

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Identifikasi Masalah

Pertumbuhan ekonomi merupakan suatu acuan yang menentukan seberapa jauh aktivitas perekonomian di masyarakat pada tahun tertentu. Pertumbuhan ekonomi dapat menggambarkan tingkat pertumbuhan *output* yang diproduksi suatu negara sebagai indikator yang mengukur nilai keberhasilan pembangunan ekonominya (Istiyani & Rifda, 2021). Jumlah Produk Domestik Bruto (PDB) suatu negara digunakan untuk mengukur pertumbuhan ekonomi. Perekonomian dikatakan mengalami pertumbuhan apabila tingkat produk domestik bruto pada saat ini lebih tinggi daripada tahun sebelumnya. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi, diantaranya Sumber Daya Alam (SDA), Sumber Daya Manusia (SDM), Investasi, akumulasi modal, teknologi serta faktor-faktor lainnya di luar lingkup ekonomi (Soliyev & Ganiev, 2021). Sementara itu, investasi dan akumulasi modal dikategorikan sebagai faktor pertumbuhan ekonomi yang menjadi perhatian karena dapat mempengaruhi berbagai sektor secara luas serta pengaruhnya signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Kondisi ini sejalan dengan teori Harrod-Domar yang menjelaskan bahwa modal dan investasi menjadi kunci yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi karena dengan modal dan investasi jumlah produksi barang dan jasa meningkat yang berujung pada pendapatan yang lebih besar (Jhingan & Osman, 2014).

Investasi bisa dikelompokkan menjadi investasi pada aset riil dan investasi pada aset finansial. Investasi pada aset finansial dibedakan menjadi investasi langsung dan tidak langsung. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga di perusahaan investasi. Sementara itu, investasi langsung ditandai dengan aktivitas membeli aset keuangan yang dapat diperjualbelikan di pasar modal, pasar uang atau pasar turunan. Pasar keuangan menjadi tempat di mana pihak pencari dana dan pihak yang membutuhkan dana dipertemukan. Pihak yang memiliki kelebihan dana bisa berinvestasi dengan tujuan mendapatkan imbal hasil di masa mendatang, kemudian pihak yang memerlukan dana bisa menggunakan dana tersebut sebagai alternatif pembiayaan untuk menutup

kekurangan dana agar produktivitasnya meningkat. Dengan demikian, investasi pada pasar keuangan memiliki peran yang strategis sebagai sumber pembiayaan kegiatan ekonomi baik bagi pemerintah dan swasta guna meningkatkan produktivitas yang ada dalam perekonomian.

Teori Harrod-Domar menjelaskan peran dari pasar keuangan dalam perekonomian. Menurut teorinya, terdapat hubungan langsung antara besarnya persediaan modal dengan tingkat pertumbuhan ekonomi. Semakin tinggi tingkat persediaan modal, tingkat *output* perekonomian yang dihasilkan juga semakin meningkat. Akumulasi persediaan modal yang besar ini membutuhkan adanya mobilisasi tabungan melalui pasar keuangan sehingga akan menyediakan sumber dana untuk mendukung peningkatan stok modal (investasi). Tabungan yang semakin besar akan berpeluang memberikan dana untuk keperluan investasi sehingga mendorong pertumbuhan ekonomi. Peran pasar keuangan terhadap pertumbuhan ekonomi ini juga diperkuat oleh teori pertumbuhan ekonomi endogen yang menyebutkan bahwa pertumbuhan ekonomi dipengaruhi oleh faktor eksogen seperti pasar keuangan karena terjadinya peningkatan pada investasi dan ukuran modal manusia (Romer, 2011). Teori ini sejalan dengan fakta empiris perkembangan pasar keuangan dalam beberapa dekade terakhir yang terbukti memiliki peran signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Rajan dan Zingales (1998) telah menemukan fakta empiris yang menjelaskan bahwa negara dengan pasar keuangan yang maju mengalami pertumbuhan yang lebih cepat dibandingkan dengan negara yang memiliki pasar keuangan kurang berkembang. Sementara itu, Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1998) juga menemukan bahwa negara dengan sekuritas di pasar keuangan yang aktif dan memiliki ukuran sektor perbankan yang besar mengalami pertumbuhan yang lebih cepat dibandingkan negara dengan pasar keuangan yang kurang aktif dan ukuran sektor perbankan yang relatif kecil.

Secara umum, pasar keuangan dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu pasar uang dan pasar modal (Hammer et al.,2021). Belakangan ini pasar modal sebagai bagian dari pasar keuangan menunjukkan peran penting dalam menjaga serta mempertahankan kestabilan perekonomian. Pada saat ini pasar modal telah menjadi pusat keuangan dunia ekonomi modern. Keadaan pasar modal yang tidak

tanggung maka akan membuat perekonomian tidak dapat eksis dan menyebabkan rendahnya daya saing global serta tidak mampu terorganisir dengan baik (Polia & Seftarita, 2017). Beberapa instrumen keuangan jangka panjang yang diperjualbelikan di pasar modal dapat berupa surat utang (obligasi), ekuitas (saham), reksa dana dan instrumen derivatif lainnya.

Seiring dengan berjalannya waktu dan berkembangnya sektor keuangan, pasar keuangan syariah juga turut mengalami perkembangan karena menggunakan prinsip bagi hasil dan pembagian risiko (Ayub, 2007). Hal ini terbukti dari kenaikan aset keuangan syariah yang mencapai angka USD 2,76 Triliun pada tahun 2020. Keberhasilan industri keuangan syariah ini terjadi setelah periode krisis keuangan Asia tahun 1997 dan disusul oleh krisis keuangan global 2008 yang berawal dari krisis kredit perumahan (*subprime-mortgage*) di Amerika Serikat. Kondisi ini dikuatkan oleh beberapa penelitian yang menjelaskan bahwa selama krisis keuangan global pada tahun 2008, dibandingkan dengan keuangan konvensional, sektor keuangan Islam memiliki risiko yang lebih rendah, kinerja yang lebih baik serta tingkat stabilitas yang lebih tinggi.

Pasar keuangan syariah selain bertujuan untuk memberikan alternatif instrumen investasi yang halal, juga memiliki tujuan yang sama dengan pengembangan pasar keuangan konvensional yaitu untuk mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara (Zarrouk, 2017). Penerbitan instrumen keuangan syariah dapat meningkatkan persediaan modal dan investasi sehingga mendorong produktivitas dalam perekonomian serta memberikan kontribusi bagi perkembangan investor syariah. Beberapa literatur empiris telah menyebutkan bahwa perkembangan perbankan syariah, pasar sukuk dan pasar saham syariah yang merupakan bagian dari sektor keuangan syariah mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Dalam prosesnya, produk atau instrumen dalam pasar keuangan syariah mengalami peningkatan permintaan pasar terutama sukuk atau obligasi syariah.

Peningkatan permintaan terhadap instrumen sukuk atau obligasi syariah ditandai dengan penerbitan sukuk oleh negara-negara penerbit sukuk di Asia setelah krisis keuangan pada tahun 1997. Pada saat itu, perekonomian sangat bergantung pada industri perbankan dan ukuran pasar modal terutama obligasi dan

sukuk masih kecil. Ketergantungan yang tinggi pada industri perbankan membuat ekonomi negara Asia rentan terhadap krisis keuangan. Fenomena gagal bayar pembiayaan jangka pendek oleh bank untuk kebutuhan investasi menyebabkan mata uang terdepresiasi dan meningkatkan beban utang korporasi serta perbankan. Oleh karena itu, kesadaran untuk mengembangkan alternatif pembiayaan melalui pasar modal menjadi penting diperhatikan. Pasar modal yang terdiversifikasi dapat memberikan peluang pendanaan alternatif bagi Asia dengan basis investor yang lebih luas sehingga mengurangi ketergantungan pada sistem perbankan (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004).

Sebelum munculnya pasar modal, sebagian besar ekonomi Asia menghadapi arus keluar modal asing (*foreign capital outflow*) karena ketidakpastian investasi dan kepercayaan investor pada pasar keuangan yang memburuk (Ali et al., 2021). Hal ini membuat sektor korporasi atau perusahaan mengalami kesulitan dalam memanfaatkan sumber daya keuangan berbasis mata uang asing maupun lokal. Selain itu, Ekonomi Asia berada dalam tahap pengembangan koneksi infrastruktur di dalam maupun lintas ekonomi sehingga memerlukan keuangan jangka panjang yang sangat besar. Kebutuhan finansial ini dapat dipenuhi melalui mobilisasi sumber daya modal dengan bantuan pembentukan pasar sukuk dan obligasi (Musa et al., 2020).

Dalam industri keuangan syariah global, sukuk menjadi bagian dari instrumen investasi yang pertumbuhannya paling pesat (Naifar et al., 2017). Sukuk (obligasi syariah) mengalami perkembangan yang pesat sebagai penyumbang aset keuangan islam kedua terbesar setelah perbankan syariah. Sejak krisis keuangan tahun 2008, sukuk memainkan peran yang berpengaruh dalam pasar keuangan dan mendorong investor untuk melihatnya sebagai alternatif jalur pembiayaan yang bagus. Menurut *Accounting And Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI), sukuk diartikan sebagai sertifikat yang mewakili nilai yang sama dan menjadi bukti kepemilikan yang tidak terbagi atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa atas kepemilikan suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu. Di sisi lain, sukuk (obligasi syariah) biasanya dianggap sebagai aset berbasis islam dari sekuritas yang didukung oleh *underlying asset* (aset dasar)

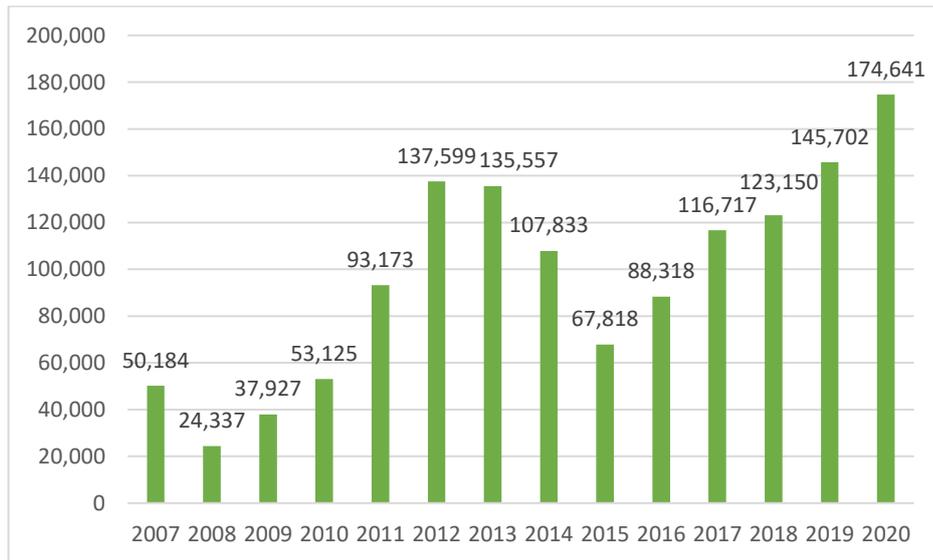
sehingga harus terkait dengan aset, layanan, atau proyek tertentu untuk jangka waktu tertentu (Godlewski, 2011).

Perkembangan sukuk secara garis besar dibagi menjadi empat periode. Periode pertama dimulai sejak tahun 1990 hingga 2001. Selama periode ini, sebagian besar sukuk masih berfokus pada penerbitan sukuk domestik dalam jumlah kecil di Malaysia dengan total penerbitan USD 5,89 miliar. Selanjutnya pada periode kedua, perkembangan sukuk berkisar antara tahun 2002 hingga 2007 yang merupakan periode pertumbuhan sukuk sebelum masa krisis keuangan. Pada periode ini sebanyak 726 sukuk internasional dan domestik diterbitkan dengan total volume penerbitan USD 87,7 miliar. Pada periode ketiga, penerbitan sukuk berkisar dari tahun 2008 hingga 2010 di mana terjadi krisis keuangan global akibat kredit perumahan (*subprime-mortgage*) di Amerika Serikat. Pada masa ini terjadi pertumbuhan sukuk dengan total penerbitan sejumlah 909 sukuk dan volume USD 108,03 miliar karena investor membutuhkan diversifikasi dalam portofolionya selama masa krisis untuk meminimalkan kerugian investasi. Sementara itu, periode terakhir pengembangan sukuk adalah sejak tahun 2011 hingga sekarang (Aman et al., 2022).

Meskipun pasar sukuk telah hadir baik di negara maju maupun negara berkembang, namun fakta menyebutkan bahwa pangsa terbesar penerbitan sukuk justru didominasi oleh negara berkembang seperti Malaysia, Arab Saudi dan Indonesia. Total penerbitan sukuk global baik dalam jangka panjang dan jangka pendek sebesar USD 174,641 miliar pada tahun 2020. Jumlah penerbitan sukuk ini merupakan nilai tertinggi dari penerbitan sukuk tahunan sejak awal penerbitan hingga periode 2020. Penerbitan sukuk global menunjukkan peningkatan sekitar 19,84% atau USD 145,702 miliar pada tahun 2019 menjadi USD 174,641 miliar pada tahun 2020. Meskipun demikian, ukuran penerbitan sukuk ini masih terbilang kecil persentasenya jika dibandingkan dengan obligasi konvensional dengan total penerbitan sebesar USD 64,37 triliun pada tahun 2020. Volume penerbitan sukuk yang stabil selama tahun 2020 terutama disebabkan oleh penerbitan Sukuk negara di kawasan Asia, GCC, Afrika dan negara lainnya. Sementara itu, Malaysia terus menduduki tingkat teratas di pasar sukuk meskipun

pangsa negara seperti Indonesia, Uni Emirat Arab, Arab Saudi dan Turki meningkat dengan volume yang baik (IIFM, 2021).

Gambar 1.1 Total Penerbitan Sukuk Global Periode 2007-2020 (dalam miliar USD)



Sumber : IIFM Sukuk database

Berdasarkan data yang ditampilkan pada gambar 1.1 di atas dapat dilihat bahwa penerbitan sukuk periode 2007-2020 mengalami fluktuasi. Terdapat tiga periode penting yang menjadi perhatian jika fenomena naik turunnya penerbitan sukuk dikaitkan dengan pertumbuhan ekonomi negara penerbit sukuk. Pada periode krisis keuangan global tahun 2008 terjadi penurunan penerbitan sukuk global dan pada saat yang sama pertumbuhan ekonomi negara penerbitan sukuk juga mengalami perlambatan jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Artinya pada saat terjadi penurunan penerbitan sukuk, pertumbuhan ekonomi juga mengalami penurunan di negara penerbit sukuk. Pada periode 2009 dimana penerbitan sukuk sudah mulai mengalami peningkatan kembali, tapi pertumbuhan ekonomi justru semakin menurun yang ditandai dengan pertumbuhan negatif di sebagian besar negara penerbit sukuk. Hal ini disebabkan karena investor mulai melakukan diversifikasi pada portofolio investasinya untuk menghindari kerugian akibat krisis. Kemudian pada tahun 2020 terjadi pandemi covid-19 yang menyebabkan pertumbuhan ekonomi negara di berbagai belahan dunia mengalami

pertumbuhan negatif, tapi penerbitan sukuk global justru mencapai jumlah penerbitan tertinggi sejak awal penerbitannya hingga periode 2020. Kondisi ini memperlihatkan bahwa belum terlihat jelas hubungan antara pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi. Meskipun demikian, perkembangan sukuk global mengalami tren peningkatan positif sepanjang tahun 2016-2020. Hal ini membuktikan bahwa telah terjadi pergeseran ketertarikan investor untuk berinvestasi di sukuk dan menjadi alternatif pembiayaan bagi perusahaan dan sektor lainnya.

Pengembangan pembiayaan sukuk berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi terlihat dari kemampuan sukuk dalam memobilisasi tabungan menjadi pembiayaan jangka panjang bagi debitur sehingga berkontribusi pada pasar modal yang efisien. Oleh karena pendanaan jangka panjang sangat penting dalam meningkatkan produktivitas ekonomi, peran penjatahan modal ini sangat penting terhadap pertumbuhan keuangan. Selain itu, sukuk bersama dengan obligasi dan saham berpengaruh terhadap pendalaman pasar keuangan suatu perekonomian. Pasar sukuk yang berkembang dengan baik ditambah dengan struktur keuangan yang maju dapat mendorong pertumbuhan ekonomi dengan adanya inovasi teknologi dan peningkatan produktivitas tenaga kerja di sektor swasta. Sertifikat sukuk juga didasarkan pada pembagian risiko, artinya penerbit dan investor berbagi risiko investasi dan membagi keuntungan atau kerugian sesuai dengan kesepakatan. Pembagian risiko ini dapat memacu investasi dan meningkatkan pertumbuhan ekonomi (Smaoui & Nechi, 2017).

Terkait dengan literatur, meskipun cukup banyak literatur yang tersedia mengenai obligasi konvensional, namun terdapat perbedaan pada struktur dasar antara obligasi dan sukuk. Secara umum, sukuk berdasarkan pada kontrak berbasis pertukaran atau kemitraan. Sukuk berbasis kemitraan membuat investor berbagi keuntungan proyek dengan emiten, yang mana sangat berbeda dengan obligasi (Boujlil et al., 2020). Oleh karena sifat sukuk yang berbeda dengan obligasi akan menyebabkan investor menanggapi penerbitan sukuk dengan cara yang berbeda serta pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi juga berbeda.

Studi empiris yang menyelidiki hubungan antara pembiayaan sukuk dan pertumbuhan ekonomi masih terbatas dan masih menjadi perdebatan. Di antara penelitian yang mengkaji hubungan antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi dilakukan oleh Ledhem (2022), Tan & Shafi (2021), Yildirim et al. (2020), Sari et al. (2019), Muharam et al. (2019), Fathan & Arundina (2019), Mitsaliyandito & Arundina (2018), Echchabi & Hassanuddeen (2018) dan Smaoui & Nechi (2017). Terdapat juga penelitian sebelumnya yang gagal dalam membuktikan pengaruh perkembangan pasar sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi (Echchabi & Hassanuddeen, 2018). Studi empiris pada negara atau kawasan yang berbeda memperlihatkan hasil yang berbeda antara pengaruh pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, studi empiris yang telah dilakukan sebelumnya belum memberikan bukti konklusif tentang sifat dan arah hubungan sukuk dengan pertumbuhan ekonomi. Masih terdapat perdebatan dari temuan penelitian dan tidak ada konsensus di antara para ekonom tentang sifat hubungan ini. Oleh karena itu, penelitian ini membahas peran pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi dengan mengambil sampel ekonomi penerbit sukuk di kawasan Asia. Pemilihan kawasan Asia karena perkembangan sukuk pertama kali diawali dari kawasan Asia dan negara terkemuka dalam penerbitan sukuk berada di dalam lingkup kawasan Asia.

Penulis tertarik untuk menganalisis hubungan pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi di Asia dalam kerangka model pertumbuhan endogen. Dalam model pertumbuhan ekonomi endogen ini, sukuk merupakan faktor eksogen yang mendorong pertumbuhan ekonomi. Maka judul penelitian ini adalah “Peran pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi: bukti empiris negara penerbit sukuk di Asia” dengan negara penerbit sukuk terpilih meliputi Arab Saudi, Bahrain, Brunei Darussalam, Indonesia, Malaysia, Pakistan dan Uni Emirat Arab dari periode 2007 sampai 2020. Pemilihan negara tersebut berdasarkan ketersediaan data yang ada karena setiap negara tidak memiliki data penerbitan sukuk yang konsisten dan juga karena ketersediaan data ekonomi makro yang dimasukkan ke dalam model lebih sesuai dengan negara-negara tersebut. Selain itu, untuk mengetahui seberapa kuat pengaruh pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi digunakan beberapa variabel kontrol seperti, *Gross Fixed*

Capital Formation (GFCF), perdagangan internasional, dan indeks harga konsumen. Penelitian ini diharapkan dapat mengisi kesenjangan literatur yang telah ada dan memberikan wawasan kepada pembuat kebijakan dan praktisi tentang langkah-langkah yang mungkin diterapkan dalam mengoptimalkan pembiayaan sukuk untuk pertumbuhan ekonomi.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah disajikan, hubungan antara pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi masih menjadi perdebatan. Ada penelitian yang menemukan pengaruh positif antara pembiayaan sukuk dan pertumbuhan ekonomi, namun tidak sedikit yang menemukan hubungan sebaliknya. Terdapat penelitian yang menemukan kondisi bertolak belakang antara pembiayaan sukuk dan pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, rumusan masalah penelitian ini adalah bagaimana pengaruh pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi negara penerbit sukuk di kawasan Asia?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah diatas, maka secara umum tujuan dari penelitian ini adalah menganalisis pengaruh pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi negara penerbit sukuk di kawasan Asia.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah khazanah dan wawasan pembaca terhadap sukuk sebagai alternatif instrumen investasi. Penelitian ini juga dapat dijadikan sebagai bahan referensi untuk penelitian-penelitian selanjutnya dalam menambah literatur akademis.

2. Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada berbagai pihak yang bersinggungan langsung dengan sukuk sehingga dapat menjadi pertimbangan dalam mengambil keputusan. Kajian penelitian ini bisa memberikan

saran dan rekomendasi kebijakan untuk memaksimalkan peran sukuk dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi di negara penerbit sukuk.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang sudah dijelaskan sebelumnya, penulis membatasi penelitian ini pada pengaruh pembiayaan sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi negara penerbit sukuk di kawasan Asia dalam model pertumbuhan ekonomi endogen. Penelitian ini juga akan menguji pengaruh variabel kontrol yang dianggap signifikan pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi. Faktor-faktor tersebut meliputi perdagangan internasional, *Gross Fixed Capital Formation* (GFCF) sebagai proksi investasi dan indeks harga konsumen sebagai proksi faktor inflasi. Penelitian ini menggunakan data tahunan dari periode 2007 sampai 2020.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan ini terbagi menjadi 5 (lima) bab dan beberapa sub bab pendukung pada setiap bab. Berikut uraian sistematika penulisan:

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini meliputi identifikasi masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian dan sistematika penelitian.

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini meliputi tinjauan literatur yang meliputi landasan teori, tinjauan pustaka, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dan hipotesis penelitian.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini meliputi jenis dan sumber data penelitian, definisi operasional variabel, metode analisis data dan uji data.

BAB IV : HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi deskripsi variabel, hasil analisis data dan interpretasi hasil analisis data dari penelitian yang telah dilakukan dengan metode analisis yang digunakan, serta implikasi kebijakan.

BAB V : PENUTUP

Bab ini meliputi kesimpulan dan rekomendasi serta daftar pustaka dan beberapa lampiran penelitian.

