

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal adalah bagian penting dari sistem keuangan negara, berfungsi sebagai wahana intermediasi antara investor dan emiten, baik dari sektor pemerintah maupun swasta. Pasar modal memiliki peran strategis dalam mendorong pertumbuhan dan perkembangan ekonomi nasional karena memungkinkan pengumpulan dana jangka panjang untuk membiayai kegiatan ekonomi produktif. Seiring dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia, pasar modal juga mengalami kemajuan besar dalam hal regulasi, teknologi, emiten, dan investor. Kemajuan ini menunjukkan peningkatan kepercayaan publik terhadap instrumen investasi di pasar keuangan.

Kemunculan dan perkembangan pasar modal syariah merupakan salah satu bentuk perkembangan penting dari pasar modal nasional. Pasar modal syariah Indonesia telah menunjukkan kemajuan yang pesat selama sepuluh tahun terakhir, menyediakan pilihan pembiayaan yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah dan nilai-nilai keberlanjutan. Hal ini sejalan dengan peningkatan kesadaran masyarakat tentang pentingnya investasi yang sesuai syariat dan moral. Sebagaimana dilaporkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), kapitalisasi pasar saham syariah di Indonesia telah mencapai lebih dari Rp1.000 triliun pada tahun 2020. Jumlah emiten yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) juga terus meningkat, menunjukkan pertumbuhan pasar yang semakin kuat dan memiliki potensi untuk memainkan peran yang signifikan dalam pembangunan ekonomi nasional. Data dari Bursa Efek Indonesia (IDX) juga menunjukkan bahwa nilai modal pasar saham syariah telah meningkat dari Rp2.896 triliun pada akhir tahun 2015 menjadi lebih dari Rp4.700 triliun pada akhir 2023. Peningkatan ini mencerminkan minat dan kepercayaan investor yang tinggi di pasar modal syariah sebagai sarana investasi dan modal. Per Mei 2025, kapitalisasi pasar saham syariah melalui ISSI (*Indonesia Sharia Stock Index*) mencapai Rp7.224 triliun atau sekitar

57,9% dari total kapitalisasi pasar Bursa Efek Indonesia (BEI), dan mencerminkan dominasi signifikan dalam perdagangan saham nasional (IDX, 2025). Jumlah investor syariah juga terus meningkat, mencapai 141.000 investor atau tumbuh lebih dari 95% sejak 2019 (OJK, 2024).

Disamping itu, total *outstanding* sukuk atau nilai sukuk yang masih beredar di Indonesia pada tahun 2015 yang mencakup sukuk negara dan sukuk korporasi mencapai sekitar Rp 292,3 triliun (Rp 285,3 triliun dari sukuk negara dan Rp 7 triliun dari sukuk korporasi). Hingga tahun 2024, total *outstanding* sukuk diperkirakan meningkat menjadi sekitar Rp 1.333,5 triliun (Rp 1.300 triliun dari sukuk negara dan Rp 33,5 triliun dari sukuk korporasi). Oleh karena itu, dalam kurun waktu sembilan tahun, total sukuk di Indonesia mengalami pertumbuhan sebesar 356,2%, mencerminkan peningkatan minat dan peran strategis sukuk dalam pembiayaan pembangunan nasional dan pengembangan pasar keuangan syariah. Selain sukuk, obligasi konvensional juga menunjukkan perkembangan yang signifikan dalam kurun waktu 2015–2024 dan berperan penting dalam pembiayaan jangka menengah-panjang di Indonesia. Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan (OJK), nilai *outstanding* obligasi konvensional meningkat dari sekitar Rp 540 triliun pada akhir 2015 menjadi lebih dari Rp 1.450 triliun pada akhir 2024, atau tumbuh lebih dari 168% dalam sembilan tahun terakhir. Obligasi konvensional yang diterbitkan oleh pemerintah maupun korporasi digunakan sebagai sumber pendanaan untuk menutup defisit APBN, membiayai proyek infrastruktur, serta mendukung ekspansi sektor swasta. Instrumen ini diminati oleh investor institusional karena menawarkan imbal hasil yang stabil, tingkat likuiditas yang relatif tinggi, dan risiko yang lebih terukur dibandingkan instrumen pasar modal lainnya. Perkembangan obligasi konvensional yang pesat tersebut menunjukkan bahwa pasar obligasi di Indonesia semakin dalam dan memiliki peran yang tidak kalah penting dibandingkan instrumen syariah seperti sukuk, sehingga relevan untuk dianalisis bersama-sama dalam melihat kontribusinya terhadap pertumbuhan ekonomi nasional.

Meskipun demikian, di balik angka pertumbuhan tersebut, pasar modal syariah Indonesia masih menghadapi sejumlah permasalahan struktural dan tantangan aktual yang perlu segera ditangani agar peran strategisnya terhadap pertumbuhan ekonomi dapat lebih optimal. Salah satu masalah utama adalah rendahnya pengetahuan masyarakat tentang keuangan syariah. Literasi keuangan syariah masih rendah sebesar 43,48% dan inklusi keuangan hanya 12,12% pada tahun 2023, jauh di bawah inklusi keuangan nasional sebesar 85,10% (OJK, 2023). Banyak investor ritel belum memahami secara utuh prinsip dasar syariah dalam investasi, seperti larangan riba, gharar, dan maisir, serta manfaat ekonomi dan sosial dari instrumen seperti sukuk. Hal ini menyebabkan penetrasi pasar modal syariah belum merata di berbagai daerah, khususnya di luar Pulau Jawa. Selanjutnya, keterbatasan diversifikasi produk syariah, khususnya minimnya sukuk korporasi dan produk derivatif berbasis syariah, menyebabkan investor ritel memiliki pilihan instrumen yang terbatas (Republika, 2024). Terakhir, standar pelaporan dan efektivitas ESG (*Environmental, Social, Governance*) dalam pasar syariah masih belum optimal, padahal keuangan syariah idealnya berorientasi pada keberlanjutan dan etika sosial (BI & KNKS, 2022).

Lebih lanjut, masih terbatasnya diversifikasi produk investasi syariah menyebabkan mayoritas pasar masih didominasi oleh saham syariah, sementara produk inovatif seperti *green sukuk*, sukuk berbasis proyek, atau derivatif syariah belum berkembang secara optimal. Hal ini membuat pasar modal syariah cenderung kurang kompetitif dibandingkan pasar modal konvensional dalam menarik investor institusional dan internasional. Permasalahan regulasi dan harmonisasi standar syariah juga turut memengaruhi performa pasar. Meskipun OJK dan DSN-MUI telah mengeluarkan sejumlah pedoman, belum terdapat sistem pengawasan dan pelaporan dampak sosial-lingkungan yang memadai, terutama pada instrumen yang diklaim sebagai berkelanjutan. Ketidaksesuaian antara standar nasional dan internasional (misalnya AAOIFI) juga dapat menghambat masuknya investor global ke pasar syariah domestik. Tak kalah penting, pasar modal syariah juga masih menghadapi tantangan dari sisi resiliensi terhadap krisis dan tekanan global.

Sebagaimana terlihat selama pandemi COVID-19 dan fluktuasi ekonomi pasca 2022, nilai transaksi dan minat investor syariah sempat menurun drastis. Ini menunjukkan bahwa mekanisme mitigasi risiko, transparansi, dan pelaporan pada pasar modal syariah masih perlu diperkuat.

Di tengah berbagai tantangan tersebut, penting untuk mengevaluasi sejauh mana pasar modal syariah benar-benar memberikan kontribusi terhadap indikator makroekonomi yang krusial, salah satunya adalah pertumbuhan ekonomi nasional. Hal ini menjadi semakin relevan mengingat pasar modal, termasuk instrumen-instrumen syariahnya, memiliki potensi sebagai sumber pembiayaan jangka panjang yang dapat mendorong aktivitas ekonomi secara luas. Dengan meningkatnya nilai kapitalisasi saham syariah dan penerbitan sukuk muncul pertanyaan apakah pertumbuhan sektor keuangan syariah tersebut diikuti oleh peningkatan kinerja ekonomi secara keseluruhan. Oleh karena itu, diperlukan pendekatan analitis untuk mengkaji keterkaitan antara perkembangan pasar modal syariah dan laju pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam beberapa tahun terakhir. Menilai hubungan ini tidak hanya berguna dalam konteks akademik, tetapi juga menjadi dasar penting dalam perumusan kebijakan pengembangan keuangan syariah yang lebih strategis dan berdampak nyata.



Grafik 1. 1 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia (2015-2024)

Sumber : Badan Pusat Statistik, 2024

Gambar 1.1 menunjukkan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2015-2024. Pada periode 2015 hingga 2019, pertumbuhan ekonomi berada dalam tren stabil di kisaran 4,9% hingga 5,2%. Namun, pandemi COVID-19 menyebabkan penurunan Produk Domestik Bruto Indonesia (PDB) sebesar 2,1% pada 2020. Kemudian, dari 2021 hingga 2024, Indonesia terus tumbuh pada kisaran 5%.

Salah satu sektor dengan potensi besar untuk membantu mempercepat pertumbuhan ekonomi adalah sektor keuangan, khususnya pasar modal syariah. Sebagai bagian dari sistem keuangan nasional berdasarkan prinsip-prinsip islam, pasar modal syariah bertujuan tidak hanya untuk mencapai manfaat keuangan, tetapi juga untuk pembangunan ekonomi yang etis dan adil. Dengan produk-produk seperti saham syariah dan sukuk, pasar modal syariah dapat memainkan peran penting dalam menyalurkan pendanaan jangka panjang ke sektor aktual, sehingga memfasilitasi peningkatan produksi nasional.

Selain instrumen pasar modal syariah seperti saham syariah dan sukuk, obligasi konvensional juga memainkan peran penting dalam sistem keuangan Indonesia sebagai alternatif pembiayaan jangka menengah dan panjang. Obligasi konvensional merupakan surat utang yang diterbitkan oleh pemerintah maupun korporasi dengan sistem bunga tetap atau mengambang yang tidak didasarkan pada prinsip-prinsip syariah. Instrumen ini telah lama menjadi komponen utama dalam pasar modal Indonesia dan banyak digunakan untuk membiayai defisit APBN, proyek infrastruktur, serta ekspansi sektor swasta. Dari sisi pertumbuhan ekonomi, obligasi konvensional memberikan kontribusi melalui peningkatan likuiditas pasar, efisiensi alokasi dana, serta stabilisasi struktur pembiayaan nasional. Oleh karena itu, penting untuk memasukkan obligasi konvensional dalam analisis bersama instrumen syariah guna membandingkan efektivitas keduanya dalam mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dan inklusif.

Selain variabel-variabel utama yang telah disebutkan sebelumnya, berbagai variabel makroekonomi yang saling terkait, mulai dari konsumsi domestik dan produksi hingga dinamika perdagangan internasional turut memengaruhi

pertumbuhan ekonomi. Keterbukaan perdagangan, yang sering diukur dengan rasio keterbukaan perdagangan adalah salah satu faktor yang banyak dibahas dalam literatur. Rasio keterbukaan perdagangan adalah perbandingan antara semua ekspor dan impor terhadap Produk Domestik Bruto (PDB). Dalam teori pertumbuhan endogen, indikator ini menunjukkan seberapa terhubung suatu perekonomian dengan pasar global. Tingkat keterbukaan perdagangan yang tinggi dianggap dapat mendorong pertumbuhan ekonomi melalui akses teknologi yang lebih luas, peningkatan efisiensi produksi, dan perluasan pasar. Selain itu, lebih banyak integrasi global dapat mempercepat aliran ide dan pengetahuan antara negara. Pada akhirnya, ini akan meningkatkan kapasitas produktif dan daya saing ekonomi setiap negara.

Salah satu ukuran penting untuk mengukur keberhasilan pembangunan suatu negara adalah pertumbuhan ekonominya sendiri. Menurut Jhingan, M.L. (2016), pertumbuhan ekonomi adalah siklus yang melibatkan peningkatan output per kapita dan perubahan signifikan dalam distribusi pendapatan dan struktur ekonomi dalam jangka panjang. Sementara itu, Romer (1990) menyatakan bahwa investasi dalam penelitian dan pengembangan dan akumulasi pengetahuan dan inovasi teknologi yang berkelanjutan adalah kunci pertumbuhan ekonomi. Dalam konteks makroekonomi, tujuan utama untuk mencapai kesejahteraan masyarakat adalah pertumbuhan ekonomi yang stabil dan berkelanjutan. Akibatnya, penting untuk menemukan katalisator pertumbuhan, termasuk dari bidang keuangan seperti pasar modal syariah.

Pasar modal syariah adalah salah satu bagian dari sistem keuangan yang memiliki potensi besar untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Sistem keuangan berbasis syariah, yang berdasarkan prinsip-prinsip islam, seperti larangan bunga (riba), ketidakjelasan (gharar), dan spekulasi berlebihan (maisir), membentuk pasar ini. Antonio (2001) mengatakan pasar modal syariah adalah tempat dimana orang-orang yang membutuhkan dana bertemu dengan orang-orang yang memiliki uang melalui instrumen keuangan yang sesuai dengan syariat islam. Saham syariah, sukuk (obligasi berbasis syariah), dan reksa dana syariah adalah beberapa dari

instrumen tersebut. Pasar modal syariah mencakup semua aktivitas di pasar modal yang mengikuti prinsip-prinsip syariah, termasuk kelembagaan, mekanisme transaksi, dan produk, menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK, 2020).

Berbagai penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa pasar modal syariah memiliki peran yang signifikan dalam mendukung perekonomian. Zulkhibri (2016) menekankan bahwa pasar modal syariah tidak hanya menyediakan alternatif sumber pendanaan, tetapi juga membantu mendorong pertumbuhan sektor riil melalui skema pembiayaan berbasis aset, yang berbeda dari pendekatan sistem keuangan konvensional yang cenderung spekulatif. Rahmawati dan Herianingrum (2019) pun mengemukakan bahwa pasar modal syariah di Indonesia memiliki hubungan positif terhadap pertumbuhan ekonomi, terutama melalui peningkatan aktivitas investasi yang berlandaskan etika. Temuan-temuan ini mengindikasikan bahwa pasar modal syariah berpotensi menjadi motor penggerak pembangunan ekonomi yang berkeadilan dan berkelanjutan, sesuai dengan tujuan maqashid syariah.

Studi-studi ini menghasilkan kesimpulan bahwa terdapat korelasi yang kuat antara keberadaan pasar modal syariah dan pertumbuhan ekonomi. Pasar modal syariah menyediakan mekanisme pembiayaan yang produktif dan etis, dan sektor keuangan yang stabil, menyeluruh, dan berkesinambungan diperlukan untuk pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk memeriksa secara empiris peran pasar modal syariah dalam mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia selama periode 2015 hingga 2024. Tujuan lain dari penelitian ini adalah untuk memperkuat landasan kebijakan untuk kemajuan ekonomi syariah di masa mendatang.

Penelitian-penelitian sebelumnya yang membahas hubungan antara pasar modal syariah dan pertumbuhan ekonomi, baik di Indonesia maupun di berbagai negara lain, umumnya menunjukkan adanya hubungan positif di antara keduanya. Studi yang dilakukan oleh Adewiyah dan Bawono (2023) menemukan bahwa indeks saham syariah dan sukuk memberikan pengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia, yang berarti bahwa peningkatan dalam kedua

instrumen ini dapat mendorong pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan modal untuk perusahaan dan proyek-proyek pembangunan. Namun, reksa dana syariah tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi, yang kemungkinan disebabkan oleh rendahnya minat publik terhadap investasi ini. Selain itu, jumlah uang beredar tidak dapat memoderasi dampak sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi, yang menunjukkan bahwa meskipun jumlah uang beredar tinggi, minat terhadap sukuk tetap terbatas dan tidak meningkatkan dampaknya terhadap perekonomian. Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun instrumen pasar modal syariah memiliki potensi untuk mendukung perekonomian, kesadaran dan keterlibatan publik dalam beberapa instrumen, khususnya reksa dana syariah, masih perlu ditingkatkan.

Namun demikian, tidak semua penelitian menemukan hasil yang sejalan. Studi lain yang dilakukan oleh Amanda dkk. (2021). Jenis penelitian yang digunakan adalah menggunakan jenis penelitian kuantitatif dengan pendekatan asosiatif menunjukkan bahwa indeks saham syariah tidak berdampak positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Peneliti menyimpulkan bahwa meskipun pasar saham syariah berkembang, faktor-faktor lain seperti kebijakan pemerintah dan kondisi ekonomi makro lebih berperan dalam menentukan pertumbuhan ekonomi.

Dengan mempertimbangkan kondisi tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengisi kekosongan kajian dengan memanfaatkan data terbaru hingga tahun 2024. Penelitian ini menggunakan lebih dari satu indikator pasar modal syariah seperti nilai kapitalisasi pasar syariah dan *outstanding* sukuk. Hal ini dilakukan guna memperoleh pemahaman yang lebih menyeluruh mengenai peran pasar modal syariah dalam mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Salah satu tantangan utama dalam penelitian ini adalah masih minimnya kajian yang menempatkan pasar modal syariah sebagai variabel independen yang berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Studi yang telah dipaparkan sebelumnya hanya menyoroti hubungan satu arah atau korelasi sederhana tanpa menggali dinamika hubungan jangka pendek dan panjang secara menyeluruh. Selain itu, penelitian-penelitian tersebut masih menggunakan data tahunan, padahal data kuartalan lebih mampu menangkap fluktuasi pasar serta merespons gejolak ekonomi di Indonesia.

Lebih lanjut, studi yang meneliti periode terbaru, yakni tahun 2015 hingga 2024, masih terbatas. Namun, selama periode ini, pasar modal syariah mengalami berbagai transformasi, termasuk perubahan regulasi, pengembangan insentif, dan peningkatan investor ritel. Oleh karena itu, penelitian ini sangat penting untuk mengetahui secara empiris seberapa besar kontribusi pasar modal syariah terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Kajian ini juga diharapkan dapat menjadi dasar untuk membuat kebijakan dan strategi pengembangan pasar modal syariah yang lebih baik untuk mendukung pembangunan ekonomi berkelanjutan secara optimal.

Meskipun telah banyak studi yang mengisyaratkan adanya keterkaitan antara pasar modal syariah dan pertumbuhan ekonomi, analisis empiris yang secara spesifik menilai pengaruh pasar modal syariah terhadap perekonomian Indonesia masih relatif terbatas. Sebagian besar penelitian masih menggeneralisasi pasar modal tanpa menyoroti secara khusus karakteristik pasar modal syariah yang berbasis etika dan prinsip keberlanjutan. Oleh karena itu, penelitian ini hadir untuk menjawab kesenjangan tersebut melalui pendekatan *time series* dengan rentang waktu 2015-2024.

Kajian ini sangat penting karena pasar modal syariah memiliki kapasitas untuk berfungsi sebagai pendorong utama pertumbuhan ekonomi yang inklusif dan berkelanjutan di Indonesia. Sejalan dengan tren global yang mengedepankan prinsip-prinsip *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dalam praktik investasi, pasar modal syariah memiliki potensi keuntungan ekonomi yang signifikan. Selain itu, pasar modal syariah menawarkan pilihan pembiayaan yang

didasarkan pada prinsip-prinsip moral islam. Oleh karena itu, memahami lebih lanjut tentang bagaimana pasar modal syariah berinteraksi dengan faktor makroekonomi dan bagaimana faktor-faktor ini memengaruhi pertumbuhan ekonomi sangat penting untuk membangun kebijakan ekonomi yang lebih inklusif dan berkelanjutan di masa depan.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan, rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana hubungan jangka pendek dan jangka panjang pasar modal syariah (Kapitalisasi Saham Syariah) dan Obligasi (sukuk dan obligasi konvensional) terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia?
2. Apakah variabel kontrol (eksogen) yaitu rasio perdagangan dapat memengaruhi pertumbuhan ekonomi Indonesia dan pasar modal syariah di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Menganalisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara pasar modal syariah dan obligasi terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia dari tahun 2015 hingga 2024.
2. Menganalisis pengaruh variabel kontrol (ratio perdagangan) terhadap pertumbuhan ekonomi dan pasar modal syariah di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis: Penelitian ini bertujuan untuk memperkaya penelitian tentang hubungan antara pasar modal syariah dan pertumbuhan ekonomi, khususnya yang berkaitan dengan Indonesia. Dengan demikian, tujuan dari

penelitian ini adalah untuk mengisi celah penelitian saat ini dan memberikan wawasan baru tentang peran pasar modal syariah dalam pembangunan ekonomi.

2. Manfaat Praktis: Penelitian ini memberikan informasi yang bermanfaat bagi pembuat kebijakan, regulator, serta pelaku pasar dalam mengoptimalkan pasar modal syariah sebagai instrumen keuangan yang berkelanjutan dan inklusif. Selain itu, hasil penelitian dapat menjadi referensi dalam merumuskan kebijakan ekonomi yang mendukung pengembangan sektor pasar modal syariah di Indonesia.
3. Manfaat Sosial: Penelitian ini dapat memberikan pemahaman kepada masyarakat tentang kemungkinan pasar modal syariah sebagai metode investasi yang dapat menghasilkan keuntungan finansial serta meningkatkan keberlanjutan ekonomi secara lebih luas.

