. “Can Stock Market Development Boost Economic Growth? Empirical Evidence from Emerging Markets in Central and Eastern Europe.” *Procedia Economics and Finance*. doi: 10.1016/s2212-5671(12)00177-3.

Cevik, Emrah Ismail, and Mehmet Fatih Bugan. 2018. “Regime-Dependent Relation between Islamic and Conventional Financial Markets.” *Borsa Istanbul Review* 18(2):114–21. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.11.001>.

Chen, Haiwei, and Thanh Ngo. 2017. “Leverage-Based Index Revisions: The Case of Dow Jones Islamic Market World Index.” *Global Finance Journal* 32:16–34. doi: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2016.06.007>.

Dash, Saumya Ranjan, and Debasish Maitra. 2018. “Does Shariah Index Hedge against Sentiment Risk? Evidence from Indian Stock Market Using Time–Frequency Domain Approach.” *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 19:20–35. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2018.03.003>.

Dewi, Ratna Sari, and Sriwardani. 2017. “Pengaruh Penanaman Modal Asing, Penanaman Modal Dalam Negeri, Dan Pendapatan Asli Daerah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi.” *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*.

Djelassi, Mouldi, and Jamel Boukhatem. 2020. “Modelling Liquidity Management in Islamic Banks from a Microeconomic Perspective.” *Finance Research Letters* 36:101341. doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101341>.

Doumpos, Michael, Iftekhar Hasan, and Fotios Pasiouras. 2017. “Bank Overall Financial Strength: Islamic versus Conventional Banks.” *Economic Modelling* 64:513–23. doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.03.026>.

el Alaoui, AbdelKader O., Obiyathulla Ismath Bacha, Mansur Masih, and Mehmet Asutay. 2017. “Leverage versus Volatility: Evidence from the Capital Structure of European Firms.” *Economic Modelling* 62:145–60. doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.11.023>.

Erdogán, Seyfettin, Ayfer Gedikli, and Emrah İsmail Çevik. 2020. “Volatility Spillover Effects between Islamic Stock Markets and Exchange Rates: Evidence from Three Emerging Countries.” *Borsa Istanbul Review* 20(4):322–33. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.04.003>.

Fadhil, Mohammed Ameen, and Mahmoud Khalid Almsafir. 2015. “The Role of FDI Inflows in Economic Growth in Malaysia (Time Series: 1975-2010).” *Procedia Economics and Finance*. doi: 10.1016/s2212-5671(15)00498-0.

Fan, Yaoyao, Kose John, Frank Hong Liu, and Luqyan Tamanni. 2019. “Security Design, Incentives, and Islamic Microfinance: Cross Country Evidence.” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 62:264–80. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.08.002>.

Fauzan, M., and Dedi Suhendro. 2018. “Peran Pasar Modal Syariah Dalam Mendorong Laju Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia.” *Human Falah*.

Fauzan, M., and Dedi Suhendro. 2019. “Peran Pasar Modal Syariah Dalam Mendorong Laju Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia.” *Human Falah*.

Grira, Jocelyn, and Chiraz Labidi. 2020. “Banks, Funds, and Risks in Islamic Finance: Literature & Future Research Avenues.” *Finance Research Letters* 101815. doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101815>.

Halim, Abdul. 2014. “Teori Ekonomi Makro.” in *Ekonomi Makro*.

Hamza, Hichem, and Zied Saadaoui. 2018. “Monetary Transmission through the Debt Financing Channel of Islamic Banks: Does PSIA Play a Role?” *Research in International Business and Finance* 45:557–70. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.004>.

Hariani, Lilik Sri. 2010. "Analisis Pengaruh Economic Value Added (EVA) Dan Rasio Keuangan Terhadap Return Saham Syariah." *Jurnal Ekonomi Modernisasi*.

Hassan, M. Kabir, and Sirajo Aliyu. 2018. "A Contemporary Survey of Islamic Banking Literature." *Journal of Financial Stability* 34:12–43. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.11.006>.

Hkiri, Besma, Shawkat Hammoudeh, Chaker Aloui, and Larisa Yarovaya. 2017. "Are Islamic Indexes a Safe Haven for Investors? An Analysis of Total, Directional and Net Volatility Spillovers between Conventional and Islamic Indexes and Importance of Crisis Periods." *Pacific-Basin Finance Journal* 43:124–50. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.03.001>.

Hoque, Mohammad Enamul, and Noor Azuddin Yakob. 2017. "Revisiting Stock Market Development and Economic Growth Nexus: The Moderating Role of Foreign Capital Inflows and Exchange Rates." *Cogent Economics and Finance*. doi: 10.1080/23322039.2017.1329975.

Hoque, Mohammad Enamul, and Noor Azuddin Yakob. 2017. "Revisiting Stock Market Development and Economic Growth Nexus: The Moderating Role of Foreign Capital Inflows and Exchange Rates." *Cogent Economics and Finance*. doi: 10.1080/23322039.2017.1329975.

Jaballah, Jamil, Jonathan Peillex, and Laurent Weill. 2018. "Is Being Sharia Compliant Worth It?" *Economic Modelling* 72:353–62. doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.02.011>.

Kalimullina, Madina. 2020. "Islamic Finance in Russia: A Market Review and the Legal Environment." *Global Finance Journal* 46:100534. doi: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100534>.

Karimov, Jamshid, Faruk Balli, Hatice Ozer Balli, and Anne de Bruin. 2020. "Shari'ah Compliance Requirements and the Cost of Equity Capital." *Pacific-Basin Finance Journal* 62:101349. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101349>.

Kenourgios, Dimitris, Nader Naifar, and Dimitrios Dimitriou. 2016. "Islamic Financial Markets and Global Crises: Contagion or Decoupling?" *Economic Modelling* 57:36–46. doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.04.014>.

Keuangan, Otoritas Jasa. 2013. "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Tahun 2013." 1–82.

Khattab, Nabil, Sami Miaari, Marwan Mohamed-Ali, and Sarab Abu-Rabia-Queder. 2019. "Muslim Women in the Canadian Labor Market: Between Ethnic Exclusion and Religious Discrimination." *Research in Social Stratification and Mobility* 61:52–64. doi: <https://doi.org/10.1016/j.rssm.2018.11.006>.

Klein, Paul-Olivier, and Laurent Weill. 2016. "Why Do Companies Issue Sukuk?" *Review of Financial Economics* 31:26–33. doi: <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.05.003>.

Klein, Paul-Olivier, Rima Turk, and Laurent Weill. 2017. "Religiosity vs. Well-Being Effects on Investor Behavior." *Journal of Economic Behavior & Organization* 138:50–62. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2017.04.009>.

Kurniawati, Devi Dwi. 2013. "Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) Dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah." *Al-Iqtishad*.

Lai, Ya-Wen, and Atif Windawati. 2017. "Risk, Return, and Liquidity during Ramadan: Evidence from Indonesian and Malaysian Stock Markets." *Research in International Business and Finance* 42:233–41. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.054>.

Lai, Ya-Wen, and Atif Windawati. 2017. "Risk, Return, and Liquidity during Ramadan: Evidence from Indonesian and Malaysian Stock Markets." *Research in International Business and Finance* 42:233–41. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.054>.

Liu, Wan Chun, and Chen Min Hsu. 2006. "The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, and Japan." *Journal of Asian Economics*. doi: 10.1016/j.asieco.2006.06.007.

Maghyereh, Aktham I., and Basel Awartani. 2016. "Dynamic Transmissions between Sukuk and Bond Markets." *Research in International Business and Finance* 38:246–61. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.016>.

Maghyereh, Aktham I., Hussein Abdoh, and Basel Awartani. 2019. “Connectedness and Hedging between Gold and Islamic Securities: A New Evidence from Time-Frequency Domain Approaches.” *Pacific-Basin Finance Journal* 54:13–28. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.008>.

Majdoub, Jihed, Walid Mansour, and Jamel Jouini. 2016. “Market Integration between Conventional and Islamic Stock Prices.” *The North American Journal of Economics and Finance* 37:436–57. doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.03.004>.

Mardiya, Milzamulhaq. 2017. “Studi Efesiensi Pasar Modal Syariah Dan Konvensional Di Indonesia.” *Ekonomi Dan Bisnis Islam*.

Matemilola, B. T., A. N. Bany-Ariffin, W. N. W. Azman-Saini, and Annuar Md Nassir. 2018. “Does Top Managers’ Experience Affect Firms’ Capital Structure?” *Research in International Business and Finance* 45:488–98. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>.

Mensi, Walid, Atef Hamdi, Syed Jawad Hussain Shahzad, Muhammad Shafiullah, and Khamis Hamed Al-Yahyae. 2018. “Modeling Cross-Correlations and Efficiency of Islamic and Conventional Banks from Saudi Arabia: Evidence from MF-DFA and MF-DXA Approaches.” *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications* 502:576–89. doi: <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.02.146>.

Mensi, Walid, Aviral Kumar Tiwari, and Seong-Min Yoon. 2017. “Global Financial Crisis and Weak-Form Efficiency of Islamic Sectoral Stock Markets: An MF-DFA Analysis.” *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications* 471:135–46. doi: <https://doi.org/10.1016/j.physa.2016.12.034>.

Mensi, Walid, Mobeen Ur Rehman, Debasish Maitra, Khamis Hamed Al-Yahyae, and Ahmet Sensoy. 2020. “Does Bitcoin Co-Move and Share Risk with Sukuk and World and Regional Islamic Stock Markets? Evidence Using a Time-Frequency Approach.” *Research in International Business and Finance* 53:101230. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101230>.

Mimouni, Karim, Houcем Smaoui, Akram Temimi, and Moh'd Al-Azzam. 2019. “The Impact of Sukuk on the Performance of Conventional and

Islamic Banks.” *Pacific-Basin Finance Journal* 54:42–54. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.007>.

Moumen, Néjia, Hakim Ben Othman, and Khaled Hussainey. 2016. “Board Structure and the Informativeness of Risk Disclosure: Evidence from MENA Emerging Markets.” *Advances in Accounting* 35:82–97. doi: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.09.001>.

Muteba Mwamba, John W., Shawkat Hammoudeh, and Rangan Gupta. 2017. “Financial Tail Risks in Conventional and Islamic Stock Markets: A Comparative Analysis.” *Pacific-Basin Finance Journal* 42:60–82. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.01.003>.

Naifar, Nader, Mourad Mroua, and Slah Bahloul. 2017. “Do Regional and Global Uncertainty Factors Affect Differently the Conventional Bonds and Sukuk? New Evidence.” *Pacific-Basin Finance Journal* 41:65–74. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.12.004>.

Naifar, Nader, Shawkat Hammoudeh, and Mohamed S. Al dohaiman. 2016. “Dependence Structure between Sukuk (Islamic Bonds) and Stock Market Conditions: An Empirical Analysis with Archimedean Copulas.” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 44:148–65. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.05.003>.

Naifar, Nader. 2016. “Modeling Dependence Structure between Stock Market Volatility and Sukuk Yields: A Nonlinear Study in the Case of Saudi Arabia.” *Borsa Istanbul Review* 16(3):157–66. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.01.005>.

Naz, Iram, Syed Muhammad Amir Shah, and Ali M. Kutan. 2017. “Do Managers of Sharia-Compliant Firms Have Distinctive Financial Styles?” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 46:174–87. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.05.005>.

Nechi, Salem, and Houcем Eddine Smaoui. 2019. “Interbank Offered Rates in Islamic Countries: Is the Islamic Benchmark Different from the Conventional Benchmarks?” *The Quarterly Review of Economics and Finance* 74:75–84. doi: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.05.003>.

Ngugi, By Rose, Daniel Amanja, and Isaya Maana. 2009. “Capital Market , Financial Deepening and Economic Growth in Kenya.” *Economic Development*.

Nugraheni, Peni, and Deasy Permatasari. 2016. "Perusahaan Syariah Dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility: Analisis Pengaruh Faktor Internal Dan Karakteristik Perusahaan." *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*. doi: 10.20885/jaai.vol20.iss2.art6.

OJK. 2019. "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia." *Otoritas Jasa Keuangan* 53(9):1689–99.

Otoritas Jasa Keuangan. 2019. "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia." *Otoritas Jasa Keuangan* 53(9):1689–99.

Otoritas Jasa Keuangan. 2015. "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Tahun 2014." (November):1–2.

Paltrinieri, Andrea, Alberto Dreassi, Milena Migliavacca, and Stefano Piserà. 2020. "Islamic Finance Development and Banking ESG Scores: Evidence from a Cross-Country Analysis." *Research in International Business and Finance* 51:101100. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101100>.

Paltrinieri, Andrea, Alberto Dreassi, Simone Rossi, and Ashraf Khan. 2020. "Risk-Adjusted Profitability and Stability of Islamic and Conventional Banks: Does Revenue Diversification Matter?" *Global Finance Journal* 100517. doi: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100517>.

Paltrinieri, Andrea, Mohammad Kabir Hassan, Salman Bahoo, and Ashraf Khan. 2019. "A Bibliometric Review of Sukuk Literature." *International Review of Economics & Finance*. doi: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.04.004>.

Peillex, Jonathan, Elias Erragragui, Mohammad Bitar, and Mohammed Benlemlih. 2019. "The Contribution of Market Movements, Asset Allocation and Active Management to Islamic Equity Funds' Performance." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 74:32–38. doi: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.03.013>.

Pirgaip, Burak, Özgür Arslan-Ayaydin, and Mehmet Baha Karan. 2020. "Do Sukuk Provide Diversification Benefits to Conventional Bond Investors? Evidence from Turkey." *Global Finance Journal* 100533. doi: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100533>.

Prasetia, Yussi Septa. 2018. "Implementasi Regulasi Pasar Modal Syariah Pada Sharia Online Trading System (SOTS)." *Al-Tijary*. doi: 10.21093/at.v2i2.726.

Qizam, Ibnu, and Michelle Fong. 2019. "Developing Financial Disclosure Quality in Sukuk and Bond Market: Evidence from Indonesia, Malaysia, and Australia." *Borsa Istanbul Review* 19(3):228–48. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.05.002>.

Qoyum, Abdul, Rizqi Umar Al Hashfi, Alyta Shabrina Zusry, Hadri Kusuma, and Ibnu Qizam. 2020. "Does an Islamic-SRI Portfolio Really Matter? Empirical Application of Valuation Models in Indonesia." *Borsa Istanbul Review*. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.08.002>.

Rachmawati, Martien, and Nisful Laila. 2015. "Faktor Makro Ekonomi Yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Di Bursa Efek Indonesia (BEI)." *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*. doi: 10.20473/vol2iss201511pp928-942.

Ramadhani, Niko. 2020. "Mengenal 5 Teori Pertumbuhan Ekonomi Menurut Para Ahli." *Akseleran*.

Rehman, Mobeen Ur, Nadia Asghar, and Sang Hoon Kang. 2020. "Do Islamic Indices Provide Diversification to Bitcoin? A Time-Varying Copulas and Value at Risk Application." *Pacific-Basin Finance Journal* 61:101326. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101326>.

Saâdaoui, Foued, Nader Naifar, and Mohamed S. Aldohaiman. 2017. "Predictability and Co-Movement Relationships between Conventional and Islamic Stock Market Indexes: A Multiscale Exploration Using Wavelets." *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications* 482:552–68. doi: <https://doi.org/10.1016/j.physa.2017.04.074>.

Selasi, Dini. 2020. "Dampak Pandemic Diseases Terhadap Perkembangan Pasar Modal Syariah Di Indonesia." *Syntax Literate ; Jurnal Ilmiah Indonesia*. doi: 10.36418/syntax-literate.v5i5.1107.

Setiawan, Budi. 2017. "Perbandingan Kinerja Pasar Modal Syariah Dan Konvensional : Suatu Kajian Empiris Pada Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini*.

- Setiawan, Budi. 2017. "Perbandingan Kinerja Pasar Modal Syariah Dan Konvensional : Suatu Kajian Empiris Pada Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini*.
- Shahzad, Syed Jawad Hussain, Román Ferrer, Laura Ballester, and Zagham Umar. 2017. "Risk Transmission between Islamic and Conventional Stock Markets: A Return and Volatility Spillover Analysis." *International Review of Financial Analysis* 52:9–26. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.04.005>.
- Sikarwar, Ruchika, and Middi Appalaraju. 2018. "The Impact of Stock Market Performance on Economic Growth in India." *Asian Journal of Research in Banking and Finance*. doi: 10.5958/2249-7323.2018.00034.2.
- Smaoui, Houcem, and Hatem Ghouma. 2020. "Sukuk Market Development and Islamic Banks' Capital Ratios." *Research in International Business and Finance* 51:101064. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101064>.
- Smaoui, Houcem, and Salem Nechi. 2017. "Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?" *Research in International Business and Finance* 41:136–47. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>.
- Srairi, Samir. 2019. "Transparency and Bank Risk-Taking in GCC Islamic Banking." *Borsa Istanbul Review* 19:S64–74. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.02.001>.
- Sumanto, Edi. 2006. *ANALISIS PENGARUH PERKEMBANGAN PASAR MODAL TERHADAP PEREKONOMIAN INDONESIA*.
- Sümer, Tuba Pelin, and Süheyla Özylđirim. 2019. "Do Banking Groups Shape the Network Structure? Evidence from Turkish Interbank Market." *International Review of Financial Analysis* 66:101387. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101387>.
- Syafrida, Ida, Indianik Aminah, and Bambang Waluyo. 2014. "Perbandingan Kinerja Instrumen Investasi Berbasis Syariah Dengan Konvensional Di Pasar Modal Indonesia." *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*. doi: 10.15408/aiq.v6i2.1230.

- Uddin, Md Hamid, Sarkar Humayun Kabir, Mohammed Sawkat Hossain, Nor Shaipah Abdul Wahab, and Jia Liu. 2020. "Which Firms Do Prefer Islamic Debt? An Analysis and Evidence from Global Sukuk and Bonds Issuing Firms." *Emerging Markets Review* 44:100712. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100712>.
- Wahida & Rafisah. 2011. "Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis : Malaysia ' s Capital Market." *Global Economy and Finance Journal*.
- Wahyudi, Imam, and Gandhi Anwar Sani. 2014. "Interdependence between Islamic Capital Market and Money Market: Evidence from Indonesia." *Borsa Istanbul Review*. doi: 10.1016/j.bir.2013.11.001.
- Wahyudi, Setyo Tri, and Rihana Sofie Nabella. 2020. "DAMPAK VARIABEL MAKROEKONOMI PADA VOLATILITAS PADA PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA: Pendekatan Model Error Correction." *Buletin Studi Ekonomi*. doi: 10.24843/bse.2020.v25.i02.p04.
- Yahya, Mohd, Mohd Hussin, and Fidlizan Muhammad. 2012. "Development of Sukuk Ijarah in Malaysia." *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*.
- Yaqin, Muhammad Alamul. 2010. "KONTRIBUSI PASAR MODAL SYARIAH TERHADAP PEMBANGUNAN HUKUM PASAR MODAL NASIONAL." *LAW REFORM*. doi: 10.14710/lr.v6i1.12506.
- Zakiah, and Umaruddin Usman. 2019. "Pengaruh Jumlah Uang Beredar , Inflasi Dan Nilai Tukar Terhadap Pendapatan Nasional Di Indonesia Menggunakan Model Dinamis." *Jurnal Ekonomi Regional Unimal*.