

**Analisis Pengaruh Financial Risk Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk di Indonesia Tahun 2012-2023**

**Naufal Alwan Athallah<sup>1\*</sup>, Farida Rahmawati<sup>2</sup>**

<sup>1,2</sup> Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Malang

\*Email korespondensi: [naufal.alwan.1904326@students.um.ac.id](mailto:naufal.alwan.1904326@students.um.ac.id)

**Abstract**

*This study aims to evaluate the impact of financial risks such as exchange rates, foreign debt, debt service ratio, current account, and international liquidity on the development of the sukuk market in Indonesia both in the short and long term. The data used for this study comes from Bank Indonesia and International Monetary Fund data during 2012 Q1-2023 Q4. The results of the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model show that in the short term, the exchange rate and international liquidity have a negative and significant influence on the development of state sharia securities. While the debt service ratio and current account have a positive and significant influence on the development of state sharia securities. In the long run, the exchange rate has a negative and significant influence, foreign debt and debt service ratio have a negative and insignificant influence, while the current account has a positive and significant influence on the development of Islamic securities. On the other hand, international liquidity has a positive and insignificant influence on the development of state Islamic securities.*

**Keywords:** Sukuk Market, Financial Risk, ARDL Model

**Saran sitasi:** Athallah, N. A., & Rahmawati, F. (2024). Analisis Pengaruh Financial Risk Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk di Indonesia Tahun 2012-2023. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10(03), 2563-2579. Doi: <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i3.14539>

**DOI:** <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i3.14539>

**1. PENDAHULUAN**

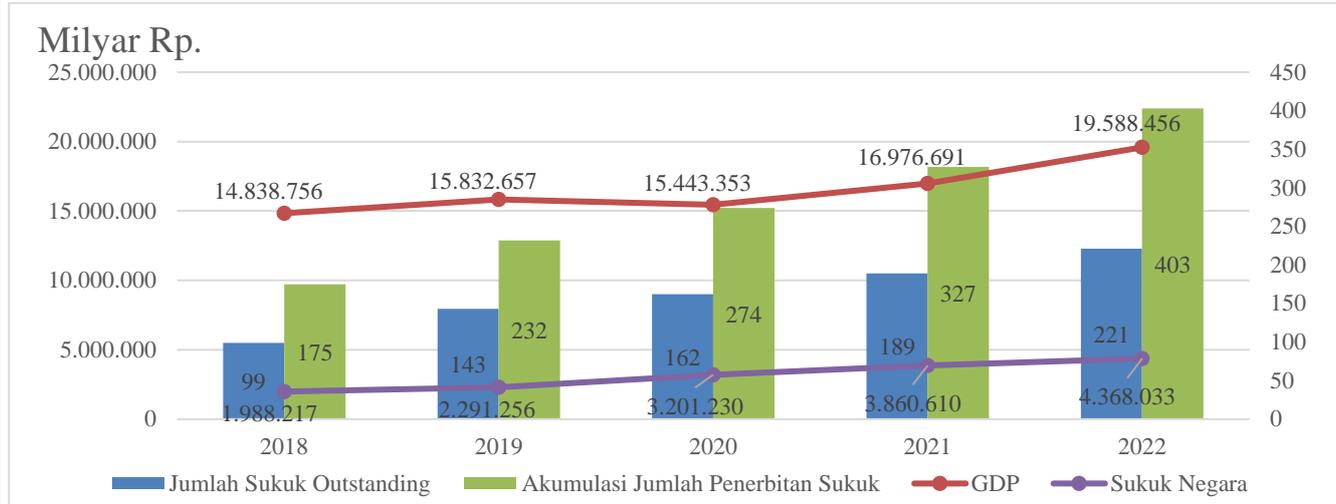
Indonesia termasuk negara berkembang yang menerapkan pembangunan berkelanjutan pada berbagai sektor strategis guna mencapai target pertumbuhan ekonomi. Selain itu, menurut *Global Islamic Finance Report 2018*, Indonesia memiliki kesempatan yang sangat besar untuk mengembangkan keuangan syariah. Dengan jumlah populasi Islam terbesar di dunia, bonus demografi, dan penetrasi keuangan Islam yang masih rendah menjadikan Indonesia memiliki potensi dalam mengembangkan keuangan syariah (Latifah, 2020), (Affandi et., 2023). Potensi keuangan syariah dapat berkontribusi secara signifikan untuk meningkatkan inklusi keuangan yang lebih luas, didukung oleh instrumen keuangan syariah seperti perbankan, pasar modal, dan asuransi syariah (IMF, 2015). Sistem di pasar keuangan syariah merupakan pilihan dari sistem keuangan konvensional yang memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi. Selain itu, pasar keuangan syariah memberikan lebih banyak kesempatan bagi perusahaan untuk memajukan bisnisnya dengan melindungi semua

pihak dari ketidakadilan dalam transaksi, penipuan dan eksploitasi (Muharam et al., 2019).

Sukuk sebagai instrumen keuangan Islam yang mendorong roda perekonomian global, sehingga dalam lima tahun terakhir mengalami pertumbuhan yang signifikan (IIFM., 2021). Perkembangan pasar sukuk mengalami peningkatan setelah terjadi krisis keuangan dunia pada tahun 2008 yang terbukti tidak terpengaruh oleh krisis tersebut. Pasar sukuk memainkan peran dengan mengungguli sektor perbankan syariah sebagai sektor industri jasa keuangan syariah yang tumbuh paling cepat dengan pertumbuhan tahunan sekitar 20% selama 2008-2014 (Capital & Advisors, 2021), (Smaoui & Nechi, 2017). *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) menyatakan bahwasanya sukuk didefinisikan sebagai sertifikat yang bernilai sama menunjukkan bukti bagian hak milik yang terpecah dalam aset berwujud, barang dan jasa, serta hak milik atas kegiatan ataupun proyek investasi tertentu. Selain itu, sukuk sering dianggap sebagai aset berbasis syariah daripada efek beragun aset karena penerimaan nilai sukuk, penutupan

pemesanan, dan pengeluaran dana yang dihasilkan diperuntukkan untuk penerbitan sukuk (J. Godlewski, 2011). Sebagai instrumen investasi, sukuk berpotensi besar untuk mendorong inklusi keuangan lebih luas dengan mendukung pembiayaan aset dan fitur

berbagai risiko. Selain itu, larangan melakukan spekulasi dalam proyeknya yang dapat mempengaruhi risiko sistematis perusahaan seperti risiko likuiditas, risiko syariah, risiko pasar, risiko kredit, dan risiko pengembalian (Mseddi, 2023).



**Gambar 1. Pertumbuhan Pasar Sukuk di Indonesia Pada Tahun 2018-2022**

Di Indonesia, pasar sukuk mengalami perkembangan yang signifikan, dapat dilihat pada Gambar 1 bahwa selama periode tahun 2018 hingga 2022, dimana jumlah sukuk outstanding di Indonesia meningkat setiap tahun seiring dengan pertumbuhan ekonominya (Otoritas Jasa Keuangan, 2022). Selain itu, nilai sukuk juga mengalami peningkatan seiring dengan peningkatan jumlah sukuk outstanding. Meskipun pada tahun 2020 terjadi sedikit penurunan pertumbuhan ekonomi akibat resesi yang dipicu oleh pandemi Covid-19, penerbitan sukuk global dalam jangka pendek pada tahun 2020 tetap mencatatkan pertumbuhan mengesankan sebesar 41,84% menjadi 56,741 miliar dolar AS dibandingkan tahun 2019 yakni senilai 40,003 miliar dolar AS meski dilanda wabah Covid-19 (IIFM., 2021). Hal ini, menunjukkan bahwa sukuk semakin diminati sebagai sumber pendanaan untuk pembangunan ekonomi dan pengembangan perusahaan, serta meningkatkan minat masyarakat terhadap sukuk sebagai instrumen investasi berbasis syariah.

Semakin banyak sukuk yang masih diterbitkan di pasar sukuk Indonesia mengindikasikan bahwa sukuk mempunyai potensi yang sangat baik untuk menghasilkan pendanaan yang inovatif untuk beberapa rencana strategis termasuk pembangunan ekonomi hijau dan keuangan hijau (Boukhatem, 2022). Dengan demikian, pasar sukuk dapat berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi dan mendukung produk domestik bruto (PDB) pada suatu negara

(Tariq & Dar, 2007). Menurut Boukhatem (2022) menjelaskan bahwa faktor utama yang mendorong pertumbuhan pasar sukuk Arab Saudi adalah stabilitas pembayaran utang, stabilitas utang luar negeri, dan stabilitas nilai tukar. Sebaliknya, riset yang dilakukan oleh Smaoui dan Khawaja (2017) menemukan bahwa faktor keuangan, struktural, dan kelembagaan memiliki kontribusi yang cukup signifikan untuk pertumbuhan pasar sukuk. Hal tersebut didukung dengan adanya variabel-variabel makro ekonomi sebagai pendukung perkembangan pasar sukuk global. Menurut penelitian lain yang dilakukan oleh Al-Raeai et al. (2019) menjelaskan bahwa pertumbuhan pasar sukuk di berbagai negara GCC (*Gulf Cooperation Council*), sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor makroekonomi.

*Financial risk* (risiko keuangan) adalah kondisi dimana suatu bisnis tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran utang atau gagal bayar yang diinvestasikan dalam perusahaan. Hal ini mengakibatkan lebih banyak besar utang yang dimiliki perusahaan, maka akan lebih besar kemungkinan potensi risiko finansial. Risiko finansial terjadi karena ketidakstabilan dan terjadi kerugian di pasar keuangan yang disebabkan oleh pergerakan harga saham, suku bunga, mata uang, dan lainnya (Darmawan, 2022:11-21). Risiko dapat dibedakan menjadi risiko keuangan dan risiko bisnis. Sedangkan pada risiko bisnis sangat terkait dengan bisnis perusahaan, namun risiko keuangan muncul dari

kemungkinan terjadinya kerugian di pasar keuangan yang disebabkan adanya pergerakan variabel-variabel keuangan (Khan, T. & Ahmed, 2001). Menurut Alswaidan et al. (2017) dan Hasan et al. (2019) memberi pernyataan bahwasanya manajemen risiko sangat penting dalam keuangan Islam, oleh karena itu tindakan pencegahan dengan kehati-hatian harus diambil untuk mengurangi risiko karena tidak dapat dihindari. Risiko-risiko ini secara khas terkait dengan larangan transaksi keuangan berbasis hutang dan pembagian keuntungan serta kerugian dalam keuangan Islam. Sehingga dalam mencapai perkembangan pasar sukuk yang berkelanjutan, pengelolaan risiko yang efisien terhadap struktur sukuk menjadi sangat penting.

Menurut Suciningtias (2019), terdapat hubungan antara variabel makroekonomi seperti perubahan harga emas, minyak dunia, bunga, inflasi, serta nilai tukar dengan kinerja sukuk. Penelitian tersebut memperlihatkan secara kinerja dalam jangka panjang sukuk berpengaruh terhadap harga emas, inflasi dan perubahan nilai tukar. Sedangkan kinerja jangka pendek dipengaruhi oleh kinerja masa lalu seperti harga emas dan nilai tukar. Namun, baik kinerja dalam waktu jangka panjang ataupun pendek sukuk tidak ditemukan mempunyai korelasi yang signifikan dengan harga minyak mentah dalam penelitian ini. Hasil temuan penelitian berbeda oleh Pratama dan Pimada (2022) menemukan bahwa sukuk korporasi dipengaruhi oleh variabel-variabel makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, serta inflasi. Inflasi berdampak negatif atas sukuk korporasi baik dalam waktu jangka pendek serta jangka panjang. Sementara, variabel nilai tukar serta pertumbuhan ekonomi tidak berdampak terhadap sukuk korporasi dalam waktu jangka pendek, namun berdampak dalam jangka panjang.

Sehingga, menurut latar belakang yang telah disebutkan diatas perlu adanya pengkajian mengenai keterkaitan risiko keuangan (*Financial Risk*) di pasar sukuk Indonesia. Untuk itu, peneliti ingin mengkaji lebih lanjut dengan judul “**Analisis Pengaruh Financial Risk Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk di Indonesia Tahun 2012-2023**”.

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1. *Signalling Theory*

*Signalling Theory* atau yang bisa disebut sebagai teori sinyal untuk awal mula dibuat oleh Ross pada tahun 1997, menjelaskan bahwa jika manajer

perusahaan memiliki informasi yang lebih baik tentang suatu perusahaan dalam meningkatkan harga saham perusahaan mereka cenderung menyebarkan informasi tersebut kepada calon investor. Teori ini menunjukkan pentingnya laporan keuangan oleh pihak investor. Manajemen perusahaan menyajikan berbagai informasi sebagai sinyal bagi investor untuk menentukan investasi. Informasi ini sangat krusial bagi investor dan pelaku bisnis karena menyajikan laporan tentang status perusahaan baik pada waktu kedepannya, masa kini, ataupun pada masa lampau. Teori sinyal merupakan konsep yang digunakan untuk memahami bagaimana manajemen mengkomunikasikan informasi, dimana keputusan investor dapat mempengaruhi keputusan mengenai kondisi perusahaan (Brigham & Houston, 2014:184).

Teori signal dibangun berdasarkan konsep adanya informasi asimetris antara manajemen (*well-informed*) dan pemegang saham (*poo-informed*). Teori ini menyatakan bahwa ketika suatu perusahaan mempunyai kabar baik (seperti peningkatan nilai perusahaan), manajemen mengkomunikasikan informasi tersebut kepada investor atau pemegang saham. Namun, investor mungkin tidak mempercayai informasi tersebut dikarenakan mereka menganggap manajer memiliki kepentingan pribadi (*interest party*). Oleh karena itu, perusahaan dengan nilai tinggi akan memberikan sinyal melalui kebijakan keuangan, sedangkan dengan perusahaan dengan nilai rendah akan memberikan sinyal. Menyediakan informasi keuangan yang terpercaya kepada pihak investor adalah salah satu cara untuk mengatasi ketidakpastian mengenai prospek masa depan perusahaan, sehingga mengurangi informasi asimetris (Wolk et al., 2001).

Dalam teori sinyal berfokus pada bagaimana informasi yang disampaikan oleh perusahaan dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi dari pihak eksternal (investor). Menurut Jogiyanto (2014:392) mengemukakan bahwa informasi yang dirilis perusahaan melalui publikasi akan memberikan petunjuk kepada investor dalam membuat keputusan investasi. Ketika manajemen memberikan informasi untuk mendorong investasi di perusahaan dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan di masa depan. Kondisi ideal yang diharapkan oleh investor (pihak principal) adalah informasi yang akurat atau simetris dari manajemen perusahaan (pihak agen). Informasi atau sinyal yang baik dari manajemen akan berdampak pada profitabilitas perusahaan di masa mendatang.

## 2.2. Surat Berharga Syariah Negara

*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) menyatakan bahwasanya sukuk didefinisikan sebagai sertifikat bernilai setara yang menunjukkan hak milik atas aset tertentu yang terpecah dalam aset berwujud, barang dan jasa, serta aset yang terlibat dalam kegiatan ataupun proyek investasi (J. Godlewski, 2011). Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No 32/DSN-MUI/IX/2002, sukuk merupakan surat berharga yang memiliki termin waktu panjang yang diterbitkan oleh emiten berlandaskan berbagai asas syariah dengan tujuan untuk membayar *margin, fee* dan bagi hasil kepada pemegang sukuk serta untuk mengembalikan dana pada waktu yang sudah ditentukan (Dewan Syariah Nasional, 2003:200).

Indonesia mengeluarkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) untuk pembiayaan dan perluasan wilayah investasi, sumber-sumber pembiayaan dan memastikan pengelolaan pembiayaan barang milik negara (Heykal, 2012:119). Menurut UU Nomor 19 tahun 2008, berbunyi bahwa surat berharga negara (SBN) atau sukuk negara yang dikeluarkan oleh pemerintah berdasarkan prinsip syariah berfungsi sebagai bukti penyertaan aset sukuk negara terdiri dari valuta asing dan mata uang rupiah, dimana aset SBSN merupakan barang milik negara (BMN).

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah instrumen keuangan syariah yang berbentuk bukti ataupun sertifikat kepemilikan dengan nilai yang sama serta merupakan bagian yang tidak terbagi dari aset sebagai dasar. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam penerbitannya membutuhkan adanya aset acun (*underlying asset*) atau setidaknya sebanyak aset tertentu sebagai dasar penerbitan instrumen investasi. Selain itu, tidak ada transaksi riil yang mendasari penerbitan sukuk, maka surat berharga syariah negara bukanlah instrumen utang tanpa adanya *underlying asset* (Normasyhuri et al., 2022).

## 2.3. Nilai Tukar

Sukirno (2004) menyatakan bahwasanya nilai tukar adalah nilai atau harga dari mata uang suatu negara terhadap mata uang negara yang berbeda. Nilai tukar terbagi atas dua jenis yakni nilai tukar riil serta nilai tukar nominal. Nilai tukar riil (*real exchange rate*) adalah harga relatif untuk menukar jasa ataupun barang dari suatu negara ke dengan negara lain. Sementara itu, nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*) adalah harga relatif guna mengkonversi mata

uang suatu negara dengan valuta asing atau disebut *term of trade* (Mankiw, 2006).

Nilai tukar sangat krusial dalam perekonomian terbuka karena mempunyai dampak signifikan terhadap transaksi berjalan dan variabel makroekonomi lainnya. Terdapat dua pendekatan pada nilai tukar mata uang, yakni pendekatan pasar serta pendekatan moneter. Pendekatan moneter adalah harga mata uang asing dibandingkan dengan mata uang domestik yang dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran uang. Dan pendekatan pasar adalah pendekatan yang dilakukan untuk mempertahankan kestabilan nilai tukar, dimana di pasar valuta asing pada waktu tertentu bank sentral dapat melakukan intervensi (Kasmir, 2014).

Perhitungan nilai tukar riil dilakukan dengan mengalikan rasio nilai tukar nominal dengan (CPI) AS dibandingkan dengan CPI Indonesia (Krugman et al., 2005) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$e_r = e \times \frac{P^*}{P}$$

Dimana:

$e_r$  = Nilai tukar riil

$e$  = Nilai tukar nominal

$P^*$  = Tingkat harga di luar negeri

$P$  = Tingkat harga di dalam negeri

Harga barang dan biaya produksi perusahaan akan dipengaruhi oleh tingkat harga nilai tukar. Penguatan nilai tukar mampu menurunkan pembiayaan bahan baku yang diproduksi oleh perusahaan, terutama perusahaan yang memproduksi barang dengan bahan baku impor. Kemudian, ketika nilai tukar meningkat atas mata uang asing dapat menyebabkan harga barang yang diekspor akan lebih tinggi daripada dengan negara lain, maka permintaan produk ekspor menjadi menurun. Hal tersebut berpengaruh terhadap penurunan investasi pada sukuk korporasi di Indonesia. Selain itu, tingkat harga nilai tukar berdampak pada perusahaan yang menggunakan produk impor sebagai bahan baku produksinya, karena perubahan nilai tukar akan berdampak pada kenaikan biaya yang dibayarkan oleh perusahaan yang menggunakan produk impor sebagai bahan baku produksinya serta tidak akan menerbitkan sukuk dikarenakan akan menambah beban melalui pemberian bagi hasil kepada investor (Pratama & Pimada, 2022).

## 2.4. Utang Luar Negeri

Utang luar negeri didefinisikan sebagai sejumlah modal yang dipinjamkan oleh suatu negara yang

berasal dari kreditor di luar negeri seperti bank swasta asing, pemerintah negara lain, atau lembaga keuangan internasional, contohnya *International Monetary Fund* (IMF), *Asian Development Bank* (ADB) serta berbagai lembaga yang lain. Pihak swasta, pemerintah, serta bank sentral termasuk pada penerima pinjaman utang luar negeri. Pelunasan pinjaman utang luar negeri meliputi pelunasan pinjaman jangka pendek dan pelunasan jangka panjang (Masri, 2021). Menurut Basri (2000:127) utang luar negeri adalah suatu bentuk bantuan serta program yang diterima dari negara lain dalam rangka memperoleh pendanaan yang digunakan untuk menambah investasi dan mendukung pertumbuhan ekonomi.

Pengelolaan utang luar negeri yang efisien dimanfaatkan untuk menangani ketimpangan simpanan atau investasi serta kekurangan neraca pembayaran, sehingga dapat memudahkan negara berkembang dalam menjalankan pembangunan secara mandiri. Faktor perekonomian yang kurang stabil di negara berkembang seringkali mendorong negara untuk memanfaatkan utang luar negeri sebagai sumber pembiayaan. Dari sisi neraca pembayaran, utang luar negeri dapat mengatasi ketimpangan antara ekspor dan impor, dengan demikian dapat menekan jumlah cadangan devisa. Penurunan jumlah cadangan nasional mengindikasikan adanya defisit, sehingga pemerintah menggunakan kebijakan utang luar negeri untuk menyelesaikan ketidakseimbangan impor dalam neraca pembayaran (Boediono, 2000).

## 2.5. Debt Service Ratio

*Debt Service Ratio* (Rasio Pembayaran Utang) adalah indikator yang menghitung rasio beban utang suatu negara dengan membandingkan pembayaran bunga utang luar negeri dan cicilan pembayaran pokok kepada pendapatan transaksi berjalan (Bank Indonesia, 2015). Perhitungan DSR terdiri dari dua tingkat yaitu: tingkat 1 mencakup jumlah pembayaran utang luar negeri dalam bentuk cicilan kewajiban pokok serta pembayaran bunga mengenai utang dalam jangka panjang maupun dalam jangka pendek, pada tingkat 2 mencakup total pembayaran utang luar negeri dalam bentuk cicilan kewajiban pokok serta pembayaran bunga mengenai utang terkait investasi langsung serta pinjaman dan utang dagang kepada perusahaan yang tidak terafiliasi (Bank Indonesia, 2015).

Perbandingan pembayaran atas bunga serta cicilan atas utang terhadap penerimaan ekspor dapat dijelaskan sebagai berikut (Anton Hermanto dan Karya Budiana, 1985).

$$DSR = \frac{Dt}{X} \cdot 100\% > 20\%$$

Keterangan:

DSR = *Debt Service Ratio*

Dt = Bunga dan cicilan

X = Nilai ekspor

20% = Batas Bahaya

Menurut Eka Budianti (2010) *Debt Service Ratio* adalah rasio yang menentukan besarnya penerimaan yang dibutuhkan setiap tahunnya untuk melunasi keseluruhan utang, meskipun cenderung mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keadaan Indonesia dalam keadaan stabil meskipun terdapat kewajiban membayar utang karena pemerintah masih dapat memenuhi beban pembayaran utang dengan penerimaan yang diperoleh.

Batas aman *debt service ratio* adalah lebih kecil dari 20%, hal ini disebabkan apabila semakin rendah nilai DSR (*debt service ratio*) berarti akan semakin besar kesanggupan suatu negara untuk membayar utang. Besarnya cicilan pembayaran bunga atas utang luar negeri dipengaruhi oleh beberapa faktor yakni: tingkat suku bunga, tingkat inflasi, dan tingkat posisi utang. Biasanya, semakin tinggi posisi utang atau semakin tinggi suku bunga pinjaman, maka beban bunga yang harus dibayarkan akan semakin tinggi. Sementara itu, inflasi yang lebih tinggi akan mengurangi nilai riil dari kewajiban pembayaran utang (institute for Fiscal Studies, 2015).

## 2.6. Current Account

Transaksi berjalan (*current account*) adalah laporan seluruh transaksi barang dan jasa antar negara lain di seluruh dunia. Transaksi berjalan mencakup tiga kategori utama, yaitu: pertama, selisih antara nilai barang dan jasa yang diekspor dengan dengan yang diimpor, kedua pendapatan dari investasi di luar negeri dikurangi pendapatan yang dibayarkan oleh investor asing untuk investasi mereka. Ketiga, bantuan asing atau transfer lain yang diterima dari pihak asing mengurangi bantuan atau transfer lain yang diberikan kepada orang asing (Muelgini et al., 2020). Menurut Todaro (2011:568) transaksi berjalan (*current account*) adalah sebagian dari saldo neraca pembayaran yang menjelaskan nilai pasar negara (*market value*) “yang terlihat” seperti komoditas

perdagangan dan “yang tidak terlihat” seperti jasa pengiriman atas ekspor dan impor.

Menurut Bank Indonesia (2010), transaksi berjalan (current account) adalah sebuah ukuran pendapatan dan pengeluaran Indonesia termasuk transaksi barang dan jasa (*good and service*), transfer berjalan (*current transfer*) dan pendapatan (*income*) dengan bukan penduduk. Salah satu bagian dari neraca pembayaran (*balance of trade*) adalah neraca transaksi berjalan yang mencakup pembayaran jangka pendek (mencatat transaksi ekspor impor dari barang dan jasa), sebagai berikut:

1. Jasa serta barang yang diekspor sebagai kredit, sedangkan impor sebagai debit
2. Pendapatan Investasi bersih (*Net investment income*), termasuk komponen pembayaran bunga dan dividen diperlakukan sebagai jasa karena merupakan pembayaran untuk penggunaan atas modal.
3. Transfer bersih sepihak (*Net transfer unilateral*), mencakup bantuan luar negeri dan pembayaran lain yang dilakukan antara pemerintah dan sektor swasta (Purnamahadi, 2014).

### **2.7. International Liquidity**

Menurut Hery (2015:55) dan Munawir (2007) likuiditas adalah kemampuan suatu bisnis dalam melunasi kewajiban keuangan dan utang dalam jangka pendek. Tingkat likuiditas perusahaan dapat diperoleh dengan menghitung hubungan antara kewajiban lancar dan aset lancar. Selain itu, likuiditas mencerminkan kapasitas perusahaan atau bisnis untuk memenuhi kewajiban dalam jangka pendek, yang mana pada gilirannya dapat membantu perusahaan membagikan dividen kepada investor dan menarik pihak eksternal untuk menginvestasikan dananya kepada perusahaan.

Likuiditas internasional (*International Liquidity*) adalah salah satu komponen keuangan yang mengukur kesanggupan suatu negara untuk memenuhi kebutuhan pembayaran internasional dalam jangka pendek, di bidang perdagangan maupun keuangan. Likuiditas internasional mengindikasikan bahwa investasi sukuk yang masih beredar di Indonesia mempunyai penilaian yang akurat. Pertumbuhan pasar sukuk di Indonesia secara signifikan dipengaruhi oleh tingkat likuiditas internasional (Alqurnia et al., 2023). Kemudian likuiditas internasional merupakan sumber daya bagi otoritas moneter nasional untuk membiayai

potensi defisit neraca pembayaran. Hal ini termasuk kepemilikan aset atau kemampuan untuk meminjam secara internasional. Kepemilikan emas dan valuta asing yang dapat dikonversi merupakan bagian dari likuiditas internasional.

### **2.8. Hubungan Antar Variabel**

#### **Hubungan Nilai Tukar dengan Perkembangan Pasar Sukuk**

Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi & Shofawati (2020) menjelaskan bahwa nilai tukar memiliki dampak dengan arah positif serta signifikan atas total emisi sukuk korporasi di Indonesia. Nilai tukar terhadap dolar AS meningkatkan permintaan barang ekspor yang mendorong perusahaan untuk menerbitkan lebih banyak sukuk sebagai sumber modal. Dengan meningkatnya profitabilitas akibat nilai tukar yang menguat, pembagian hasil investor menjadi lebih ringan bagi perusahaan. Namun, menurut Ardiansyah & Lubis (2018)) didapati temuan yang berbeda yang menyatakan bahwasanya nilai tukar memiliki dampak dengan arah negatif serta signifikan terhadap pasar sukuk di Indonesia.

H1: Nilai tukar memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk

#### **Hubungan Utang Luar Negeri dengan Perkembangan Pasar Sukuk**

Berdasarkan hasil penelitian oleh Boukhatem (2022) menunjukkan bahwasanya utang luar negeri mempunyai dampak secara signifikan serta positif atas perkembangan pasar sukuk di Arab Saudi. Secara teori, utang luar negeri diperlukan untuk menutupi tiga defisit utama: defisit transaksi berjalan, defisit anggaran, serta kesenjangan investasi tabungan. Kemudian, utang luar negeri sangat sensitif terhadap fluktuasi nilai tukar. Ketika semakin besar volatilitas nilai tukar, maka semakin kecil utang luar negeri. Utang luar negeri adalah komponen penting yang mendasari pemerintah untuk menerbitkan lebih banyak sukuk untuk membiayai defisit. Menurut Khair & Rusydi (2016) utang luar negeri memberi dampak dengan arah positif serta signifikan atas Produk Domestik Bruto. Utang luar negeri dapat menunjang pembangunan ekonomi di Indonesia dengan melengkapi kekurangan sumber daya seperti devisa atau tabungan domestik.

H2: Utang luar negeri memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk.

### Hubungan Debt Service Ratio dengan Perkembangan Pasar Sukuk

Menurut temuan studi yang dijalankan oleh Aziz et al (2022) menjelaskan bahwasanya *debt service ratio* memberi dampak dengan arah negatif serta signifikan atas pertumbuhan pasar sukuk di Malaysia. Hal ini disebabkan oleh tingginya tingkat pengembalian utang akan berakibat pada pelemahan nilai tukar rupiah. Keadaan ini menyebabkan depresiasi mata uang rupiah diakibatkan oleh menurunnya nilai riil dari nilai aset yang menjadi lindung nilai sukuk. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) menemukan temuan yang berbeda bahwa *debt service ratio* memiliki dampak secara positif dan signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di Arab Saudi.

H3: Debt Service Ratio memiliki pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk.

### Hubungan Current Account dengan Perkembangan Pasar Sukuk

Sebagaimana yang ditunjukkan oleh hasil penelitian Aziz et al (2022) menunjukkan bahwa *current account* (transaksi berjalan) berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Transaksi berjalan merupakan catatan kegiatan transaksi pertukaran ekonomi internasional suatu negara dengan negara lain dalam periode tertentu. Harga saham suatu perusahaan cenderung meningkat seiring dengan nilai transaksi berjalan perusahaan tersebut. Berbeda dengan studi yang dijalankan oleh Boukhatem (2022) menyatakan bahwasanya *current account* (transaksi berjalan) tidak mempunyai dampak secara signifikan serta negatif terhadap perkembangan pasar sukuk di Arab Saudi.

H4: Transaksi Berjalan memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk

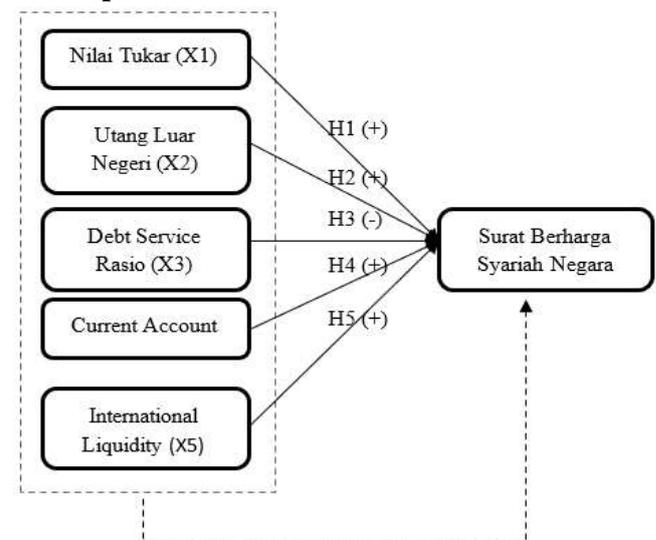
### Hubungan International Liquidity dengan Perkembangan Pasar Sukuk

Hasil studi yang dijalankan oleh Alqurnia et al (2023) menjelaskan bahwa likuiditas internasional memiliki dampak secara positif dan signifikan terhadap sukuk Indonesia. Tingkat likuiditas internasional yang tinggi menunjukkan bahwa negara Indonesia memiliki kapasitas untuk mendanai membiayai kegiatan transaksi internasional dalam jangka pendek. Memberikan tambahan likuiditas untuk mempertahankan kondisi ekonomi fundamental Indonesia melalui Bank Indonesia. Ini memungkinkan

terjaganya tingkat likuiditas pada tingkat pengembalian sukuk serta meningkatkan keyakinan investor terhadap investasi di pasar sukuk Indonesia. Penelitian ini sejalan dengan yang dijalankan oleh Aziz et al (2022) menyatakan bahwasanya likuiditas internasional memberi dampak secara positif serta signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Sebaliknya, temuan studi yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) menunjukkan bahwa likuiditas internasional tidak berdampak secara signifikan dan positif terhadap perkembangan pasar sukuk.

H5: likuiditas internasional memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk

## 2.9. Hipotesis Penelitian



Gambar 2. Hipotesis Penelitian

Sumber: Diolah Penulis, 2023

## 3. METODE PENELITIAN

### 3.1. Jenis dan Sumber Data

Studi memakai data sekunder yang diterapkan bersifat waktu yang berurutan (*time series*) mencakup 48 data dari triwulan 1 tahun 2012 hingga triwulan 4 tahun 2023. Penelitian ini bersumber terdiri dari: pertama, data nilai tukar (*Exchange Rate*) dan likuiditas Internasional didapatkan dari data *Library International Financial Statistic* ([www.data.imf.org](http://www.data.imf.org)). Selanjutnya, data terkait nilai surat berharga syariah negara (SBSN) dan *Current Account* (Transaksi Berjalan) diperoleh dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia serta Utang Luar Negeri dan *Debt Service Ratio* (Rasio Pembayaran Utang) diperoleh dari Statistik Utang Luar Negeri Indonesia ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)). Penelitian ini dalam pengelolaan data memakai aplikasi *Microsoft Excel* 2016 serta *Eviews* 10.

**3.2. Metode Pengumpulan Data**

Pengumpulan informasi pada studi melalui kajian pustaka dengan mengambil beberapa rujukan yang relevan dengan topik penelitian. Data sekunder

dikumpulkan dengan metode dokumentasi yaitu dengan cara menyimpan, mendokumentasi, dan mengamati data-data yang berhubungan dengan penelitian.

**Tabel 1. Definisi Variabel Operasional**

Faktor	Variabel	Akronim	Deskripsi	Sumber
Pertumbuhan Pasar Sukuk	Surat Berharga Syariah Negara	SBSN	Jumlah total surat berharga syariah negara yang diedarkan oleh negara pada pasar domestik melalui miliar, data triwulan	Bank Indonesia
Risiko Keuangan	Nilai Kurs	KURS	Apresiasi atau depresiasi rupiah terhadap dolar AS dalam IDR, data triwulan	IMF
	Utang Negeri	Luar ULN	Total Utang luar negeri dari PDB, dalam miliar, data triwulan	Bank Indonesia
	Debt Ratio	Service DSR	pembayaran utang sebagai % dari ekspor barang dan jasa, data triwulan	Bank Indonesia
	Current Account Balance	CA	Neraca transaksi berjalan dalam miliar dolar dari ekspor barang dan jasa, data triwulan	Bank Indonesia
	Likuiditas Internasional	LI	likuiditas internasional dari total impor dalam miliar dolar, data triwulan	IMF

Sumber: Diolah Penulis, 2023

**3.3. Metode Analisis Data**

Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif dengan model analisis *Autoregressive Distributed Lag*. Kombinasi memakai desain *Autoregressive* (AR) serta *Distributed Lag* (DL) adalah desain *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Desain *Autoregressive* adalah gambaran dengan memakai setidaknya sedikit yang diambil pada data terdahulu dari variabel dependen, sementara gambaran *Distributed Lag* (DL) adalah model regresi yang menghubungkan data terbaru atau waktu terdahulu (*lagged*) pada variabel independen. Desain *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) ialah desain regresi yang memakai variabel dependen sehingga mendapat pengaruh oleh variabel independen pada saat sekarang dan pada waktu sebelumnya (*lag*), serta nilai variabel dependen waktu sebelumnya menjadi variabel penjelas. Model ini memungkinkan untuk membandingkan reaksi dalam rentang waktu lama serta rentang waktu pendek oleh variabel dependen pada perubahan satu unit nilai variabel independen (Gujarati, 2012).

Model persamaan ARDL biasanya digunakan oleh peneliti untuk memahami hubungan linier dari data ekonomi yang menunjukkan pola peningkatan atau penurunan dalam variabel dependen dan independennya. Gambaran ARDL ditunjukkan:

$$Y_t = \alpha + \phi_1 Y_{t-1} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + \beta_0 X_t + \beta_1 X_{t-1} + \dots + \beta_q X_{t-q} + \epsilon_t$$

Keterangan:

- $Y_t$  : variabel dependen
- $X_t$  : variabel independen
- $\alpha$  : konstanta
- $\phi_p$  : parameter untuk model autoregressive
- $\beta_q$  : parameter untuk model distributed lag
- $\epsilon_t$  : nilai error

Persamaan desain *Autoregressive Distributed lag* (ARDL) terdiri atas desain pada rentang waktu yang lama serta dalam rentang waktu yang pendek. Persamaan jangka pendek yang dipakai pada studi ialah:

$$SBSN_t = c - (1 - a_1) + a_1 KURS_{t-i} + a_2 ULN_{t-i} + a_3 DSR_{t-i} + a_4 CA_{t-i} + a_5 LI_{t-i} + \theta ECT_{t-1} + \epsilon_t$$

Sedangkan persamaan jangka panjang pada penelitian ini, yaitu:

$$SBSN_t = c + \beta KURS_t + \beta ULN_{t-i} + \beta DSR_{t-i} + \beta CA_{t-i} + 5\beta LI_{t-i} + Vt$$

Prosedur yang dilakukan sebelum melakukan regresi data model ARDL meliputi beberapa langkah penting. Pertama, diperlukan uji stasioneritas agar semua data stasioner berada pada tahapan level

ataupun tahapan *first difference*. Setelah itu, dilakukan penentuan panjang lag optimum. Selanjutnya, dilakukan pengujian kointegrasi Bound test untuk mengevaluasi apakah ada korelasi rentang waktu yang lama antar variabel. Kemudian melakukan uji diagnostik seperti uji normalitas, autokorelasi, heteroskedastisitas dan multikolinearitas. Selain itu, pengujian stabilitas model ARDL menggunakan CUSUM serta CUSUMQ. Selanjutnya desain dapat diuji pengaruhnya melalui uji estimasi model *Autoregressive Distributed lag* untuk melihat hubungan dalam rentang waktu yang lama serta pendek setiap variabelnya.

**4. HASIL DAN PEMBAHASAN**

**4.1. Hasil penelitian**

**4.1.1. Uji Stasioneritas Data**

Pada langkah pertama, model ARDL digunakan untuk menguji stasioneritas data pada variabel dependen dan variabel independen. Tahap pengujian stasioneritas menggunakan pengujian akar (*unit root test*) dalam tahapan level atau tingkat *first difference* pada model *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) < nilai kritis 1%, 5%, 10%. Pada tabel 2 terlihat bahwa hanya variabel *Debt Service Ratio* yang telah stasioner dalam tahapan level. Dengan demikian, uji stasioneritas dikerjakan dalam tahapan *first difference*, yang memperlihatkan jika semua variabel penelitian telah stasioner pada tingkat tersebut, maka pengujian selanjutnya dapat diterapkan.

**Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas Tingkat Level dan *First Difference***

Variabel	ADF Statistik	Critical value			Keterangan
		1%	5%	10%	
SBSN (Y)	1.324487	-3.577723	-2.925169	-2.600658	Tidak Stasioner
KURS (X1)	-2.094369	-3.581152	-2.926622	-2.601424	Tidak Stasioner
ULN (X2)	-2.166886	-3.577723	-2.925169	-2.600658	Tidak Stasioner
DSR (X3)	-3.243224	-3.577723	-2.925169	-2.600658	Stasioner
CA (X4)	-2.215194	-3.577723	-2.925169	-2.600658	Tidak Stasioner
IL (X5)	-0.738986	-3.577723	-2.925169	-2.600658	Tidak Stasioner

Variabel	ADF Statistik	Critical value			Keterangan
		1%	5%	10%	
SBSN (Y)	-8.053646	-3.581152	-2.926622	-2.601424	Stasioner
KURS(X1)	-9.913736	-3.581152	-2.926622	-2.601424	Stasioner
ULN (X2)	-7.113798	-3.581152	-2.926622	-2.601424	Stasioner
DSR (X3)	-10.06020	-3.581152	-2.926622	-2.601424	Stasioner
CA (X4)	-9.125713	-3.581152	-2.926622	-2.601424	Stasioner
IL (X5)	-6.743487	-3.581152	-2.926622	-2.601424	Stasioner

Sumber: Hasil Uji Eviews 10, data diolah

**4.1.2. Uji lag Optimum**

Berdasarkan tabel 3 pengujian lag optimum dengan melihat *Hannan-Quinn Information Criterion* (HQ), *Schwarz Information Criterion* (SC), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Final Prediction Error* (FPE), serta *Likelihood Ratio* (LR). Pada studi

memiliki tujuan pemilihan besarnya jumlah panjang lag yang ideal dilihat berdasarkan hasil lag length criteria VAR. Hasil lag optimum menunjukkan bahwa panjang lag ideal adalah pada lag 5, dapat dilihat melalui jumlah bintang (\*).

**Tabel 3. Hasil Uji Lag Optimum**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2094.696	NA	1.12e+36	100.0331	100.2814*	100.1241
1	-2062.423	53.78828	1.36e+36	100.2106	101.9483	100.8475
2	-2028.782	46.45702	1.70e+36	100.3229	103.5500	101.5058
3	-1995.169	36.81346	2.56e+36	100.4366	105.1532	102.1654
4	-1955.863	31.81914	4.24e+36	100.2792	106.4852	102.5539
5	<b>-1847.478</b>	<b>56.77315*</b>	<b>5.54e+35*</b>	<b>96.83230*</b>	<b>104.5277</b>	<b>99.65296*</b>

Sumber: Hasil Uji Eviews 10, data diolah

4.1.3. Uji Kointegrasi Bound Test

Selanjutnya, pengujian kointegrasi *Bound Test* diterapkan dalam mengevaluasi terdapat atau tidak terdapat korelasi kestabilan rentang waktu yang lama antar variabel. Berdasarkan Tabel 4, Hasil pengujian menggunakan *Long Run Form and Bound Test* menjelaskan nilai F-statistik > dari nilai kritis I(0) serta I(1) dalam taraf signifikansi 5%. Menunjukkan bahwa terjadi kointegrasi di mana nilai F-statistik sebesar 12.81659 > I(0) dan I(1). Artinya antar terdapat hubungan jangka panjang antar variabel tersebut.

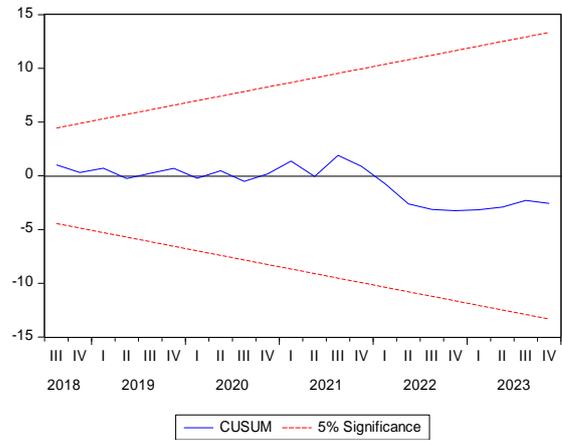
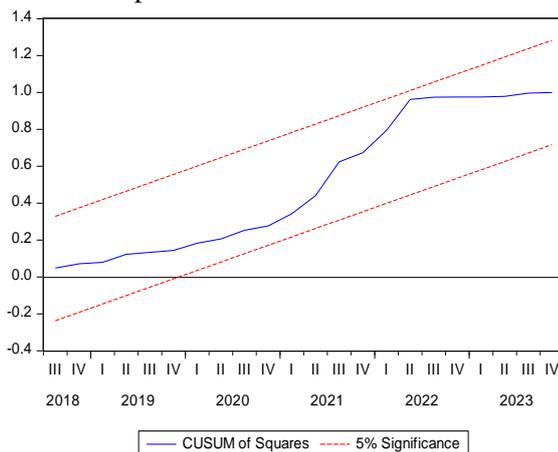
Tabel 4. Hasil Uji Kointegrasi Bound Test

Test Statistic	Value	K	Kesimpulan
<i>F-statistic</i>	12.81659	5	Berkointegrasi
Critical Value Bounds			
Significance	I(0) Bound	I(1) Bound	
10%	2.08	3	
5%	2.39	3.38	
2.5%	2.7	3.73	
1 %	3.06	4.15	

Sumber: Hasil Uji Eviews 10, data diolah

4.1.4. Uji Stabilitas

Kemudian, pengujian stabilitas dengan uji CUSUM serta CUSUMQ (*cumulative sum of recursive residuals*) menunjukkan bahwa model dalam kondisi stabil dan sesuai sebagai referensi untuk menentukan hubungan antar variabel dalam jangka panjang. Hasil uji stabilitas model, ditunjukkan dalam gambar 3, mengindikasikan bahwa garis CUSUM test (Grafik kiri) dan CUSUMQ test (Grafik kanan) berwarna biru di antara dua garis dengan signifikan 5% berwarna merah. Maka dari itu, hasil estimasi pengujian stabilitas menunjukkan bahwa model penelitian dalam kondisi stabil.



Gambar 3. Hasil Uji Stabilitas CUSUM dan CUSUMQ

Sumber: Hasil Uji Eviews 10, data diolah

4.1.5. Uji Asumsi Klasik

Hasil pengujian asumsi klasik dalam tabel 5 yang terdiri dari pengujian normalitas melalui uji *Jarque Bera test* Sedangkan pengujian heteroskedastisitas melalui uji *Breusch-Godfrey* dan autokorelasi dengan mengaplikasikan uji *Breusch Pagan test*. Dan pengujian multikolinearitas dengan mengaplikasikan uji *Variance Inflation Factors*. Hasil ini menunjukkan bahwa data terdistribusi normal, tidak terdapat masalah autokorelasi, tidak terjadi masalah heteroskedastisitas, dan tidak ada masalah multikolinearitas dengan nilai VIF masih berada dibawah 10.

Tabel 5. Hasil Uji Asumsi Klasik

Asumsi Uji	Nama Uji	Nilai Statistik	P-value
Normalitas	<i>Jarque-Bera test</i>	1.462367	0.481339
Autokorelasi	<i>Breusch Godfrey Lm test</i>	0.145862	0.8652
Heteroskedastisitas	<i>Breusch Pagan test</i>	0.624123	0.8532
Multikolinearitas	<i>Variance Inflation Factors</i>	Centered VIF <10	

Sumber: Hasil Uji Eviews 10, data diolah

4.1.6. Hasil Estimasi Model *Autoregressive Distributed lag* (ARDL)

Pengaruh Dalam Jangka Pendek

Tabel 6. Hasil Uji Jangka Pendek

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob	Keterangan
D(KURS, 2)	-28.82084	6.681947	-4.313240	0.0003	Signifikan
D(ULN, 2)	0.148147	0.712300	0.207985	0.8372	Tidak Signifikan
D(ULN(-1), 2)	0.497037	0.564349	0.880726	0.3880	Tidak Signifikan
D(ULN(-2), 2)	-0.390252	0.632406	-0.617090	0.5435	Tidak Signifikan
D(ULN(-3), 2)	0.679283	0.478861	1.418538	0.1700	Tidak Signifikan
D(DSR, 2)	1834.714	636.1339	2.884163	0.0086	Signifikan
D(DSR(-1), 2)	2230.730	534.1282	4.176395	0.0004	Signifikan
D(CA, 2)	3.045710	1.459651	2.086601	0.0487	Signifikan
D(CA(-1), 2)	-9.018812	1.744570	-5.169648	0.0000	Signifikan
D(CA(-2), 2)	-3.251141	1.574569	-2.064782	0.0509	Tidak Signifikan
D(IL, 2)	2.173115	3.404298	0.638344	0.5298	Tidak Signifikan
D(IL(-1), 2)	2.450849	3.825377	0.640682	0.5283	Tidak Signifikan
D(IL(-2), 2)	-12.56971	3.807791	-3.301050	0.0033	Signifikan
D(IL(-3), 2)	-14.96856	3.251650	-4.603373	0.0001	Signifikan
CointEq(-1)*	-1.368159	0.128036	-10.68570	0.0000	Signifikan

Sumber: Hasil Uji Eviews 10, data diolah

Hasil dari nilai CointEq (-1) atau disebut koreksi kesalahan (*error correction*) yang disajikan pada tabel 6, yang mempunyai nilai probabilitas senilai 0.0000 serta *coefficient* senilai -1.368159, dimana nilai probabilitas < tingkat signifikansi 5%. Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan terjadi ketidakseimbangan (*disequilibrium*) sebesar 98.64% antar variabel. Model ini jika terjadi guncangan dapat dikoreksi dengan kecepatan 98.64% per-periode. Hasil ini mengindikasikan bahwa model ARDL valid dengan skor kesalahan memiliki tanda negatif serta signifikansi menyimpulkan terdapat kointegrasi antara variabel independen maupun variabel dependen.

Hasil estimasi ARDL untuk rentang waktu yang pendek menjelaskan jika variabel nilai tukar mempunyai dampak secara signifikansi serta negatif terhadap surat berharga syariah negara di waktu sekarang dengan skor koefisien senilai -28.82084 tetapi variabel utang luar negeri mempunyai dampak secara positif dan tidak signifikansi pada surat berharga syariah negara di periode sekarang, satu dan tiga periode sebelumnya dengan nilai koefisien

sebesar 0.148147, 0.497037 dan 0.679283. Kemudian variabel *debt service ratio* mempunyai dampak secara positif serta signifikansi pada surat berharga syariah negara di zaman sekarang dan periode terdahulu dengan skor koefisien senilai 1834.714 dan 2230.730.

Selanjutnya variabel current account mempunyai dampak secara positif serta signifikansi pada surat berharga syariah negara pada periode sekarang dengan nilai koefisien sebesar 3.045710. Namun di satu dan dua periode sebelumnya variabel current account memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan dengan nilai koefisien sebesar -9.018812 dan -3.251141. Sedangkan variabel international liquidity mempunyai dampak secara negatif serta signifikan pada surat berharga syariah negara di dua dan tiga periode sebelumnya dengan nilai koefisien sebesar -12.56971 dan -14.96856. Namun, di periode sekarang dan satu periode sebelumnya variabel international liquidity mempunyai dampak positif serta tidak signifikansi pada surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 2.173115 dan 2.450849.

Pengaruh Dalam Jangka Panjang

Tabel 7. Hasil Uji Jangka Panjang

Variabel	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob	Keterangan
D(KURS)	-34.91115	10.65152	-3.277574	0.0034	Signifikan
D(ULN)	-1.193651	0.990936	-1.204570	0.2412	Tidak Signifikan
D(DSR)	-96.91745	1603.330	-0.060448	0.9523	Tidak Signifikan
D(CA)	12.17053	3.367778	3.613815	0.0015	Signifikan
D(IL)	1.814391	9.091484	0.199570	0.8436	Tidak Signifikan
C	28702.07	5341.421	5.373490	0.0000	

Sumber: Hasil Uji Eviews 10, data diolah

Persamaan jangka panjang yang terbentuk berdasarkan estimasi model ARDL yang ditunjukkan dalam tabel 7 adalah sebagai berikut:

$$\text{SBSN} = 28702.07 - (-34.91115\text{D(KURS)} - 1.193651\text{D(ULN)} - 96.9174\text{D(DSR)} + 12.17053\text{D(CA)} + 1.814491\text{D(IL)})$$

Hasil uji estimasi jangka panjang diketahui bahwa variabel nilai tukar mempunyai dampak secara negatif serta signifikansi pada surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar -34.9115. Kemudian variabel utang luar negeri dan debt service ratio menunjukkan bahwa memiliki pengaruh secara negatif dan tidak signifikan terhadap surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar -1.193651 dan -96.91745. Sedangkan variabel current account menunjukkan bahwa memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 12.17053. Dan variabel international liquidity menunjukkan bahwa memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 1.814391.

## **4.2. Pembahasan**

### **4.2.1. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Surat Berharga Syariah Negara**

Hasil pengujian jangka pendek model *Autoregressive Distributed Lag* menunjukkan bahwa nilai tukar memberi pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar -28.82084. Maka dapat diartikan bahwa setiap peningkatan nilai tukar pada periode saat ini akan menurunkan perkembangan pasar sukuk di Indonesia saat ini. Hal ini karena menguatnya dolar AS terhadap nilai tukar rupiah yang mengakibatkan penurunan nilai tukar rupiah ke level terendah dan memaksa Bank Indonesia untuk menaikkan suku bunga acuan (Kurniawan dan Masitoh, 2020). Peningkatan nilai tukar dapat berdampak positif pada peningkatan jumlah investor, karena peningkatan nilai tukar menunjukkan perekonomian suatu negara dalam keadaan baik. Namun, kenaikan nilai tukar dalam periode jangka pendek akan mempengaruhi keinginan investor untuk berinvestasi di pasar sukuk (Hanifah & Pantas, 2022).

Sedangkan pada hasil pengujian dalam jangka panjang menunjukkan bahwa nilai tukar memberi pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar -34.91115. Maka dapat disimpulkan bahwa

meningkatkan nilai tukar sebesar 1% maka akan menurunkan perkembangan pasar sukuk di Indonesia sebesar 34.91115 %. Hal ini disebabkan oleh tingginya ketidakpastian di pasar keuangan mendorong pihak menyimpan dolar sebagai lindung nilai dan menjauh dari aset berisiko. Perkembangan surat berharga syariah negara di Indonesia tidak terhambat akibat fluktuasi nilai tukar yang terjadi suatu negara. Melemahnya nilai tukar rupiah terhadap USD dapat mempengaruhi investor dalam hal penerimaan tingkat pengembalian sukuk serta kepastian investor untuk berinvestasi dalam surat berharga syariah negara (L. Gaol, 2023). Kebijakan stabilitas nilai tukar di Indonesia dan keadaan fundamental ekonomi yang tetap stabil mendukung stabilitas nilai tukar di Indonesia. Kondisi ini berdampak pada peningkatan perkembangan pasar sukuk di Indonesia (Alqurnia et al., 2023).

Hal ini sejalan dengan penelitian Hanifah & Pantas (2022); Gustina (2021), serta Nafisah et al., (2020) menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap volume permintaan sukuk negara ritel.

### **4.2.2. Pengaruh Utang Luar Negeri Terhadap Surat Berharga Syariah Negara**

Hasil uji yang telah dilaksanakan dalam jangka pendek menunjukkan bahwa utang luar negeri pada lag 0, lag 1, dan lag 3 memiliki pengaruh secara positif serta tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 0.148147, 0.497037, dan 0.679283. Artinya utang luar negeri meningkat pada periode saat ini, periode sebelumnya, dan tiga periode sebelumnya maka akan meningkatkan perkembangan surat berharga syariah negara di Indonesia pada periode sekarang. Hal ini dikarenakan peningkatan utang luar negeri dalam jangka pendek yang dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk dinamika ketidakpastian ekonomi global, serta upaya pemerintah untuk mengoptimalkan sumber daya dan mengurangi ketergantungan pada pembiayaan internasional. Namun, penurunan utang luar negeri merupakan indikator penting dari stabilitas keuangan dan fiskal suatu negara. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan biaya keuangan dan meningkatkan risiko global (Mohd Roslen et al., 2024).

Sedangkan hasil pengujian dalam jangka panjang menunjukkan bahwa utang luar negeri memiliki pengaruh secara negatif dan tidak signifikan terhadap

perkembangan surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar -1.193651. Diartikan bahwa meningkatkan utang luar negeri sebesar 1%, maka akan menurunkan perkembangan surat berharga syariah negara sebesar 1.193651 %. Hal ini dapat disebabkan karena semakin besarnya total utang luar negeri yang dapat diperoleh Indonesia dalam jangka panjang akan berdampak pada menurunnya pertumbuhan ekonomi dan berpotensi menyebabkan perangkap utang (*debt trap*) serta ketergantungan utang (*debt overhang*). Meningkatnya utang luar negeri dapat meningkatkan persepsi risiko kredit suatu negara. Mengakibatkan investor lebih berhati-hati dalam berinvestasi untuk menghindari risiko bayar yang lebih tinggi yang dapat berdampak pada penerbitan surat berharga syariah negara (Oribela, 2024; Syafi'i, 2021).

Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian Boukhatem (2022) menunjukkan bahwa utang luar negeri memiliki dampak secara signifikan dan positif pada perkembangan pasar sukuk. Sebaliknya, temuan penelitian lain oleh Aziz et al.(2022) menunjukkan bahwa utang luar negeri berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap perkembangan pasar sukuk di Malaysia.

#### **4.2.3. Pengaruh Debt Service Ratio Terhadap Surat Berharga Syariah Negara**

Hasil uji yang telah dilaksanakan dalam jangka pendek menunjukkan bahwa *debt service ratio* pada lag 0 dan lag 1 memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 1834.714 dan 2230.730. Maka dapat diartikan bahwa *debt service ratio* meningkat pada periode saat ini dan periode sebelumnya, maka akan meningkatkan perkembangan surat berharga syariah negara pada periode sekarang. Hal ini terjadi karena peningkatan rasio pembayaran utang menghasilkan peningkatan kepercayaan investor, sehingga mendorong peningkatan penerbitan sukuk melalui stabilitas fiskal dan likuiditas negara. Hal ini dapat mengarah pada penilaian keberlanjutan fiskal dari profil pembayaran utang dan menyesuaikan dengan strategi pembayaran (Khan, M. & Shanks, 2020).

Sedangkan hasil uji dalam jangka panjang menunjukkan bahwa *debt service ratio* menunjukkan bahwa memiliki pengaruh secara negatif dan tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar -

96.91745. Maka dapat disimpulkan bahwa meningkatkan *debt service ratio* sebesar 1 %, maka akan menurunkan perkembangan surat berharga syariah negara sebesar 96.91745 %. Hal ini dikarenakan beban rasio pembayaran utang semakin tinggi akan meningkatkan kemungkinan risiko terjadinya gagal bayar. Akan tetapi, rasio pembayaran utang yang buruk akan mengakibatkan terjadinya kendala alokasi anggaran, yang memungkinkan menghambat perkembangan pasar sukuk di masa depan. Sehingga mendorong pemerintah untuk mengelola rasio pembayaran utang luar negeri dengan kehati-hatian untuk menyelaraskan kapasitas keuangan dengan menjaga kepercayaan investor dan mendorong pertumbuhan pasar sukuk (O'Toole & Slaymaker, 2021).

Hal ini berbeda dari penelitian yang dilakukan oleh Aziz et al. (2022) menemukan bahwa *debt service ratio* (rasio pembayaran utang) berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap perkembangan pasar sukuk di Malaysia. Sebaliknya, temuan penelitian lain yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) menunjukkan bahwa *debt service ratio* berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap perkembangan pasar sukuk.

#### **4.2.4. Pengaruh Current Account Terhadap Surat Berharga Syariah Negara**

Hasil uji yang telah dilaksanakan dalam jangka pendek menunjukkan bahwa *current account* pada lag 0 dan lag 1 memiliki pengaruh secara positif dan negatif signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 3.045710 dan -9.018812. Maka dapat diartikan bahwa *current account* meningkat pada periode saat ini dan periode sebelumnya, maka akan meningkatkan dan menurunkan perkembangan surat berharga syariah negara pada periode sekarang. Hal ini dikarenakan surplus transaksi berjalan (*current account*) meningkatkan kepercayaan dan ketersediaan dana untuk investasi di pasar sukuk. Transaksi berjalan mengalami surplus dikarenakan ekspor melebihi impor ditambah transfer neto ke luar negeri. Sehingga pemerintah memiliki banyak sumber daya untuk membayar utang dan mendukung stabilitas ekonomi

Namun, hasil uji dalam jangka panjang menunjukkan bahwa *current account* menunjukkan bahwa memiliki pengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga

syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 12.17053. Maka dapat disimpulkan bahwa meningkatkan current account sebesar 1 %, maka akan menurunkan perkembangan surat berharga syariah negara sebesar 12.17053 %. Hal ini disebabkan oleh ketidakseimbangan transaksi berjalan (*current accout*) menyebabkan terjadinya perubahan investasi di pasar sukuk. Tingkat tabungan yang tinggi atau investasi rendah mengakibatkan defisit transaksi berjalan yang tinggi dilakukan untuk menghindari negara gagal bayar kewajiban utang. *Current account* (transaksi berjalan) adalah indikator yang menggambarkan bagaimana kinerja perdagangan internasional bekerja. Transaksi berjalan mengindikasikan bahwa ekspor melebihi impor berarti sebuah negara mengakumulasi kekayaan dalam bentuk valuta asing, oleh karena itu, memiliki saldo positif dalam investasi luar negeri (Mohd Roslen et al., 2024).

Hal ini bertentangan dengan penelitian Aziz et al. (2022) menunjukkan bahwa transaksi berjalan memiliki pengaruh secara signifikan dan negatif terhadap perkembangan pasar sukuk di Malaysia. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh (Boukhatem, 2022) menemukan bahwa *current account* memiliki pengaruh secara positif namun tidak signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk.

#### **4.2.5. Pengaruh International Liquidity Terhadap Surat Berharga Syariah Negara**

Hasil uji yang telah dilaksanakan dalam jangka pendek menunjukkan bahwa international liquidity pada lag 2 dan lag 3 memiliki pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar -12.56971 dan -14.96856. Maka dapat disimpulkan bahwa setiap peningkatan international liquidity pada dua dan tiga periode sebelumnya, maka akan menurunkan perkembangan pasar sukuk di Indonesia pada periode sekarang. Hal ini terjadi karena cadangan devisa yang tinggi dapat menimbulkan dampak negatif. Tingkat likuiditas internasional yang baik mencerminkan kemampuan Indonesia untuk membiayai transaksi internasional dalam jangka pendek. Stabilitas likuiditas di sektor keuangan dan sektor dapat mempertahankan tingkat pengembalian suku serta kepercayaan investor terhadap investasi sukuk yang beredar, sehingga mendorong pengembangan sukuk di Indonesia yang lebih luas (Alqurnia et al., 2023).

Berdasarkan hasil uji dalam jangka panjang menunjukkan bahwa international liquidity

menunjukkan bahwa memiliki pengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara dengan nilai koefisien sebesar 1.814391. Maka dapat disimpulkan bahwa international liquidity meningkat sebesar 1 %, maka akan menurunkan perkembangan surat berharga syariah negara sebesar 1.814391 %. Hal ini karena meningkatnya cadangan devisa akan mengakibatkan peningkatan porsi simpanan dalam mata uang asing di sistem perbankan lokal (dolarisasi simpanan), yang dapat menyebabkan perantara keuangan lokal menghadapi risiko yang lebih tinggi. Dampak tingginya cadangan devisa terhadap pembangunan ekonomi, terutama di bidang perkembangan pasar sukuk (Mohd Roslen et al., 2024).

Hasil penelitian ini berbeda dengan dengan Alqurnia et al. (2023) dan Aziz et al. (2022) menjelaskan bahwa international liquidity memiliki pengaruh secara signifikan dan positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Boukhatem (2022) menemukan bahwa international liquidity tidak memiliki pengaruh secara signifikan dan negatif terhadap perkembangan pasar sukuk.

#### **5. KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis model ARDL, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

- Nilai tukar dalam periode jangka pendek memiliki pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara. Sedangkan dalam periode jangka panjang nilai tukar memiliki pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara.
- Utang luar negeri dalam periode jangka pendek memiliki pengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara. Sedangkan dalam periode jangka panjang utang luar negeri memiliki pengaruh secara negatif dan tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara.
- Debt service ratio dalam periode jangka pendek memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara. Sedangkan dalam periode jangka panjang debt service ratio memiliki pengaruh secara negatif dan tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara.

- d. Current account dalam periode jangka pendek memberikan pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara. Sedangkan dalam periode jangka panjang current account memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara.
- e. International liquidity dalam periode jangka pendek memiliki pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara. Sedangkan dalam periode jangka panjang International liquidity memiliki pengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap perkembangan surat berharga syariah negara.

## 6. UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis mengucapkan terimakasih kepada semua pihak yang telah memberikan bantuan dan kontribusi dalam penyelesaian penelitian ini.

## 7. REFERENSI

- Al-Raeai, A. M., Zainol, Z., & Rahim, A. K. A. (2019). The influence of macroeconomics factors and political risk on the sukuk market development in selected GCC countries: A panel data analysis. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 53(2). <https://doi.org/10.17576/JEM-2019-5302-15>
- Alqurnia, I., Musaiyarah, A., Wahyudi, A., & Alwa, M. A. A. (2023). Studi Economic Policy Uncertainty dan Pasar Keuangan terhadap Perkembangan Pasar Sukuk Indonesia Institut Agama Islam Negeri Ponorogo, Indonesia Ati Musaiyarah Amin Wahyudi, 8. <https://doi.org/10.21154/muslimheritage.v8i1.6125>
- Alswaidan, M. W., Daynes, A., & Pasgas, P. (2017). Understanding and evaluation of risk in Sukuk structures. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), 389–405. <https://doi.org/10.1108/JIABR-05-2015-0021>
- Ardiansyah, I. H., & Lubis, D. (2018). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia. *Al-Muzara'ah*, 5(1), 87. <https://doi.org/https://doi.org/10.29244/jam.5.1.51-68>
- Aziz, M. R. A., Zaghlol, A. K., & Roslen, S. N. M. R. (2022). Using The Ardl Approach To Investigate The Nexus Between Financial Risk And Sukuk Market Development. Siti Nurhidayah Mohd Roslen, Azlul Kalilah Zaghlol Introduction Global Sukuk issuance increased by approximately USD40 billion from January to February, 10, 95–123.

- Basri, F. (2000). *Perekonomian Indonesia "Tantangan dan Harapan Kebangkitan Indonesia."* Jakarta: Erlangga.
- Boediono. (2000). *Ekonomi Internasional* (1 ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Boukhatem, J. (2022). How does financial risk affect sukuk market development? Empirical evidence from ARDL approach. *Heliyon*, 8(5), e09453. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09453>
- Brigham, Eugene, F., Houston, & Joel, F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (11 ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Capital, A., & Advisors, A. A. (2021). Islamic Finance and Wealth Management Report. *Alpen Capital, Alpen Asset Advisors and Dubai The Capital of Islamic Economy*.
- Darmawan, M. (2022). *Manajemen Keuangan Syariah*. UNY Press.
- Dewan Syariah Nasional. (2003). *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Gujarati, D. N. (2012). *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Salemba Empat.
- Gustina, N. (2021). Performa Sukuk Ritel: Sebelum Dan Saat Terjadi Pandemi Covid-19, 10(2).
- Hanifah, I. N., & Pantas, P. E. (2022). Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel di Indonesia. *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(2), 99–114. <https://doi.org/10.21154/etihad.v2i2.4355>
- Hasan, R., Ahmad, A. U. F., & Parveen, T. (2019). Sukuk risks: A structured review of theoretical research. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 35–49. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>
- Hery. (2015). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Heykal, M. (2012). *Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah*. Jakarta: Elex Media Computindo.
- IIFM. (2021). *IIFM Sukuk Report 2021*.
- IMF. (2015). Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options. *Staff Discussion Notes*, 15(5), 1. <https://doi.org/10.5089/9781498325035.006>
- Indonesia, B. (2010). *Neraca Pembayaran Indonesia dan Posisi Investasi Internasional: Konsep, Sumber Data, dan Metode*. Jakarta: Direktorat Statistik Ekonomi Moneter.
- J. Godlewski, C. et al. (2011). *Rajeev K. Goel and Aaron Mehrotra Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments? BOFIT Discussion Papers* (Vol. 6).
- Jogiyanto. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (10 ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Rajagrafindo Persada.

- Khair, M., & Rusydi, B. U. (2016). Analisis Pengaruh Utang Luar Negeri (Foreign Debt) Dan Penanaman Modal Asing (PMA) Terhadap Nilai Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia. *Economics, Sosial, and Development*, 3(1), 82.
- Khan, M., & Shanks, S. (2020). Decolonising COVID-19: delaying external debt repayments. *The Lancet Global Health*, 8(7), e897.
- Khan, T., & Ahmed, H. (2001). *Risk management: an analysis of issues in Islamic financial industry (occasional papers)*. The Islamic Research and Teaching Institute (IRTI).
- Krugman, P. Paul, & Obstfeld, M. (2005). *Ekonomi Internasional* (2 ed.). Jakarta: PT. Indeks Kelompok Gramedia.
- Kurniawan dan Masitoh, F. (2020). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia Kurniawan Endang Masitoh Rosa Nikmatul Fajri, 03(01), 75–84.
- L. Gaol, T. R. (2023). Pengaruh Risiko Luar Negeri Terhadap Pasar Saham di Indonesia Menggunakan Metode ARDL. *Jurnal Akuntansi Keuangan dan Bisnis*, 16(1), 90–99. <https://doi.org/10.35143/jakb.v16i1.5793>
- Latifah, Si. (2020). Peran Sukuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pertumbuhan Pembangunan Ekonomi Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 6(3), 421. <https://doi.org/10.29040/jiei.v6i3.1369>
- M Iqbal Affandi, & Farida Rahmawati. (2023). Do Determinants of Behaviors Influence the Intention to Invest in Green Sukuk? *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 10(4), 403–414. <https://doi.org/10.20473/vol10iss20234pp403-414>
- Mankiw, & Gregory, N. (2006). *Pengantar Teori Ekonomi Makro* (Ketiga). Jakarta: Salemba Empat.
- Masri, Z. A. . (2021). Analisis dampak utang luar negeri terhadap produk domestik bruto indonesia periode 1988-2019. *Journal of Academia Perspectives* , 1(2), 43–56. Diambil dari <https://doi.org/10.30998/jap.v1i2.389>
- Mohd Roslen, S. N., Chua, M. S., & Hj Mohd Ruslan, R. A. (2024). Long-run asymmetric effects of financial risks on Sukuk market development: empirical evidence from Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1108/JIABR-08-2022-0200>
- Mseddi, S. (2023). International issuance of Sukuk and companies' systematic risk: An empirical study. *Borsa Istanbul Review*, 23(3), 550–579. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.12.007>
- Muelgini, Y., Awaluddin, I., & Khoirunnisa, D. (2020). Analisis Neraca Transaksi Berjalan DI Indonesia : Pendekatan Mundell-Fleming.
- Muharam, H., Anwar, R. J., & Robiyanto, R. (2019). Islamic stock market and sukuk market development, economic growth, and trade openness (The case of Indonesia and Malaysia). *Business: Theory and Practice*, 20(2014), 196–207. <https://doi.org/10.3846/BTP.2019.19>
- Munawir, & S. (2007). *Analisa Laporan Keuangan (Keempat)*. Yogyakarta: Liberty.
- Nafisah, R., Dwi, C., Sujianto, A. E., Latifah, N. A., Anjarsari, K. Y., & Susetyo, A. B. (2020). The Determinants of Sovereign Sukuk Issuance from Organization of Islamic Cooperation Members. *Technium Soc. Sci. J.*, 9, 318.
- Normasyhuri, K., Budimansyah, B., & Triyadi, E. (2022). Dampak Penerbitan Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Pada Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Era Pandemi Covid-19: Tinjauan Ekonomi Islam. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 8(1), 688. <https://doi.org/10.29040/jiei.v8i1.4619>
- O'Toole, C., & Slaymaker, R. (2021). Repayment capacity, debt service ratios and mortgage default: an exploration in crisis and non-crisis periods. *Banking and Finance*, 133, 106271.
- Oribela, R. A. L. (2024). Korelasi Likuiditas Negara Pada Signifikansi Penurunan Utang Luar Negeri Indonesia. *Musytari: Neraca Manajemen, Ekonomi*, 4(9), 1–21.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2022). *Statistik Sukuk Desember 2022*. Jakarta. Diambil dari [https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Documents/Pages/Statistik-Sukuk-Syariah---Desember-2022/Statistik Sukuk Desember 2022.pdf](https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Documents/Pages/Statistik-Sukuk-Syariah---Desember-2022/Statistik%20Sukuk%20Desember%202022.pdf)
- Pratama, M. D., & Pimada, L. M. (2022). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Sukuk Korporasi Di Indonesia Tahun 2014–2021, 1(3), 199–211.
- Purnamahadi, W. (2014). Determinan Neraca Transaksi Berjalan di Indonesia: Pendekatan Kointegrasi Metode Johansen dan 2 Step Engle-Granger. *Bogor: IPB*.
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2017). The Determinants of Sukuk Market Development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1501–1518. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1224175>
- Smaoui, H., & Nechi, S. (2017). Does sukuk market development spur economic growth? *Research in International Business and Finance*, 41(April), 136–147. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>
- Sukirno. (2004). *Pengantar Teori Makroekonomi* (3 ed.). Jakarta: Raja Grafindo Persada.

Syafi'i, I. (2021). Pengaruh Utang Luar Negeri , Inflasi , Dan Pendapatan Negara Terhadap Pertumbuhan Ekonomi :. *I.*

Todaro, M. ., & Smith, S. . (2011). *Economic Development.*

Wahyudi, M. A., & Shofawati, A. (2020). Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Total Nilai Emisi Sukuk Korporasi Di Indonesia (Periode

Januari 2013-Desember 2017). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 6(3), 461. <https://doi.org/10.20473/vol6iss20193pp461-476>

Wolk, H. I., Tearney, M. G., & Dodd, J. L. (2001). Accounting theory: A conceptual and institutional approach. *South Western College Publishing.*