

HUBUNGAN KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR SAHAM SYARIAH, PERKEMBANGAN PASAR SUKUK, PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN TRADE OPENNESS

(Studi Kasus pada Negara Indonesia dan Malaysia)



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

RESI JUNITA ANWAR
NIM. 12010114120005

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2018**

PERSETUJUAN SKRIPSI

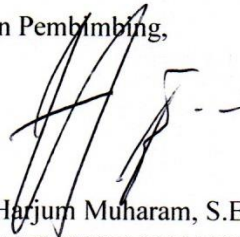
Nama Penyusun : Resi Junita Anwar
Nomor Induk Mahasiswa : 12010114120005
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **HUBUNGAN KAUSALITAS PERKEMBANGAN
PASAR SAHAM SYARIAH, PERKEMBANGAN
PASAR SUKUK, PERTUMBUHAN EKONOMI,
DAN TRADE OPENNESS (Studi Kasus pada
Negara Indonesia dan Malaysia)**

Dosen Pembimbing : Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.

Semarang, 05 Maret 2018

Dosen Pembimbing,



(Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E)
NIP. 197202182000031001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Resi Junita Anwar

Nomor Induk Mahasiswa : 12010114120005

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **HUBUNGAN KAUSALITAS PERKEMBANGAN
PASAR SAHAM SYARIAH, PERKEMBANGAN
PASAR SUKUK, PERTUMBUHAN EKONOMI,
DAN TRADE OPENNESS (Studi Kasus pada
Negara Indonesia dan Malaysia)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 15 Maret 2018

Tim Penguji:

1. Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.

(.....)

2. Erman Denny Arfianto, S.E., M.M.

(.....)

3. Drs. A Mulyo Haryanto, M.Si

(.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Resi Junita Anwar, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **HUBUNGAN KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR SAHAM SYARIAH, PERKEMBANGAN PASAR SUKUK, PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN TRADE OPENNESS (Studi Kasus pada Negara Indonesia dan Malaysia)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 05 Maret 2017

Yang Membuat pernyataan,

(Resi Junita Anwar)

NIM : 12010114120005

MOTO DAN PERSEMBAHAN

*'Je moet je **durven smijten**'*
'Kita harus berani melempar diri sendiri'

-Dutch proverb-

*'Cemeteries are full of unfulfilled dreams,
Countless echoes of “could have” and “should have”,
Countless books unwritten, countless song unsung.
I want to live my life in such a way that when my body is laid to rest,
It will be a well needed rest from a life well lived, a song well sung,
a book well written, opportunities well explored, and a love well expressed.'*

-Steve Maraboli-

**Saya persembahkan untuk
kedua orang tua dan kakak-kakak
tercinta.**

ABSTRACT

Sharia-compliant stock and sukuk are financial instruments in the Islamic capital market that are based on the shari'a principles (Islamic law). Sharia-compliant stock and sukuk have different characteristics and can be useful for a country because they can increase the equitable prosperity. The shari'a principle is basically aimed to ensuring fairness in a transaction. Thus, it can protect the relevant parties from exploitation, fraud or injustice in transaction returns. This research aimed to analyze the relationship between the development of Islamic stock market, the development of sukuk market, and economic growth. In addition, this study also analyze whether trade openness influences the development of Islamic stock market, the development of sukuk market, and economic growth.

This research was conducted using secondary data consisting of Islamic stock market capitalization, outstanding corporate sukuk, GDP growth, and import-export value for February 2008 to December 2017. The sample countries in this research were Indonesia and Malaysia. The analysis methods are Granger Causality test, Vector Auto-Regressive model (VAR) and Vector Error Correlation Model (VECM) using econometric analysis tool, Eviews9.

The results show that there is a bi-directional causality between the development of Islamic stock market and the development of sukuk market in Indonesia and Malaysia. There is a bi-directional causality between the development of Islamic stock market and economic growth in Indonesia. There is a bi-directional causality between sukuk market development and economic growth in Indonesia. Unidirectional causality is found between economic growth and sukuk market development in Malaysia. And no causality (neutrality) is reported between the development of Islamic stock market and economic growth in Malaysia. While trade openness has a significant effect on the sukuk market development as well as economic growth in Malaysia.

Keywords: Islamic Capital Markets, Economic Growth, trade openness, VECM

ABSTRAK

Saham syariah dan sukuk merupakan instrumen keuangan di pasar modal syariah yang mengacu pada prinsip-prinsip syariah (hukum islam). Instrumen yang memiliki karakteristik berbeda tersebut dapat bermanfaat bagi suatu negara dalam pemerataan dan peningkatan kemakmuran. Prinsip syariah juga melindungi pihak-pihak terkait dari eksploitasi, penipuan, maupun ketidakadilan dalam imbal balik transaksi. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara perkembangan pasar saham syariah, perkembangan pasar sukuk, dan pertumbuhan ekonomi. Selain itu, penelitian ini juga melihat apakah *trade openness* turut mempengaruhi perkembangan pasar saham syariah, perkembangan pasar sukuk, dan pertumbuhan ekonomi.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang terdiri dari kapitalisasi pasar saham syariah, *outstanding* sukuk korporasi, pertumbuhan PDB, dan nilai impor-ekspor periode Februari 2008-Desember 2017. Penelitian dilakukan di Indonesia dan Malaysia. Metode penelitian yang digunakan adalah uji Kausalitas Granger, model *Vector Auto-Regressive* (VAR), dan *Vector Error Model Correlation Model* (VECM) dengan menggunakan alat analisis ekonometrika *Eviews 9*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan kausalitas dua arah antara perkembangan pasar saham syariah dan perkembangan pasar sukuk di Indonesia dan Malaysia. Terdapat hubungan kausalitas dua arah antara perkembangan pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Terdapat hubungan kausalitas dua arah antara perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Ditemukan *neutrality* antara perkembangan pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi di Malaysia. Serta terdapat hubungan kausalitas satu arah antara pertumbuhan ekonomi dan perkembangan pasar sukuk di Malaysia. Sedangkan *trade openness* berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi di Malaysia.

Kata Kunci : Pasar Modal syariah, Pertumbuhan Ekonomi, *Trade Openness*, VECM

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan segala rahmat dan hidayah-Nya serta anugerah yang tak terkira, *shalawat* dan salam semoga selalu tercurahkan kepada junjungan besar Rasulullah SAW yang telah member suri tauladan, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“HUBUNGAN KAUSALITAS PERKEMBANGAN PASAR SAHAM SYARIAH, PERKEMBANGAN PASAR SUKUK, PERTUMBUHAN EKONOMI, DAN TRADE OPENNESS (Studi Kasus pada Negara Indonesia dan Malaysia)”**. Penulisan skripsi ini bertujuan sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Skripsi ini dapat selesai dengan bantuan berbagai pihak, sehingga pada kesempatan kali ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Dr. Suharnomo, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E. selaku Ketua Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro dan selaku Dosen Pembimbing. Terima kasih Bapak telah bersedia meluangkan waktu, tenaga, dan pikiran untuk membimbing dengan sabar dalam memberikan wawasan, koreksi dan nasihat kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini. Terima kasih Bapak telah memberikan kesempatan penulis untuk belajar lebih banyak.
3. Bapak I Made Bayu Dirgantara, SE., MM. selaku Dosen Wali yang memberikan pengarahan dalam kegiatan akademik selama masa studi penulis.
4. Bapak Drs.H. Mustafa Kamal, MM. selaku Dosen Wali yang memberikan pengarahan dalam kegiatan akademik selama masa studi penulis.

5. Semua dosen di Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Terima kasih Bapak dan Ibu telah memberikan wawasan dan berbagi pengalaman.
6. Orang tua tercinta, Amak dan Abak, Terima kasih atas doa dan pengorbanan yang diberikan selama ini. Kakak-kakak tersayang, Uni, Uda, Lina, Meri, Yeni dan Resa. Terima kasih atas motivasi dan dukungan yang diberikan.
7. Afriyani yang meyakinkan bahwa semua akan indah pada waktunya dan yang membangun mimpi bersama penulis.
8. Sahabat-sahabat di Padang, Tya, pipi, Adi, Jamil, Nanda, Dian, Yesi, Dara, Neneng, dan Yanti yang telah memberikan banyak pengalaman dan memberi semangat dan doa kepada penulis.
9. Sahabat-sahabat di Manajemen 2014, Rahma, Rahma, Surwati, Beby, Ulfa, Erna, Mae, Ayu, Rere, Ratih, Jihan, Sinta dan teman-teman lain yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terimakasih atas semangat dan dukungan yang telah diberikan selama ini.
10. Sahabat-sahabat kos Mulawarman, Ulfi, Winna, Dinni, Lonna, Esti dan ovi. Terimakasih atas bantuan selama ini.
11. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini, penulis masih banyak kekurangan dan jauh dari sempurna. Maka dari itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang dapat membangun guna perbaikan skripsi ini. Penulis berharap agar skripsi ini dapat bermanfaat bagi banyak pihak, khususnya pihak-pihak yang berkepentingan dalam pasar modal dan pembuat kebijakan.

Semarang, 05 Maret 2018

Penulis

Resi Junita Anwar

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTO DAN PERSEMBAHAN	v
ABSTRACT	vi
ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	17
1.3 Tujuan Penelitian	19
1.4 Kegunaan Penelitian	19
1.5 Sistematika Penulisan	20
BAB II TELAAH PUSTAKA	22
2.1 Landasan Teori	22
2.1.1 Pasar Modal	22
2.1.2 Pasar Modal Syariah	23
2.1.3 Saham Syariah	25
2.1.4 Sukuk	27
2.1.5 Produk Domestik Bruto	28
2.1.6 <i>Trade Openness</i>	29
2.1.7 <i>Flight-to-Quality and Flight-to-Quantity Phenomenon</i>	29
2.1.8 <i>Finance-growth Nexus Theory</i>	31
2.1.9 <i>Endogenous Growth Theory</i>	34
2.2 Penelitian Terdahulu	35
2.3 Hubungan Antarvariabel	46

2.3.1 Hubungan antara Perkembangan Pasar Saham Syariah dan Perkembangan Pasar Sukuk -----	46
2.3.2 Hubungan antara Perkembangan Pasar Saham Syariah dan Pertumbuhan Ekonomi -----	47
2.3.3 Hubungan antara Perkembangan Pasar Sukuk dan Pertumbuhan Ekonomi -----	48
2.3.4 Hubungan <i>Trade Openness</i> terhadap Perkembangan Pasar Modal Syariah -----	50
2.3.5 Hubungan <i>trade openness</i> terhadap pertumbuhan ekonomi -----	51
2.3.6 Kerangka Pemikiran Teoritis -----	52
2.4 Hipotesis -----	53
BAB III METODE PENELITIAN -----	55
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional -----	55
3.1.1 Variabel Penelitian -----	55
3.1.2 Definisi Operasional -----	56
3.2 Populasi dan Sampel -----	58
3.2.1 Populasi -----	58
3.2.2 Sampel -----	58
3.3 Jenis dan Sumber Data -----	59
3.4 Metode Pengumpulan Data -----	60
3.5 Metode Analisis -----	60
3.5.1 Uji Stasioner -----	62
3.5.2 Penentuan Lag Optimal -----	63
3.5.3 Uji Kointegrasi -----	64
3.5.4 Uji Stabilitas -----	64
3.5.5 Analisis Vector Auto-Regressive (VAR) -----	65
3.5.6 Analisis Vector Error Correlation Model (VECM) -----	66
3.5.7 Uji Kausalitas -----	67
3.5.8 Analisis Impulse Response Function (IRF) -----	69
3.5.9 Analisis Variance Decomposition -----	70
BAB IV HASIL DAN ANALISIS -----	71
4.1 Deskripsi Objek Penelitian -----	71

4.2 Analisis Data -----	72
4.2.1 Indonesia-----	72
4.2.2 Malaysia -----	91
4.3 Pembahasan-----	110
4.3.1 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Kausalitas Perkembangan Pasar Sukuk dan Perkembangan Pasar Saham Syariah -----	110
4.3.2 Pembahasan Hasil Uji Hubungan Kausalitas Pertumbuhan Ekonomi dengan Perkembangan Pasar Saham Syariah -----	111
4.3.3 Pembahasan Hasil Uji Hubungan kausalitas Perkembangan Pasar Sukuk dan Pertumbuhan Ekonomi-----	113
4.3.4 Pembahasan Hasil Uji Hubungan <i>Trade Openness</i> terhadap Perkembangan Pasar Saham Syariah -----	115
4.3.5 Pembahasan Hasil Uji Hubungan <i>Trade Openness</i> terhadap Perkembangan Pasar sukuk -----	115
4.3.6 Pembahasan Hasil Uji Hubungan <i>Trade Openness</i> terhadap Pertumbuhan Ekonomi -----	116
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN -----	117
5.1 Kesimpulan -----	117
5.2 Keterbatasan -----	118
5.3 Saran-----	119
5.3.1 Implikasi Kebijakan-----	119
5.3.2 Saran untuk Penelitian yang akan Datang -----	120
DAFTAR PUSTAKA -----	121

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Rincian Keuangan Syariah berdasarkan Segmentasi Area -----	3
Tabel 1.2	10 Negara dengan <i>Nilai Quantitative Development Indicator Terbesar</i> -----	5
Tabel 1.3	Perkembangan Pasar Modal Syariah, Rata-Rata Pertumbuhan PDB, dan Ekspor Barang dan Jasa di Indonesia-----	6
Tabel 1.4	Ringkasan Research Gap Penelitian Terdahulu -----	15
Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu -----	40
Tabel 3.1	Definisi Operasional -----	58
Tabel 3.2	Sumber Data -----	59
Tabel 4.1	Hasil Uji Unit Root pada Tingkat Level -----	72
Tabel 4.2	Hasil Uji Unit Root pada First Difference -----	73
Tabel 4.3	Hasil Uji Lag Optimum-----	74
Tabel 4.4	Uji Kointegrasi Johansen-----	75
Tabel 4.5	Hasil Uji Stabilitas Model VECM -----	76
Tabel 4.6	Hasil Uji VECM-----	78
Tabel 4.7	Hasil Uji Kausalitas Granger -----	82
Tabel 4.8	Hasil Uji Variance Decomposition PPS-----	88
Tabel 4.9	Hasil Uji Variance Decomposition PPSA -----	89
Tabel 4.10	Hasil Uji Variance Decomposition PE -----	90
Tabel 4.11	Hasil Uji Unit Root pada Tingkat Level -----	91
Tabel 4.12	Hasil Uji Unit Root pada First Difference -----	92
Tabel 4.13	Hasil Uji Lag Optimum-----	93
Tabel 4.14	Uji Kointegrasi Johansen-----	94

Tabel 4.15 Hasil Uji Stabilitas Model VECM -----	95
Tabel 4.16 Hasil Uji VECM-----	96
Tabel 4.17 Hasil Uji Kausalitas Granger -----	100
Tabel 4.18 Hasil Uji Variance Decomposition PPS-----	105
Tabel 4.19 Hasil Uji Variance Decomposition PPSA -----	106
Tabel 4.20 Hasil Uji Variance Decomposition PE -----	107
Tabel 4.21 Rekapitulasi Hasil Pengujian -----	108

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	10 Negara dengan <i>Outstanding</i> Sukuk Terbesar-----	4
Gambar 2.1	Kerangka Pemikiran -----	52
Gambar 4.1	Hasil Uji Impulse Response Function (IRF) -----	86
Gambar 4.2	Hasil Uji Impulse Response Function (IRF) -----	103

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 DATA EXCEL -----	126
LAMPIRAN 2 HASIL OLAH DATA-----	132
LAMPIRAN 3 DATA T TABEL -----	153

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal menjalankan fungsi sebagai lembaga perantara (*intemediaries*) yang memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara. Fungsi pertama dari pasar modal adalah sebagai sarana pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (*investor*). Fungsi kedua yakni sebagai sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan yang memungkinkan upaya diversifikasi. Dalam menjalankan fungsinya, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana jual beli instrumen jangka panjang seperti saham, obligasi, reksadana, dan instrumen derivatif. Perusahaan menerbitkan instrumen pasar modal seperti saham dan obligasi untuk memperoleh dana bagi keberlangsungan bisnisnya. Dana tersebut dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain. Masyarakat menempatkan dana yang dimiliki demi memperoleh keuntungan berdasarkan karakteristik risiko dan keuntungan masing-masing instrumen. Saham merupakan instrumen keuangan yang bersifat kepemilikan dengan keuntungan berupa *capital gain* dan dividen. Obligasi merupakan instrumen bersifat hutang dengan bentuk pendapatan berupa *yield to maturity* dan kupon.

Dalam 10 tahun terakhir, industri keuangan syariah telah mengalami perkembangan yang pesat. Sistem keuangan syariah khususnya pasar modal syariah dijadikan alternatif bagi sistem keuangan konvensional yang tingkat

volatilitasnya dinilai tinggi. Pasar modal syariah dilandaskan pada prinsip-prinsip yang operasionalnya secara umum sejalan dengan hukum islam dengan tujuan untuk pemerataan tingkat kemakmuran. Instrumen utama yang diperdagangkan di pasar modal syariah berbentuk penyertaan modal (saham) dan sukuk. Saham merupakan salah satu bentuk penanaman modal pada suatu badan usaha yang dilakukan dengan menyetorkan sejumlah dana dengan tujuan untuk menguasai sebagian hak pemilikan atas perusahaan. Pemegang saham syariah mendapatkan hasil melalui pembagian dividend dan *capital gain* dengan asas bagi hasil. Menurut fatwa DSN no: 32/DSN-MUI/I/2002, sukuk (obligasi syariah) merupakan surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil atau marjin atau *fee* serta membayar kembali dana obligasi syariah pada saat jatuh tempo.

Sebagai salah satu efek syariah, sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi. Sukuk merupakan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek sedangkan obligasi konvensional merupakan surat utang. Menurut Haugen (dalam Adrian, 2011), setiap instrumen investasi memiliki karakteristik yang berbeda satu sama lain. Investasi dalam bentuk saham akan lebih tepat dilakukan bagi investor yang berorientasi pada pertumbuhan, sedangkan investasi pada obligasi dipandang lebih tepat untuk dilakukan apabila investor berorientasi pada pendapatan tetap. Karakteristik berbeda antar instrumen dapat menjadi

pertimbangan bagi pihak-pihak yang berkepentingan untuk memilih instrumen sumber pembiayaan maupun investasi.

Munculnya sukuk telah menjadi salah satu perkembangan paling signifikan di pasar modal syariah dalam beberapa tahun terakhir. Sukuk yang diterbitkan sudah mencapai 318.5 miliar dolar AS pada akhir tahun 2016. Menurut *The Islamic Financial Services Board (IFSB) report*, tahun 2016 merupakan tahun yang relatif lebih baik bagi pasar sukuk. Dibandingkan tahun 2015, penerbitan sukuk global mengalami peningkatan sebesar 6.06 persen atau sekitar 318.5 miliar dolar AS pada tahun 2016 (2015: 300.3 miliar dolar AS).

Tabel 1.1
Rincian Keuangan Syariah berdasarkan Segmentasi Area
(dalam miliar dolar, per akhir tahun 2016*)

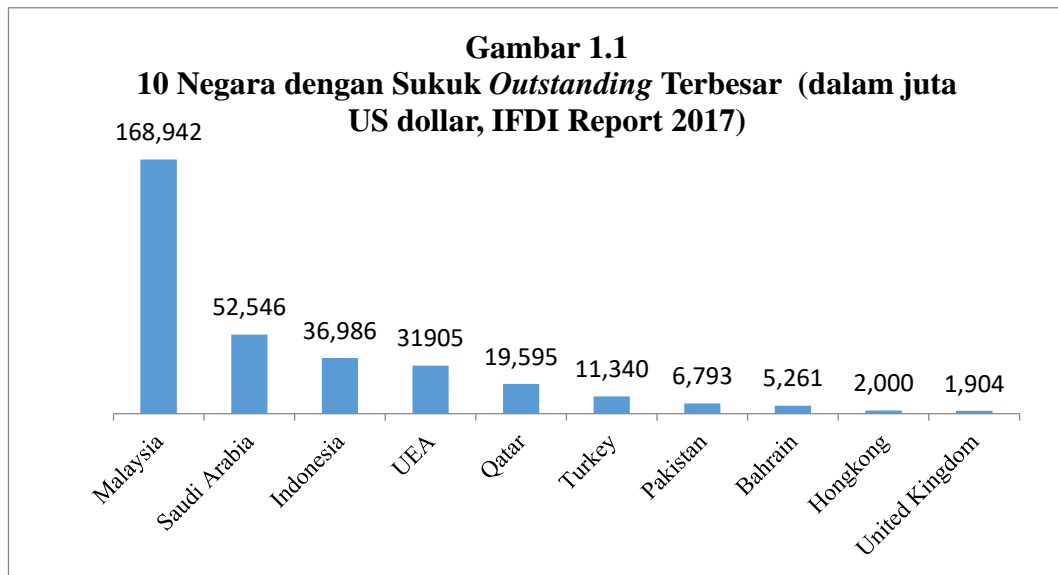
Region	Islamic Banking	Sukūk Outstanding	Islamic Funds Assets	Takāful Contributions	Total
Asia	218.6	182.7	19.8	4.4	425.5
GCC	650.8	115.2	23.4	11.7	801.1
MENA (ex-GCC)	540.5	16.6	0.2	8.4	565.7
Africa (ex-North Africa)	26.6	1.9	1.5	0.6	30.6
Others	56.9	2.1	11.2	--	70.2
Total	1,493.40	318.5	56.1	25.1	1,893.10

* Data untuk sukūk dan reksadana merupakan data satu tahun 2016; data Islamic banking per kuartal 1 tahun 2016; data takāful merupakan data pada akhir tahun 2015.

Sumber data: *IFSB Secretariat Workings*

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa Asia memiliki nilai *outstanding* sukuk tertinggi yakni sebesar 182.7 miliar AS dan GCC menempati tempat kedua dengan nilai outstanding sebesar 115.2 miliar AS. Adapun sejarah pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT. Danareksa Investment Management pada 3 Juli 1997 dan perkembangan pasar modal syariah mencapai tonggak sejarah baru di indonesia dengan disahkannya

UU Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) pada tanggal 7 Mei 2008.



Sumber: ICD Thomson Reuters

Gambar 1.1 menyajikan data 10 negara dengan *outstanding* sukuk terbesar. Pada tahun 2017, dapat diketahui bahwa berdasarkan *Islamic Finance Development Report 2017*, Indonesia berada di posisi ketiga negara dengan nilai sukuk *outstanding* terbesar yaitu senilai USD36,986 juta. Negara yang memiliki nilai sukuk terbesar pertama yaitu Malaysia dan diikuti oleh Arab Saudi pada posisi kedua. Dari sisi penerbitan sukuk, Indonesia dengan nilai penerbitan sebesar USD14,363 juta berada pada posisi kedua terbesar setelah Malaysia yang memiliki nilai penerbitan sukuk sebesar USD38,968 juta (*IFDI report 2017*). Namun demikian, jika dilihat dari nilai *Quantitative Development Indicator Global Average*, Indonesia berada di posisi sepuluh. Masih tertinggal jauh jika dibandingkan dengan negara Malaysia yang berada pada posisi pertama.

Tabel 1.2
10 Negara dengan Nilai Quantitative Development Indicator Terbesar
(IFDI Report 2017)

Posisi	Negara	Nilai
1	Malaysia	81
2	Iran	73
3	Kuwait	52
4	Saudi Arabia	48
5	Bahrain	38
6	UAE	30
7	Pakistan	28
8	Qatar	25
9	Bangladesh	24
10	Indonesia	23

Sumber data: ICD Thomson Reuters

ICD Thomson Reuters Islamic Finance Development Indicator (IFDI) adalah indeks gabungan yang mengukur keseluruhan perkembangan industri keuangan islam dengan memberikan penilaian menyeluruh terhadap kinerja semua bagian produk dan layanan keuangan syariah yang sejalan dengan tujuan prinsip-prinsip islam. Indikator ini menggambarkan perkembangan dan kesehatan industri keuangan global yang dispesifikasi menurut negara dan tingkatan indikatornya. Dari Tabel 1.2 dapat diketahui bahwa walaupun jumlah penerbitan sukuk Indonesia berada di posisi kedua terbesar di dunia, namun saat ini perkembangan produk dan layanan keuangan islam Indonesia masih berada di posisi 10 dengan nilai IFDI sebesar 23. Sangat jauh tertinggal dibandingkan negara tetangga (Malaysia) yang menempati posisi pertama dengan nilai IFDI 81. Hal ini berarti bahwa perkembangan industri keuangan syariah (produk dan layanan keuangan islam) di Indonesia masih lambat jika dibandingkan Malaysia, Iran, Kuwait, dan negara lainnya.

Pasar saham dan Pasar sukuk Indonesia, yang merupakan bagian dari industri keuangan islam, diketahui memiliki perkembangan yang berbeda. Perkembangan pasar modal syariah dapat diukur menggunakan *stock market capitalization* sebagai proksi pasar saham dan *outstanding sukuk korporasi* sebagai proksi pasar sukuk. Proksi dari pasar saham dan pasar sukuk tersebut menunjukkan masing-masing perkembangan dari pasar saham dan pasar sukuk di Indonesia. Berdasarkan data yang ada, dapat diketahui bahwa selama periode tahun 2011-2017 pasar saham dan pasar sukuk mengalami pertumbuhan. Sejak tahun 2011-2017 *stock market capitalization* mengalami pertumbuhan sebesar Rp1,736,451.72 Miliar, walaupun sempat menurun pada tahun 2015. *Outstanding sukuk* juga memperlihatkan pertumbuhan dari tahun ke tahun kecuali pada tahun 2014.

Tabel 1.3
Perkembangan Pasar Modal Syariah, Rata-Rata Pertumbuhan PDB, dan Ekspor Barang dan Jasa di Indonesia

Tahun	<i>Stock Market Capitalization</i> (Rp Miliar)	<i>Change</i> (%)	<i>Outstanding sukuk</i> (Rp Miliar)	<i>Change</i> (%)	<i>GDP Growth</i>	Exports of goods and services (% GDP)
2011	1,968,091.37		5,876		6.17	26.33
2012	2,451,334.37	0.25	6,883	0.17	6.03	24.59
2013	2,557,846.77	0.04	7,553	0.09	5.56	23.92
2014	2,946,892.79	0.15	7,105	-0.06	5.01	23.67
2015	2,600,850.72	-0.12	9,902	0.39	4.88	21.15
2016	3,175,053.04	0.22	11,878	0.20	5.02	19.08
2017	3,704,543.09	0.17	15,740.5	0.32	5.06	17.16

Sumber: World Development Indicator, Badan Pusat Statistik, dan Otoritas Jasa Keuangan Indonesia (2018), data diolah

Tabel 1.3 menyajikan perbedaan pada perkembangan pasar saham syariah, perkembangan pasar sukuk, rata-rata pertumbuhan produk domestik bruto (PDB), dan tingkat ekspor barang dan jasa di Indonesia. Data perkembangan pasar sukuk dan pasar saham syariah pada Tabel 1.3 menunjukkan adanya perbedaan perkembangan antara kedua pasar dari tahun ke tahun. Seperti pada tahun 2014 sukuk mengalami pertumbuhan yang negatif, sedangkan pasar saham syariah mengalami pertumbuhan yang positif. Pada tahun 2015 pasar sukuk meningkat sebesar 0.39 persen, sedangkan pasar saham mengalami penurunan sebesar 0.12 persen. Pasar saham dan pasar obligasi mengalami pertumbuhan positif secara bersama-sama pada tahun 2011, 2012, 2013, 2014 dan 2017.

Perkembangan pasar saham syariah dan pasar sukuk yang tidak selalu searah dapat dijelaskan oleh hubungan antar kedua instrumen. Untuk itu, di pasar modal syariah sama halnya di pasar modal konvensional, investor perlu memperhatikan hubungan antara saham dan obligasi syariah (sukuk). Karena hubungan antar kedua instrumen merupakan salah satu hal yang paling mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan alokasi aset. Pertimbangan antara hubungan saham syariah dan sukuk juga dapat digunakan untuk mengambil keputusan-keputusan lain, seperti optimisasi portofolio, manajemen risiko, dan keputusan *hedging*. Di sisi lain, pemerintah juga dapat menggunakan informasi hubungan saham dan sukuk untuk landasan kebijakan inflasi dan pandangan atas aktivitas perekonomian suatu negara.

Perkembangan pasar saham dan perkembangan pasar sukuk juga tidak bisa dilepaskan dengan keadaan ekonomi suatu negara. Sebagaimana menurut Ahmed

dan Mmolainyane (2014), perkembangan pasar keuangan mempunyai peran yang signifikan dalam pertumbuhan ekonomi. Sehingga di industri keuangan syariah perlu dilihat hubungan antara perkembangan pasar saham, pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi. Tabel 1.3 menyajikan perbedaan pada perkembangan pasar modal syariah dan pertumbuhan PDB. Dimana Pada tahun 2015, Penurunan pada pertumbuhan PDB sebesar 0.13 persen juga dialami oleh pasar saham yang mengalami penurunan sebesar 0.12 persen. Berbeda dengan pasar sukuk yang pada tahun 2015 mengalami pertumbuhan. Sedangkan perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan PDB bergerak secara searah bersama-sama pada tahun 2014. Pada tahun tersebut, penurunan sebesar 0.55 persen pada nilai rata-rata pertumbuhan PDB direspon sama oleh pasar sukuk dimana *outstanding* sukuk turun sebesar 0.06 persen. Sedangkan pada tahun yang sama, pasar saham mengalami pertumbuhan sebesar 0.15 persen. Perkembangan pasar saham, perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan PDB bergerak secara searah pada tahun 2016 dan 2017, dimana pada tahun tersebut ketiga sektor sama-sama mengalami peningkatan.

Fenomena lain yang ada di industri keuangan saat ini adalah timbulnya pasar keuangan yang lebih terintegrasi. Sehingga memungkinkan investor untuk melakukan investasi antarnegara. Keadaan ini memberikan kesempatan yang lebih luas bagi investor asing untuk melakukan alokasi aset di berbagai negara untuk mendapatkan tambahan modal. Suatu negara yang memiliki pasar keuangan yang terpercaya dan menarik serta lebih terbuka (*trade openness*) dapat meningkatkan jumlah investor, baik investor lokal maupun investor asing. Literatur

menunjukkan manfaat dari *trade openness* terhadap pasar modal dalam dua cara. Pertama, *trade openness* mendorong pertumbuhan pasar modal dengan cara meningkatkan permintaan terhadap produk dan layanan keuangan. Peningkatan permintaan ini dikarenakan meningkatnya risiko dan volatilitas pendapatan yang terhubung dengan *trade openness* (Newbery and Stiglitz 1984, Svaleryd and Vlachos 2002, Vazakidis and Adamopoulos 2009). Kedua, *trade openness* bermanfaat bagi pertumbuhan pasar modal melalui peningkatan dari segi penawaran pasar saham (Rajan and Zingales 2003, Braun and Raddatz 2005). Menurut Rajan and Zingales (2003) *trade openness* dapat diprosikan oleh jumlah ekspor dan impor barang dan jasa suatu negara.

Dari data yang tersedia pada Tabel 1.3 dapat diketahui bahwa ekspor barang dan jasa di Indonesia mengalami penurunan sebesar 7.25 persen selama periode 2011-2016. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa selama periode tersebut tingkat keterbukaan perdagangan (*trade openness*) negara Indonesia mengalami penurunan. Pada tahun 2015 ekspor barang dan jasa mencatatkan penurunan terbesar, yakni 2.51 persen. Secara bersamaan pada tahun tersebut, pasar saham mencatatkan penurunan sebesar 0.12 persen disertai dengan menurunnya pertumbuhan PDB sebesar 0.13 persen sedangkan pasar sukuk mengalami peningkatan sebesar 0.39 persen.

Beberapa penelitian sebelumnya terkait perkembangan pasar saham konvensional, perkembangan pasar obligasi, pertumbuhan ekonomi, dan *trade openness* telah dilakukan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Ngare, et al. (2014), perkembangan pasar saham berpengaruh positif terhadap pertumbuhan

ekonomi. Dengan membandingkan negara yang memiliki pasar saham dan negara yang tidak memiliki pasar saham, hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa negara yang memiliki pasar saham cenderung tumbuh lebih cepat dibandingkan dengan negara-negara yang tidak memiliki pasar saham. Pasar saham berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi dikarenakan pasar saham mendorong pergerakan dana menganggur menjadi modal produktif dan berguna yang nantinya akan berdampak positif terhadap perekonomian suatu negara. Pendapat ini juga didukung oleh hasil penelitian Atje dan Jovanovic (1993), Beck dan Levine (2004), Adjasi dan Biekpe (2006), Yartey (2007), Ho dan Iyke (2016).

Disisi lain, saat perekonomian suatu negara tumbuh dan berkembang, surplus akan terkumpul dan nantinya akan meningkatkan pasar keuangan, termasuk pasar saham. Hal ini menunjukkan adanya hubungan dua arah antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Pernyataan ini didukung oleh hasil penelitian Marques et al. (2013), yang menunjukkan hubungan dua arah antara pasar saham dan pertumbuhan ekonomi di Portugal. Pradhan et al. (2014) juga meneliti hubungan dua arah antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Dengan melihat hubungan dua arah dalam jangka panjang dan jangka pendek di beberapa negara, hasil penelitian membuktikan bahwa hubungan dua arah dalam jangka pendek hanya terjadi di beberapa negara dan tidak terjadi di negara lain. Di Australia, Kanada, Cina, India, Jepang, New Zealand, Korea, Rusia, dan Amerika Serikat terdapat hubungan timbal balik antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan di negara Brunei, Burma, Kamboja, Indonesia, Laos, Malaysia, Filipina, Singapura,

Thailand, dan Vietnam tidak ditemukan hubungan yang signifikan antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Pendapat lain dikemukakan oleh Olwenyand dan Kimani (2011), mereka meneliti hubungan antara pasar saham dan pertumbuhan ekonomi di Kenya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya terdapat hubungan satu arah antara pertumbuhan ekonomi dan perkembangan pasar saham. Sedangkan penelitian yang dilakukan Ritter (2005) menunjukkan korelasi negatif antara pertumbuhan pendapatan per kapita dengan imbal hasil ekuitas.

Penelitian berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi dan pasar obligasi telah dilakukan dan menunjukkan hubungan yang positif. Baik pada obligasi pemerintah maupun obligasi perusahaan (Bhattacharyay, 2013). Selanjutnya, hubungan dua arah antara pertumbuhan ekonomi dan pasar obligasi juga telah dilakukan (Pradhan et al., 2015). Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan timbal balik antara perkembangan pasar obligasi publik dan pertumbuhan ekonomi di negara maju. Namun hubungan timbal balik tersebut tidak ditemui di negara berkembang. Enisan dan Olufisayo (2009) melakukan penelitian uji kausalitas Granger menggunakan metode VAR, hasil penelitian menunjukkan bahwa di Cote D'Ivoire, Kenya, Morocco, dan Zimbabwe ditemukan adanya hubungan dua arah antara perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi.

Penelitian berkaitan dengan hubungan perkembangan pasar saham dan perkembangan pasar obligasi belum banyak dilakukan. Muharam dan Setyowati (2017) melakukan penelitian untuk melihat perkembangan pasar saham dan

perkembangan pasar obligasi di Negara Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina dengan menggunakan metode analisis VAR dan VECM. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan secara satu arah antara perkembangan pasar obligasi dengan perkembangan pasar saham di Malaysia dan Indonesia. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa di Thailand dan di Filipina tidak terdapat hubungan, baik secara satu arah maupun dua arah antara perkembangan pasar saham dengan perkembangan pasar obligasi. Penelitian yang dilakukan oleh Wanyama et al. (2016) untuk melihat hubungan antara ukuran perkembangan pasar saham dan pertumbuhan pasar obligasi di Kenya, menunjukkan bahwa ukuran pasar saham berkorelasi positif terhadap pertumbuhan pasar obligasi. Hasil penelitian ini didukung oleh Patoda dan Jain (2012), dan Raghavan and Sarwono (2012).

Penelitian berkaitan dengan *trade openness* juga telah dilakukan sebelumnya. *Trade openness* berdampak positif terhadap perkembangan pasar saham dan pasar obligasi melalui peningkatan dari segi penawaran dan permintaan (Rajan and Zingales 2003, Braun and Raddatz 2005). El-Wassal (2005) dan Sin-Yu Ho (2017) juga meneliti dampak dari *trade openness* terhadap pasar saham. Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa *trade openness* berdampak positif terhadap perkembangan pasar saham.

Di industri keuangan syariah, Penelitian terkait hubungan perkembangan keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi juga telah dilakukan. Abduh, Brahim dan Omar (2012) meneliti hubungan perkembangan keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi negara Bahrain. Menggunakan data *Islamic total financing*

dan *Islamic total deposit* untuk periode 2000Q1-2010Q4, Hasil penelitian menunjukkan dalam jangka panjang terdapat hubungan positif signifikan antara keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi. Dalam jangka pendek tidak ditemukan hubungan antara kedua variabel. Dan secara keseluruhan, terdapat hubungan dua arah antara keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi. Namun kebanyakan penelitian terdahulu menggunakan perbankan islam sebagai proksi perkembangan industri keuangan syariah (Yusof and Bahlous 2013; Abdul Manap, Abduh and Omar, 2012; Abduh, Brahim and Omar 2012; Furqani and Mulyany, 2009; Kassim, 2016) dan masih sedikit yang melihat hubungan antara keuangan syariah dan pertumbuhan ekonomi menggunakan proksi perkembangan pasar modal.

Penelitian yang melihat hubungan antara perkembangan pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi juga masih terbatas. Sejauh ini yang meneliti keterkaitan perkembangan pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi hanya dilakukan oleh Istiqomah (2012). Dengan menggunakan metode analisis VAR-VECM, hubungan satu arah antara pasar saham syariah dan variabel moneter negara Indonesia diteliti. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan kenaikan nilai pada indeks JII akan meningkatkan GDP pada jangka panjang. Atau dapat dikatakan bahwa kenaikan nilai indeks pasar saham syariah berkorelasi positif terhadap pertumbuhan ekonomi.

Penelitian yang dilakukan oleh Said et al. (2013) di beberapa negara untuk melihat determinan dari sukuk, menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Disisi lain Smaoui et al.

(2017) meneliti pengaruh perkembangan pasar sukuk terhadap pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perkembangan pasar sukuk berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Hal ini mengindikasikan adanya hubungan dua arah antara pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi.

Selanjutnya, beberapa penelitian juga telah dilakukan untuk melihat hubungan pasar saham syariah dan pasar sukuk. Aloui dkk. (2015,a), meneliti *co-movement* antara saham syariah dan sukuk di negara *Gulf Cooperation Council* (GCC) menggunakan pendekatan *wavelet squared coherency*. Mereka menemukan ketergantungan yang kuat antara saham Syariah dan indeks sukuk di negara-negara tersebut. Aloui dkk. (2015,b) juga menyelidiki volatilitas spillovers antara saham syariah dan sukuk di negara-negara GCC, menggunakan model DCC-GARCH. Mereka menemukan korelasi negatif yang bervariasi antara indeks sukuk dan saham Syariah di negara-negara tersebut. Hasil berbeda ditunjukkan Naifar and Mseddi (2013) juga menganalisis hubungan antara sukuk yield, kondisi pasar saham dan variabel makroekonomi, dengan menggunakan regresi linier. Mereka menemukan bahwa spread yield sukuk bereaksi positif terhadap pasar saham, yang berarti bahwa kenaikan pada *stock index return* akan diikuti oleh kenaikan yield sukuk. Namun demikian, sejauh ini masih belum ada penelitian terdahulu yang melihat secara spesifik hubungan antara perkembangan pasar saham syariah dan pasar sukuk, baik melihat hubungan satu arah maupun dua arah.

Hasil berbeda juga ditemukan pada hubungan pasar sukuk dan *trade openness*. Said dan Grassa (2013) dan meneliti determinan perkembangan pasar sukuk di 10 negara. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *trade openness* berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Hasil ini juga didukung oleh penelitian Xian et al. (2015). Sedangkan Smaoui (2016) menyatakan bahwa *trade openness* tidak begitu berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk. Disisi lain, walaupun penelitian tentang hubungan *trade openness* dengan sukuk telah banyak dilakukan, namun masih belum ada penelitian terdahulu yang menghubungkan *trade openness* dengan pasar saham syariah.

Tabel 1.4
Ringkasan Research Gap Penelitian Terdahulu

No	Variabel	Penelitian terdahulu	Hasil penelitian
1	Perkembangan pasar saham konvensional dan pertumbuhan ekonomi	Ngare et al. (2014), Atje et al. (1993), Levine et al. (1998), Beck et al. (2004), Adjasi et al. (2006), Van Nieuwerburgh et al. (2006), Yartey (2007; 2010).	Perkembangan pasar saham berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi.
		Ritter (2005), seyed (2010)	Tidak terdapat hubungan kausalitas antara indikator makroekonomi dan harga pasar saham.
2	Hubungan dua arah antara pasar saham konvensional dan pertumbuhan ekonomi	Marques et al. (2013), Pradhan et al. (2014), dan Enisan et al. (2009)	Terdapat hubungan dua arah antara pasar saham dan pertumbuhan ekonomi.
		Olwenyand and Kimani (2011)	Hanya terdapat hubungan satu arah antara pertumbuhan ekonomi dan perkembangan pasar saham
3	Pasar obligasi dan pertumbuhan	Pradhan et al., (2015)	Terdapat hubungan timbal balik antara perkembangan

No	Variabel	Penelitian terdahulu	Hasil penelitian
	ekonomi		pasar obligasi dan pertumbuhan ekonomi di negara maju.
		Pradhan et al., (2015)	Tidak terdapat hubungan timbal balik antara perkembangan pasar obligasi dan pertumbuhan ekonomi di negara negara berkembang.
4	Perkembangan pasar saham konvensional dan pasar obligasi	Muharam dan Setyowati (2017), Wanyama et al. (2016), Patoda et al. (2012), dan Raghavan et al. (2012)	Terdapat hubungan positif satu arah antara perkembangan pasar obligasi dengan perkembangan pasar saham.
		Muharam dan Setyowati (2017)	Tidak terdapat hubungan, baik secara satu arah maupun dua arah antara perkembangan pasar saham dengan perkembangan pasar obligasi di Thailand dan di Filipina.
5	Pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi	Istiqomah (2012)	Perkembangan pasar saham syariah berkorelasi positif terhadap pertumbuhan ekonomi (hubungan satu arah).
6	Pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi	Said et al. (2013)	Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk.
		Smaoui et al. (2017)	Perkembangan pasar sukuk berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi.
7	Perkembangan pasar saham syariah dan pasar sukuk		Belum ada penelitian terdahulu yang melihat secara spesifik hubungan perkembangan pasar saham syariah dan pasar sukuk.
8	Pasar sukuk dan trade openness	Said et al. (2013) dan Xian et al. (2015)	<i>Trade openness</i> berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk.
		Smaoui (2016)	<i>Trade openness</i> tidak begitu berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk.
9	Pasar saham		Belum ada penelitian

No	Variabel	Penelitian terdahulu	Hasil penelitian
	syariah dan trade openness		terdahulu yang menghubungkan Pasar saham syariah dan <i>trade openness</i> .

Sumber: kumpulan jurnal

Berdasarkan *fenomena gap* dan *research gap* yang telah dijabarkan, maka dilakukan penelitian untuk melihat hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham syariah, perkembangan pasar sukuk, dan pertumbuhan ekonomi di negara Indonesia dan negara Malaysia dalam periode tahun 2008–2017. Selain itu, pengujian juga dilakukan untuk mengetahui hubungan ketiga variabel dengan tingkat *trade openness* masing-masing negara. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji Kausalitas Granger, uji Model VAR, dan uji Model VECM. Negara Indonesia dan Malaysia dipilih sebagai sampel penelitian dikarenakan kedua negara tersebut memiliki nilai *market share* saham syariah yang lebih besar dari nilai saham konvensional (persentase saham syariah Indonesia 54.98% dan Malaysia 75%) dan menempati posisi teratas dalam penerbitan sukuk terbesar di dunia.

1.2 Rumusan Masalah

Dari latar belakang yang telah diuraikan, dapat diketahui bahwa terjadi *fenomena gap* dan *research gap* dalam industri pasar modal syariah Indonesia. Perkembangan pasar saham, perkembangan pasar sukuk, dan pertumbuhan ekonomi tidak sama dari tahun ke tahun. Perkembangan di pasar saham syariah tidak selalu diikuti oleh perkembangan pasar sukuk. Pertumbuhan pasar sukuk yang positif juga tidak selalu diikuti oleh peningkatan pada pasar saham. Begitu

juga peningkatan pertumbuhan ekonomi tidak selalu diikuti dengan pertumbuhan positif pada pasar saham syariah dan pasar sukuk. Selain itu, telah banyak penelitian yang dilakukan sebelumnya terkait dengan hubungan perkembangan pasar saham, pasar obligasi, dan pertumbuhan ekonomi dan menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Disisi lain, penelitian yang melihat hubungan pasar saham syariah dan pasar sukuk masih sangat terbatas. Bahkan belum ada penelitian yang meneliti secara spesifik hubungan antara perkembangan pasar sukuk dan perkembangan pasar saham syariah, baik melihat hubungan satu arah maupun hubungan dua arah. Dan belum terdapat penelitian terdahulu yang menghubungkan pasar saham syariah dan *trade openness* suatu negara.

Berdasarkan *fenomena gap* dan *research gap* yang ditemukan, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitian, sebagai berikut :

- 1.2.1 Bagaimana hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham syariah dan perkembangan pasar sukuk?
- 1.2.2 Bagaimana hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi ?
- 1.2.3 Bagaimana hubungan kausalitas antara perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi?
- 1.2.4 Bagaimana hubungan *trade openness* terhadap perkembangan pasar saham?
- 1.2.5 Bagaimana hubungan *trade openness* terhadap perkembangan pasar sukuk?
- 1.2.6 Bagaimana hubungan *trade openness* terhadap pertumbuhan ekonomi?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara perkembangan pasar saham syariah, perkembangan pasar sukuk, pertumbuhan ekonomi, dan *trade openness* yang terjadi di Indonesia dan Malaysia serta menjawab pertanyaan penelitian, antara lain :

- 1.3.1 Menganalisis hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham syariah dan perkembangan pasar sukuk.
- 1.3.2 Menganalisis hubungan kausalitas antara perkembangan pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi.
- 1.3.3 Menganalisis hubungan kausalitas antara perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan ekonomi.
- 1.3.4 Menganalisis hubungan *trade openness* terhadap perkembangan pasar saham syariah.
- 1.3.5 Menganalisis hubungan *trade openness* terhadap perkembangan pasar sukuk.
- 1.3.6 Menganalisis hubungan *trade openness* terhadap pertumbuhan ekonomi.

1.4 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna untuk:

- 1.4.1 Bagi para pelaku pasar modal

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi informasi sebagai landasan pengambilan keputusan investasi dan alokasi aset.

1.4.2 Bagi pemerintah

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna dalam merumuskan kebijakan dan meningkatkan peran pasar modal syariah dalam mendorong pertumbuhan ekonomi negara.

1.4.3 Bagi akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dalam bidang pendidikan, umumnya bidang studi keuangan dan khususnya bidang studi pasar modal syariah.

1.5 Sistematika Penulisan

Untuk mengetahui secara singkat uraian dari keseluruhan isi penelitian maka penelitian ini disusun secara urut dalam beberapa bab, sebagai berikut:

BAB I : PENDAHULUAN

Menguraikan tentang latar belakang dari perkembangan pasar saham syariah, perkembangan pasar sukuk, pertumbuhan ekonomi, dan *trade openness*, rumusan masalah berdasarkan pertanyaan penelitian yang akan dijawab, tujuan dilakukan penelitian, manfaat dari hasil penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II : LANDASAN TEORI

Menguraikan tentang landasan teori yang berkaitan dengan saham syariah, sukuk, pertumbuhan ekonomi, dan *trade openness*, penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini, kerangka pemikiran teoritis, dan hipotesis yang diajukan dalam penelitian.

BAB III : METODE PENELITIAN

Menguraikan tentang variabel yang digunakan dan definisi operasional dari variabel penelitian, populasi dan sampel data yang digunakan, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis data.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Menguraikan tentang hasil pengolahan data dan analisis hasil pengolahan data sesuai dengan metode analisis yang digunakan.

BAB V : PENUTUP

Menguraikan tentang kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran yang dapat digunakan untuk penelitian selanjutnya.