

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Makro Ekonomi

Menurut Tandelilin pengamatan terhadap perubahan beberapa variabel atau indikator ekonomi makro seperti PDB, inflasi, tingkat suku bunga ataupun nilai tukar mata uang, dipercaya bisa membantu investor dalam meramalkan apa yang terjadi pada perubahan pasar modal. Misalnya variabel tingkat suku bunga bisa dipakai dalam meramalkan harga saham atau obligasi yang akan terjadi. Jika investor meramalkan tingkat suku bunga akan meningkat, maka tentunya investor akan bisa memperkirakan bahwa harga obligasi maupun harga saham akan cenderung menurun. Kemampuan untuk meramalkan perubahan variabel-variabel ekonomi makro tentunya akan sangat membantu investor dalam membuat keputusan investasi yang tepat dan menguntungkan.³²

³² Eduardus Tandelilin. *Portofolio dan investasi : teori dan aplikasi*. Yogyakarta: Kasinus. 2010, hal 346 Edisi. 1

Makro ekonomi adalah studi tentang ekonomi secara keseluruhan. Makroekonomi menjelaskan perubahan ekonomi yang mempengaruhi banyak masyarakat, perusahaan dan pasar. Menurut Sadono Sukirno indikator makroekonomi yang terutama adalah:³³ a. Pendapatan nasional, pertumbuhan ekonomi dan pendapatan perkapita; b. Penggunaan tenaga kerja dan pengangguran; c. Tingkat perubahan harga-harga atau inflasi; Kedudukan neraca perdagangan dan neraca pembayaran; d. Kestabilan nilai mata uang domestik.

B. Pertumbuhan Ekonomi

1. Pengertian Pertumbuhan Ekonomi

Menurut Mankiw mendefinisikan PDB (Product Domestic Bruto) atau GDP (*Gross Domestic Product*) sebagai nilai pasar semua barang-barang dan jasa-jasa yang diproduksi dalam perekonomian selama kurun waktu tertentu³⁴. Menurut Tambunan pertumbuhan ekonomi adalah penambahan Produk Domestik Bruto (PDB) yang berarti penambahan pendapatan nasional. Pendapatan riil masyarakat yang lebih besar dari periode waktu sebelumnya menunjukkan adanya implikasi pertumbuhan ekonomi. Untuk dapat mengukur pendapatan riil masyarakat tersebut indikator yang digunakan adalah tingkat pertumbuhan PDB³⁵. Berdasar teori yang dikemukakan Tandelilin menyatakan bahwa faktor-faktor ekonomi makro

³³ Sadono Sukirno. *Makroekonomi, Teori Pengantar*. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada. 2006, hal 17. Edisi ketiga

³⁴ Mankiw, N.Gregory. *Makroekonomi*, hlm. 19.

³⁵ Tambunan, Tulus T.H. *Perekonomian Indonesia*, hlm. 38.

berpotensi mempunyai pengaruh terhadap kondisi pasar modal di beberapa Negara³⁶.

2. Teori Menurut Para Ahli

Menurut Sukirno, ada beberapa teori pertumbuhan ekonomi pemerintah menurut para ahli ekonom antara lain sebagai berikut³⁷:

a. Teori Sollow Swan

Ekonom yang menjadi perintis dalam mengembangkan teori Neo Klasik adalah Robert Sollow dan Trevor Swan yang berkembang sejak tahun 1950-an. Menurut teori ini, pertumbuhan ekonomi bergantung pada penambahan penyediaan faktor-faktor produksi (penduduk, tenaga kerja, akumulasi modal) dan tingkat kemajuan teknologi. Menurut teori ini sampai dimana perekonomian akan berkembang tergantung pada pertumbuhan penduduk, akumulasi modal dan kemajuan teknologi.

b. Teori Harrod-Domar

Teori Harrod-Domar merupakan perluasan dari analisis keynes mengenai kegiatan ekonomi secara nasional dan masalah tenaga kerja. Teori ini berusaha menunjukkan syarat yang dibutuhkan agar perekonomian dapat tumbuh dan berkembang secara mantap (*steady growth*). Teori Harrod-Domar ini mempunyai beberapa asumsi yaitu sebagai berikut:

³⁶ Edardus Tandelilin. *Portofolio*, hlm. 341.

³⁷ Sukirno, Sadono. *Makroekonomi Teori Pengantar*. Edisi 3. Jakarta: Raja Grafindo Persada (Rajawali Perss), 2001, hlm. 335

- 1) Perekonomian dalam pengerjaan penuh (*full employment*) dan barang-barang modal yang ada dalam masyarakat digunakan secara penuh.
- 2) Perekonomian terdiri atas dua sektor, yaitu rumah tangga dan sektor perusahaan.
- 3) Besarnya tabungan masyarakat adalah proporsional dengan besarnya pendapatan nasional, berarti fungsi tabungan dimulai dari titik nol.
- 4) Kecenderungan untuk menabung (*marginal propensity to save* = *MPS*) besarnya tetap, demikian juga rasio antara modal-output (*capital output ratio* = *COR*) dan rasio antara pertambahan modal-output (*incremental capital-output ratio* = *ICOR*)

Teori Harrod-Dommar menunjukkan bahwa walaupun pada suatu tahun tertentu barang-barang modal sudah mencapai kapasitas penuh, pengeluaran agregat pada tahun tertentu akan menyebabkan kapasitas barang modal menjadi semakin tinggi pada tahun berikutnya. Dengan kata lain, investasi yang berlaku dalam tahun tertentu akan menambah kapasitas barang modal untuk mengeluarkan barang dan jasa pada tahun berikutnya.

Investasi atau pembentukan modal, merupakan salah satu sumber pertumbuhan ekonomi. Menurut produknya, investasi dibagi menjadi dua jenis, yaitu investasi pada sektor riil seperti: property,

tanah, komoditi, emas dan lain-lain, dan disektor keuangan seperti tabungan/deposito, obligasi, reksadana, saham dan future serta sejenisnya.

Pada umumnya, para ekonomi menyepakati bahwa tingkat investasi berkoreksi positif dengan pertumbuhan ekonomi. Tingkat investasi yang tinggi akan meningkatkan kapasitas produksi yang pada akhirnya berjuang pada pembukaan lapangan pererjaan baru. Dengan begitu tingkat penganguran bisa direduksi dan pendapatan masyarakat pun meningkat. Adanya investasi juga memungkinkan terjadi transfer teknologi dan penegtahuan dari Negara maju kenegeraan berkembang³⁸

c. Teori Schumpeter

Teori Schumpeter dikemukakan pada tahun 1934 dan diterbitkan dalam bahasa inggris dengan judul *The Theory of Economic Development*. Selanjutnya Schumpeter menggambarkan teorinya tentang proses pembangunan dan faktor utama yang menentukan pembangunan dalam bukunya *Business Cycle*. Menurut Schumpeter, faktor utama yang menyebabkan pertumbuhan ekonomi suatu negara adalah proses inovasi yang dilakukan oleh inovator atau wiraswasta (*entrepreneur*). Dia juga mengemukakan bahwa ada lima macam kegiatan yang dimasukkan sebagai inovasi yaitu sebagai berikut

³⁸ Basuki Pujoalwanto. *Perekonomian Indonesia Tinjauan Historis, Teoritis, dan Empiris*. Yogyakarta: Graha Ilmu, 2014, hlm. 164

memperkenalkan produk baru, memperkenalkan cara berproduksi baru, adanya perubahan organisasi industri menuju efisiensi, penemuan sumber-sumber bahan mentah baru, dan pembukaan pasar-pasar baru.

C. Inflasi

1. Pengertian Inflasi

Pada mulanya inflasi diartikan sebagai kenaikan jumlah uang beredar atau kenaikan likuiditas dalam sebuah perekonomian. Pengertian tersebut mengacu pada gejala umum yang ditimbulkan oleh adanya kenaikan jumlah uang beredar di masyarakat yang diduga telah menyebabkan terjadinya kenaikan harga-harga. Dalam perkembangan lebih lanjut, inflasi secara singkat dapat didefinisikan sebagai kecenderungan menaikinya harga-harga barang dan jasa secara umum berlangsung terus-menerus.³⁹ Inflasi dapat diartikan sebagai kenaikan terus menerus dalam tingkat harga suatu perekonomian akibat adanya kenaikan permintaan agregat atau penawaran agregat⁴⁰. Sedangkan menurut Sukirno, inflasi yaitu kenaikan dalam harga barang dan jasa, yang terjadi karena permintaan bertambah lebih besar dibandingkan dengan penawaran barang di pasar.⁴¹

2. Indikator Inflasi

³⁹ Suseno dan Siti Aisyah, *Inflasi*, hlm. 2-3.

⁴⁰ Mc Eachern, *Ekonomi Makro Pendekatan Kontemporer*. Jakarta: Salemba Empat, 2000. , h. 133.

⁴¹ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori Pengantar*, hlm. 333.

Beberapa indikator makroekonomi yang digunakan untuk mengetahui laju inflasi selama suatu periode tertentu, yaitu:⁴²

a. Indeks Harga Konsumen (*Consumer Price Index*)

Yaitu merupakan angka indeks yang menunjukkan tingkat harga barang dan jasa yang harus dibeli konsumen dalam satu periode tertentu. Angka IHK diperoleh dengan menghitung harga-harga barang dan jasa utama yang dikonsumsi masyarakat dalam satu periode tertentu.

b. Indeks Harga Perdagangan Besar (*Wholesale Price Index*)

Yaitu menunjukkan tingkat harga yang diterima produsen pada berbagai tingkat produksi. Jadi perhitungan IHPB dari sisi produsen.

c. Indeks Harga Implisit (*GDP Deflator*)

Indeks harga implisit (*GDP deflator*) menggambarkan inflasi yang mewakili keadaan sebenarnya. Pada IHK dan IHPB hanya menghitung melingkupi beberapa puluh atau mungkin ratus jenis barang dan jasa dan dibeberapa puluh kota saja. Padahal kenyataannya bahwa barang dan jasa yang diproduksi mencapai ribuan, puluhan ribu bahkan mungkin ratusan ribu. Dan kegiatannya tidak dibeberapa kota saja, melainkan seluruh pelosok wilayah.

⁴² M. Nur Rianto Al Arif, *Teori Makroekonomi Islam (Konsep, Teori dan Analisis)*. Bandung: Alfabeta, 2010, hlm. 94-96.

Menurut Raharja⁴³. kondisi perekonomian yang kuat serta inflasi yang rendah mengakibatkan tingkat daya beli terhadap produk investasi juga sangat bagus, sehingga akan timbul dampak positif terhadap perdagangan dan investasi pada obligasi. Akan tetapi inflasi tidak mempengaruhi obligasi syariah, hal ini sesuai dengan teori yang ada bahwa inflasi berbanding terbalik dengan obligasi syariah, ketika inflasi naik maka obligasi syariah turun, begitu juga sebaliknya, ketika inflasi turun harga obligasi syariah justru naik.

Sedangkan Tandelilin mengatakan bahwa inflasi akan berdampak negatif terhadap investasi pada pasar modal⁴⁴. Sukirno mengatakan bahwa inflasi dapat menurunkan taraf kemakmuran segolongan masyarakat karena inflasi mengurangi nilai riil uang, sehingga memungkinkan masyarakat mengalihkan investasi pada pasar uang untuk mempertahankan nilai riil uang mereka⁴⁵.

3. Dampak Inflasi

Dampak inflasi bagi perekonomian secara keseluruhan, misalnya prospek pembangunan ekonomi jangka panjang akan semakin memburuk, inflasi mengganggu stabilitas ekonomi dengan merusak rencana jangka

⁴³ Sapto, Raharjo. *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.2004, hlm 35.

⁴⁴ Edardus Tandelilin. *Portofolio*, hlm 343

⁴⁵ Sadono Sukirno. *Makroekonomi : Teori Pengantar*. Hlm, 15

panjang para pelaku ekonomi. Dampak inflasi bagi perekonomian nasional, antara lain:⁴⁶

- a. Investasi berkurang
- b. Mendorong tingkat bunga
- c. Mendorong penanam modal yang bersifat spekulatif
- d. Menimbulkan kegagalan pelaksanaan pembangunan
- e. Menimbulkan ketidakpastian keadaan ekonomi di masa depan
- f. Menyebabkan daya saing produk nasional berkurang.

Sedangkan menurut penjelasan para ekonom Islam, inflasi sangat buruk bagi perekonomian :⁴⁷

- a. Menimbulkan gangguan terhadap fungsi uang, terutama terhadap fungsi tabungan (nilai simpan), fungsi dari pembayaran di muka, dan fungsi dari unit perhitungan. Orang harus melepaskan diri dari uang dan asset keuangan akibat dari beban inflasi tersebut. Inflasi juga telah mengakibatkan terjadinya inflasi kembali, atau dengan kata lain “*self feeding inflation*”.
- b. Melemahkan semangat menabung dan sikap terhadap menabung dari masyarakat (turunnya *marginal propensity to save*).

⁴⁶ Nurul Huda, *et.al*, *Ekonomi Makro Islam : Pendekatan Teoritis*. Jakarta : Kencana. 2009, hlm. 181

⁴⁷ Adiwarman A. Karim, *Ekonomi Makro Islami* (Jakarta: Rajawali Pers, 2010), hlm. 138.

- c. Meningkatkan kecenderungan untuk berbelanja terutama untuk nonprime dan barang-barang mewah (naiknya *marginal propensity to consume*).
- d. Mengarahkan investasi pada hal-hal yang non-produktif yaitu penumpukan kekayaan (*hoarding*) seperti: tanah, bangunan, logam mulia, mata uang asing dengan mengorbankan investasi ke arah produktif seperti: pertanian, industrial, perdagangan, transportasi dan lainnya.

4. Jenis Inflasi

Terdapat beberapa macam jenis inflasi berdasarkan penyebab-penyebabnya adalah sebagai berikut:⁴⁸

- a. Inflasi sebagai akibat kebijakan (*policy induced inflation*) yaitu inflasi yang disebabkan oleh kebijakan ekspansi moneter yang juga bisa merefleksikan defisit anggaran yang berlebihan.
- b. *Cost-push inflation* adalah inflasi yang disebabkan oleh kenaikan biayabiaya yang bisa terjadi walaupun pada saat tingkat pengangguran tinggi dan tingkat penggunaan kapasitas produksi rendah.

⁴⁸ Hera Susanti, *Indikator-Indikator Makroekonomi*. Jakarta: LPFE Universitas Indonesia, 2000. hlm. 47-48.

- c. *Demand pull inflation* yaitu inflasi yang disebabkan oleh permintaan agregat yang berlebihan yang mendorong kenaikan tingkat harga umum.
- d. *Inertial inflation*, cenderung untuk berlanjut pada tingkat yang sama sampai kejadian ekonomi yang menyebabkan berubah. Jika inflasi terus bertahan dan tingkat ini diantisipasi dalam bentuk kontrak finansial dan upah, kenaikan inflasi akan terus berlanjut

D. Jumlah Uang Beredar

1. Pengertian Uang

Secara umum uang dapat diartikan sebagai sesuatu yang dapat diterima secara umum sebagai alat pembayaran dalam suatu wilayah tertentu atau sebagai alat pembayaran utang atau sebagai alat untuk melakukan pembelian barang dan jasa. Artinya, uang adalah alat yang dapat digunakan dalam melakukan pertukaran baik barang maupun jasa dalam suatu wilayah tertentu saja⁴⁹. Uang adalah persediaan aset yang dapat dengan segera digunakan untuk melakukan transaksi⁵⁰. Adapun manfaat yang diperoleh dengan adanya uang antara lain sebagai berikut: mempermudah untuk memperoleh dan memilih barang dan jasa yang diinginkan secara cepat, mempermudah dalam menentukan nilai dari

⁴⁹ Kasmir, *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya.ed.Revisi*. Jakarta: Rajawali Pers,2008. hlm.13

⁵⁰ Mankiw, Gregory. *Pengantar Ekonomi Makro*, hlm. 76.

barang dan jasa, memperlancar proses perdagangan secara luas, digunakan sebagai tempat menimbun kekayaan⁵¹.

2. Jumlah Uang Beredar

Friedman menyampaikan pendapat bahwa uang beredar adalah salah satu faktor yang dominan dalam menentukan flutuasi harga, khususnya jangka panjang. Para tokoh moneter berpendapat bahwa pengendalian yang baik terhadap uang beredar, adalah dengan mengatur kenaikan atau penurunan uang beredar tidak terlalu cepat atau perlahan, akan berdampak positif bagi kesehatan ekonomi⁵². Jumlah uang beredar menurut Boediono adalah membedakan jumlah uang beredar atau *money supply* menjadi tiga pengertian yaitu dalam arti sempit, dalam arti luas, dan dalam arti yang lebih luas.⁵³

a. Uang beredar dalam arti sempit (M1)

Jumlah uang beredar dalam arti sempit (*narrow money*) adalah jumlah uang beredar yang terdiri dari uang kartal dan uang giral.

$$M1 = C + D$$

Dimana : M1 = Jumlah uang yang beredar dalam arti sempit; C = (*Currency*) uang kartal = uang kertas dan uang logam; D = (*Demand deposit*) uang giral/ cek.

⁵¹ Kasmir, *Bank dan Lembaga*, hlm. 14.

⁵² Mohamad. Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga, 2006, hlm. 208.

⁵³ Boediono. *Ekonomi Makro*. Seri Sinopsis BPFE. Yogyakarta: UGM, 1998, hlm. 182-184

Uang giral (DD) di sini hanya mencakup saldo rekening koran/ giro milik masyarakat umum yang disimpan di bank. Sedangkan saldo rekening koran milik bank pada bank lain atau bank sentral (Bank Indonesia) ataupun saldo rekening koran milik pemerintah pada bank atau bank sentral tidak dimasukkan dalam definisi DD. Satu hal lagi yang penting untuk dicatat mengenai DD ini adalah bahwa yang dimaksud disini adalah saldo atau uang milik masyarakat yang masih ada di bank dan belum digunakan pemiliknya untuk membayar.

Pengertian jumlah uang beredar dalam arti sempit (M1) bahwa uang beredar adalah daya beli yang langsung bisa digunakan untuk pembayaran, bisa diperluas dan mencakup alat-alat pembayaran yang “mendekati” uang, misalnya deposito berjangka (*time deposits*) dan simpanan tabungan (*saving deposits*) pada bank-bank. Uang yang disimpan dalam bentuk deposito berjangka dan tabungan ini sebenarnya adalah juga adalah daya beli potensial bagi pemiliknya, meskipun tidak semudah uang tunai atau cek untuk menggunakannya.

b. Uang beredar dalam arti luas (M2)

Berdasarkan sistem moneter Indonesia, uang beredar M2 atau *broad money* sering disebut juga dengan likuiditas perekonomian. M2 diartikan sebagai M1 *plus* deposito berjangka dan saldo tabungan milik masyarakat pada bank- bank, karena

perkembangan M2 ini juga bisa mempengaruhi perkembangan harga, produksi dan keadaan ekonomi pada umumnya.

$$M2 = M1 + TD + SD$$

Dimana : TD = *time deposit* (Deposito berjangka); SD = *saving deposits* (saldo tabungan).

Uang beredar (M2) meliputi mata uang dalam peredaran, uang giral, uang kuasi. Uang kuasi terdiri dari deposito berjangka, tabungan, dan rekening/tabungan valas milik swasta domestik⁵⁴.

c. Uang beredar dalam arti lebih luas (M3)

Definisi uang beredar dalam arti lebih luas adalah M3, yang mencakup semua deposito berjangka dan saldo tabungan, Besar kecil, rupiah atau mata uang asing milik penduduk pada bank oleh lembaga keuangan non bank. Seluruh deposito berjangka dan saldo tabungan ini disebut uang kuasi atau *quasi money*.

$$M3 = M2 + QM$$

Dimana : M2 = uang beredar dalam arti luas; QM = *quasi money*

Di negara yang menganut sistem devisa bebas (artinya setiap orang boleh memiliki dan memperjualbelikan devisa secara bebas), seperti Indonesia, memang sedikit sekali perbedaan antara deposito berjangka dan saldo tabungan dalam rupiah dan deposito berjangka dan saldo tabungan dalam dollar. Setiap kali membutuhkan rupiah dollar bisa langsung menjualnya ke bank, atau sebaliknya. Dalam

⁵⁴ Sadono Sukirno. *Pengantar Teori*, hlm. 125

hal ini perbedaan antara M2 dan M3 menjadi tidak jelas. Deposito berjangka dan saldo tabungan dollar milik bukan penduduk tidak termasuk dalam definisi uang kuasi.

Kenaikan pada pengembalian riil yang diharapkan atas saham dan obligasi akan menurunkan permintaan uang, karena uang dianggap menjadi kurang menarik. Kenaikan pada kekayaan riil akan meningkatkan permintaan uang, karena kekayaan yang lebih tinggi berarti portofolio yang lebih besar⁵⁵. Menurut Tadelilin, adanya peningkatan jumlah uang beredar akan mendorong bertambahnya sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga perusahaan dapat melebarkan ekspansi usahanya lebih luas yang akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan akan merangsang para investor melirik saham perusahaan tersebut sehingga berdampak positif terhadap harga saham⁵⁶.

Sedangkan Boediono berpendapat bahwa Ketika jumlah uang beredar dimasyarakat semakin bertambah sehingga ekspektasi harga-harga barang dan jasa akan naik (inflasi) mengakibatkan tingkat suku bunga deposito dalam perekonomian menurun. Penurunan tingkat suku bunga deposito menyebabkan masyarakat lebih memilih untuk menginvestasikan dananya di pasar modal dengan harapan akan

⁵⁵ Gregory N. Mankiw, *Makroekonomi*, hlm. 133.

⁵⁶ Eduardus. Tandelilin, *Analisis Investasi*, hlm. 113

memperoleh keuntungan yang lebih besar, sehingga akan berdampak pada peningkatan permintaan saham di pasar modal⁵⁷.

E. Nilai Tukar

1. Pengertian Nilai Tukar

Perdagangan internasional akan mendorong terjadinya pertukaran dua atau lebih mata uang berbeda. Transaksi ini akan menimbulkan permintaan dan penawaran terhadap suatu mata uang tertentu, berikut ini beberapa pengertian tentang nilai tukar menurut beberapa ahli sebagai berikut:

- a. Menurut Nopirin menyatakan bahwa nilai tukar merupakan harga di dalam pertukaran dua macam mata uang yang berbeda, akan terdapat perbandingan nilai atau harga antara kedua mata uang tertentu, perbandingan nilai inilah yang disebut *exchange rate*⁵⁸.
- b. Hakikat nilai tukar mata uang atau kurs dari definisi Sukirno yaitu jumlah uang domestik yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Nilai tukar akan menunjukkan banyaknya uang dalam negeri yang diperlukan untuk membeli satu unit mata uang asing. Nilai tukar mencerminkan tingkat harga mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain, jika nilai tukar tidak stabil maka akan mempengaruhi harga barang domestik dan barang impor. Harga

⁵⁷ Boediono, *Ekonomi Makro* (Edisi Revisi). Yogyakarta; BPFE, 2005, hlm. 95.

⁵⁸ Nopirin. *Pengantar Ilmu Ekonomi*, hlm. 163.

barang yang tinggi dapat meningkatkan biaya produksi sehingga dapat mempengaruhi kegiatan investasi⁵⁹.

- c. Sedangkan menurut Sukirno mengatakan nilai tukar atau yang sering disebut dengan kurs merupakan harga mata uang terhadap mata uang lainnya. Kurs merupakan salah satu harga yang terpenting dalam perekonomian terbuka mengingat pengaruh yang demikian besar bagi neraca transaksi berjalan maupun variabel-variabel makro ekonomi yang lainnya.⁶⁰
- d. Ekananda mendefinisikan nilai tukar adalah kurs merupakan harga suatu mata uang relatif terhadap mata uang negara lain. Kurs memainkan peranan penting dalam keputusan-keputusan pembelanjaan, karena kurs memungkinkan kita menerjemahkan hargaharga dari berbagai negara ke dalam satu bahasa yang sama. Berdasarkan pengertian-pengertian di atas, sampai pada pemahaman penulis bahwa nilai tukar merupakan harga suatu mata uang terhadap mata uang asing, seberapa mata uang domestik dihargai oleh mata uang asing, nilai tukar merupakan faktor penentu yang penting dalam perekonomian⁶¹.

2. Sistem Nilai Tukar

⁵⁹ Sadono Sukirno, *Makroekonomi*, hlm. 21.

⁶⁰ Sadono Sukirno. *Makroekonomi Teori Pengantar*. Edisi 3. Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2011, hlm. 397.

⁶¹ Mahyus Ekananda., *Ekonomi Internasional*. Jakarta: Erlangga., 2014, hlm. 168.

Sistem nilai tukar mata uang yang digunakan oleh suatu Negara menyatakan ada terdiri atas tiga, yaitu⁶²:

- a. Sistem kurs bebas (*floating*). Dalam sistem ini tidak ada campur tangan pemerintah untuk menstabilkan nilai kurs. Nilai tukar kurs ditentukan oleh permintaan dan penawaran terhadap valuta asing.
- b. Sistem kurs tetap (*fixed*). Dalam sistem ini pemerintah atau bank sentral negara yang bersangkutan turut campur secara aktif dalam pasar valuta asing dengan membeli atau menjual valuta asing jika nilainya menyimpang dari standar yang telah ditentukan.
- c. Sistem kurs terkontrol atau terkendali (*controlled*) Dalam sistem ini pemerintah atau bank sentral negara yang bersangkutan mempunyai kekuasaan eksklusif dalam menentukan alokasi dari penggunaan valuta asing yang tersedia.

Namun Sukirno mengatakan bahwa sistem nilai tukar dibedakan menjadi dua sistem, yaitu⁶³:

- a. Sistem kurs tetap (*fixed exchange rate*) adalah penentuan sistem nilai mata uang asing di mana bank sentral menetapkan harga berbagai mata uang asing tersebut dan harga tersebut tidak dapat diubah dalam jangka masa yang lama. Pemerintah (otoritas moneter) dapat menentukan kurs valuta asing dengan tujuan untuk memastikan kurs yang berwujud tidak akan menimbulkan efek yang buruk atas

⁶² Ibid., hlm 314.

⁶³ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori Pegantar*, hlm. 397.

perekonomian. Kurs yang ditetapkan ini berbeda dengan kurs yang ditetapkan melalui pasar bebas.

- b. Sistem kurs fleksibel adalah penentuan nilai mata uang asing yang ditetapkan berdasarkan perubahan permintaan dan penawaran di pasaran valuta asing dari hari ke hari.

Berdasarkan teori-teori di atas, sampai pada pemahaman penulis bahwa sistem nilai tukar terdiri dari sistem kurs bebas, sistem kurs tetap, sistem kurs terkontrol atau terkendali, dan sistem kurs fleksibel. Dalam penentuan sistem nilai tukar itu sendiri ditentukan oleh pemerintah atau bank sentral negara yang bersangkutan mempunyai kekuasaan eksklusif dalam menentukan alokasi dari penggunaan valuta asing yang tersedia.

3. Jenis Nilai Tukar

Berikut ini dijelaskan jenis-jenis nilai tukar atau kurs valuta berdasar dari beberapa para ahli. Penjelasan Sukirno terdiri atas empat jenis sebagai berikut :⁶⁴

- a. *Selling Rate* (kurs jual) merupakan kurs yang ditentukan oleh suatu bank untuk penjualan valuta asing tertentu pada saat tertentu.
- b. *Middle Rate* (kurs tengah) merupakan kurs tengah antara kurs jual dan kurs beli valuta asing terhadap mata uang nasional, yang telah ditetapkan oleh bank sentral pada saat tertentu.
- c. *Buying Rate* (kurs beli) merupakan kurs yang ditentukan oleh suatu bank untuk pembelian valuta asing tertentu pada saat tertentu.

⁶⁴ Ibid, hlm. 411.

- d. *Flat Rate* (kurs rata) merupakan kurs yang berlaku dalam transaksi jual beli bank notes dan *travellers cheque*.

Sedangkan menurut Sartono kurs atau nilai tukar dibedakan menjadi tiga jenis transaksi sebagai berikut⁶⁵:

a. Kurs Beli dan Kurs Jual

Kurs beli (*bid rate*) adalah kurs di mana bank bersedia untuk membeli satu mata uang, sedangkan kurs jual (*offer rates*) adalah kurs yang ditawarkan bank untuk menjual suatu mata uang dan biasanya yang lebih tinggi dari kurs beli. Selisih antara kurs beli dan kurs jual disebut *bid-offer, spread* atau *trading margin*.

b. Kurs Silang

Kurs silang (*cross exchange rate*) adalah kurs antara dua mata uang yang ditentukan dengan menggunakan mata uang lain sebagai pembanding. Hal ini terjadi karena kedua mata uang tersebut, salah satu atau keduanya, tidak memiliki pasar valas yang aktif, sehingga tidak semua mata uang yang ditentukan dengan mata uang lainnya. Misalnya, kurs Rupiah dalam mata uang Krona Swedia jarang ditemukan, namun kurs kedua mata uang selalu tersedia dalam USD. Kurs masing-masing mata uang tersebut dapat dibandingkan dalam USD, sehingga dapat ditentukan kurs antara Rupiah dan Krona.

c. Kurs *Spot* dan Kurs *Forward*

⁶⁵ Sartono, R. Agus. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE, 2012, hlm. 71.

Spot exchange rates adalah kurs mata uang di mana mata uang asing dapat dibeli atau dijual dengan penyerahan atau pengiriman pada hari yang sama atau maksimal dalam 48 jam. *Forward exchange rate* adalah kurs yang ditentukan sekarang untuk pengiriman sejumlah mata uang di masa mendatang berdasarkan kontrak *forward*.

4. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Tukar

Pergerakan nilai tukar yang tidak menentu dimana terkadang terjadi kenaikan (apresiasi) nilai mata uang itu sendiri terhadap mata uang asing, sebaliknya penurunan (depresiasi) nilai mata uang itu sendiri terhadap mata uang asing. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar, diantara lain:⁶⁶

a. Perubahan dalam cita rasa masyarakat

Cita rasa masyarakat mempengaruhi corak konsumsi mereka. Maka perubahan cita rasa masyarakat akan mengubah corak konsumsi mereka ke atas barang-barang yang diproduksi di dalam negeri maupun yang diimpor. Perbaikan kualitas barang-barang dalam negeri menyebabkan keinginan mengimpor berkurang dan ia dapat pula menaikkan ekspor. Sedangkan perbaikan kualitas barang-barang impor menyebabkan keinginan masyarakat untuk mengimpor bertambah besar. Perubahan-perubahan ini akan mempengaruhi permintaan dan penawaran valuta asing.

b. Perubahan harga barang ekspor dan impor

⁶⁶ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori Pegantar*, hlm 402.

Harga sesuatu barang merupakan salah satu faktor penting yang menentukan apakah sesuatu barang akan diimpor ataupun diekspor. Barang-barang dalam negeri yang dapat dijual dengan harga yang relatif murah akan menaikkan ekspor dan apabila harganya naik maka eksponya akan berkurang. Pengurangan harga barang impor akan menambah jumlah impor. Dengan demikian perubahan harga-harga barang ekspor dan impor akan menyebabkan perubahan dalam penawaran dan permintaan ke atas mata uang negara tersebut.

c. Kenaikan harga umum (inflasi)

Inflasi sangat besar pengaruhnya kepada kurs pertukaran valuta asing. Inflasi yang berlaku pada umumnya cenderung untuk menurunkan nilai sesuatu valuta asing. Kecenderungan seperti ini wujud disebabkan efek inflasi yaitu, Inflasi menyebabkan harga-harga di dalam negeri lebih mahal dari harga-harga di luar negeri dan oleh sebab itu inflasi berkecenderungan menambah impor, Inflasi menyebabkan harga-harga barang ekspor menjadi lebih mahal, oleh karena itu inflasi berkecenderungan mengurangi ekspor.

d. Perubahan suku bunga dan tingkat pengembalian investasi

Suku bunga dan tingkat pengembalian investasi sangat penting peranannya dalam mempengaruhi aliran modal. Suku bunga dan tingkat pengembalian investasi yang rendah cenderung akan menyebabkan modal dalam negeri mengalir ke luar negeri. Sedangkan

suku bunga dan tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menyebabkan modal luar negeri masuk ke negara itu. Apabila lebih banyak modal mengalir sesuatu negara, permintaan ke atas mata uangnya bertambahnya, maka nilai mata uang tersebut bertambah. Nilai mata uang sesuatu negara akan merosot apabila lebih banyak modal negara dialirkan ke luar negeri karena suku bunga dan tingkat pengembalian investasi yang tinggi di negara-negara lain.

e. Pertumbuhan Ekonomi

Efek yang akan diakibatkan oleh sesuatu kemajuan ekonomi kepada nilai mata uangnya tergantung kepada corak pertumbuhan ekonomi yang berlaku apabila kemajuan itu terutama diakibatkan oleh perkembangan ekspor, maka pemerintah ke atas mata uang negara itu bertambah lebih cepat dari penawarannya dan oleh karenanya nilai mata uang negara itu naik. Akan tetapi, apabila kemajuan tersebut menyebabkan impor berkembang lebih cepat dari ekspor, penawaran mata uang negara itu lebih cepat bertambah dari permintaannya dan oleh karenanya nilai mata uang negara tersebut akan merosot.

F. Pasar Modal Syariah

Pasar modal syari'ah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syari'ah. Sedangkan yang dimaksud dengan efek syari'ah adalah efek sebagaimana

dimaksud dalam peraturan undang-undang di bidang pasar modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syari'ah.⁶⁷

Berdasarkan undang-undang pasar modal Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang dimaksud dengan pasar modal yaitu kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan sekaligus sarana investasi bagi investor. Implementasi dari hal tersebut adalah perusahaan dapat memperoleh pendanaan melalui penerbitan efek yang bersifat ekuitas atau surat hutang, sementara investor dapat melakukan investasi di pasar modal dengan membeli efek-efek tersebut. Kegiatan di pasar modal tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk dalam kegiatan mu'amalah. Kegiatan mu'amalah adalah suatu kegiatan yang mengatur suatu hubungan perniagaan.⁶⁸

G. Obligasi Syariah (*Sukuk*)

1. Pengertian Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Kata “sukuk” berasal dari bahasa Persia, yaitu “*jak*”, lalu masuk kedalam bahasa Arab dengan nama “*shak*”. Goitien menyebutkan bahwa

⁶⁷ Soemitra Andri. *Bank & Lembaga Keuangan Syari'ah*. Jakarta : kencana Pranda Group. 2014, hlm. 111-112

⁶⁸ Himpunan peraturan tentang pasar modal syariah dan kumpulan fatwa DSN-MUI terkait pasar modal syariah, 2010.

“*shak*” adalah asal kata dari kata “cek atau *cheque*” yang terdapat dalam bahasa Inggris di mana pada dasarnya adalah surat utang.⁶⁹

Secara terminologi, sukuk adalah sebuah kertas (buku) atau catatan yang padanya terdapat perintah dari seseorang untuk pembayaran uang dengan jumlah tertentu pada orang lain yang namanya tertera pada kertas tersebut. Surat utang model ini berkembang di Eropa. Sukuk sudah dipakai sebagai salah satu alat pembayaran sejak awal Islam di mana jatah (santunan Negara) atau gaji para pegawai Negara kadangkala dibayar dengan memakai kertas tersebut. Dalam sejarah disebutkan bahwa Khalifah Umar bin Khattab adalah Khalifah pertama yang membuat *shak* dengan membubuhkan setempel di bawah kertas *shak* tersebut⁷⁰.

Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/*fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo⁷¹

Dalam keputusan ketua Bapepam No.Kep. 130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah disebutkan bahwa sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili

⁶⁹ Ahmad Rodoni, *Lembaga Keuangan*, hlm. 133.

⁷⁰ Ibid, hlm. 134.

⁷¹ Otoritas Jasa Keuangan. Fatwa DSN MUI.

<https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/regulasi/fatwa-dsn-mui/Pages/fatwa-nomor-32-dsn-mui-ix-2002.aspx>

bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: *Pertama*, Kepemilikan asset berwujud tertentu, *Kedua*, Nilai manfaat dan jasa atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu. *Ketiga*, Kepemilikan atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.⁷²

2. Jenis Sukuk

Sukuk dapat dibedakan berdasarkan jenis akad yang dipakai maupun berdasarkan emiten atau instansi yang menerbitkannya. Berdasarkan jenis akad sukuk terbagi ke dalam enam jenis, yaitu:

a. Sukuk Murabahah

Sukuk Murabahah adalah surat berharga yang berisi akad murabahah dan dikeluarkan oleh emiten, pemerintah atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari margin keuntungan serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

a. Sukuk Mudharabah

Sukuk Mudharabah adalah surat berharga yang berisi akad mudharabah dan dikeluarkan oleh emiten, pemerintah atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari hasil pengelolaan dana yang telah disetorkan pemilik dana serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

⁷² Ahmad Rodoni, *Lembaga*, hlm. 135.

b. Sukuk Musyarakah

Sukuk Musyarakah adalah surat berharga yang berisi akad musyarakah dan dikeluarkan oleh emiten, pemerintah atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari hasil pengelolaan dana kontribusi pihak-pihak yang berakad serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

c. Sukuk Salam

Sukuk Salam adalah surat berharga yang berisi akad salam dan dikeluarkan oleh emiten, pemerintah atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk, yang biasanya berupa bagi hasil dari margin keuntungan serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

d. Sukuk Istisna

Sukuk Istisna adalah surat berharga yang berisi akad istisna dan dikeluarkan oleh emiten, pemerintah atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk, yang biasanya berupa bagi hasil dari margin keuntungan serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

e. Sukuk Ijarah

Sukuk Ijarah adalah surat berharga yang berisi akad ijarah dan dikeluarkan oleh emiten, pemerintah atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa *fee* dari hasil penyewaan asset serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.⁷³

Berdasarkan emiten atau institusi yang menerbitkannya, sukuk dapat dibagi menjadi dua macam, yaitu (1) sukuk korporasi (*corporate sukuk*). Sukuk korporasi merupakan sukuk yang diterbitkan oleh korporasi atau perusahaan, baik perusahaan swasta maupun BUMN; (2) Sukuk negara (*sovereign sukuk*). Sukuk yang dikeluarkan pemerintah, dalam hal ini Kementerian Keuangan Republik Indonesia.⁷⁴

3. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

SBSN merupakan surat berharga dalam mata uang rupiah maupun valuta asing berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia, baik dilaksanakan secara langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, serta wajib dibayar atau dijamin pembayaran Imbalan dan Nilai Nominalnya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan ketentuan perjanjian yang mengatur penerbitan

⁷³ Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta : Serambi Ilmu Semesta, 2009, hlm, 252-256

⁷⁴ Wiku Suryomurti, *Super Cerdas Investasi Syariah*, Jakarta: Qultum Media. 2011, hlm. 145-146

SBSN tersebut.⁷⁵ Adapun yang menjadi karakteristik dari Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dijelaskan sebagai berikut :⁷⁶

- a. Sebagai bukti kepemilikan suatu asset berwujud atau hak manfaat (*benefit title*); pendapatan berupa imbalan (kupon), margin, dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan.
- b. Terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, dan *maysir*.
- c. Penerbitannya melalui wali amanat berupa *special purpose vehicle* (SPV).
- d. Memerlukan *underlying asset* (sejumlah tertentu asset yang akan menjadi objek perjanjian). Asset yang menjadi objek perjanjian harus memiliki nilai ekonomis, dapat berupa asset berwujud atau tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang dibangun.
- e. Penggunaan *proceeds* harus sesuai prinsip syariah.

4. Tujuan Penerbitan SBSN

Penerbitan sukuk bagi pemerintah sesuai dengan Undang-Undang No. 19 Tahun 2008, ditujukan untuk membiayai APBN termasuk proyek-proyek negara yang telah disetujui negara. Berikut tujuan diterbitkannya SBSN:

- a. Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara.
- b. Mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syariah di dalam negeri.

⁷⁵ Ibid., hlm. 146-147.

⁷⁶ Soemitra Andri, *Bank dan Lembaga Keuangan*, hlm, 147-148.

- c. Menciptakan *benchmark* di pasar keuangan syariah baik dalam negeri maupun luar negeri.
- d. Memperluas dan mendiversifikasikan basis investor
- e. Mengembangkan alternatif instrumen investasi.
- f. Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara.
- g. Memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjangkau oleh sistem perbankan konvensional.

5. Dasar Hukum Penerbitan Sukuk

Penerbitan jenis sukuk ritel oleh Pemerintah didasarkan pada ketentuan dan peraturan sebagai berikut:

- a. Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara;
- b. Peraturan Pemerintah Nomor 56 Tahun 2008 tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara;
- c. Peraturan Pemerintah Nomor 56 Tahun 2008 tentang Pendirian Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara Indonesia;
- d. Peraturan Menteri Keuangan Nomor 218/PMK.08/2008 tentang Penerbitan dan Penjualan Surat Berharga Syariah Negara Ritel di Pasar Perdana Dalam Negeri;
- e. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara;

- f. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor 70/DSN-MUI/VI/2008 tentang Metode Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
- g. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor 71/DSN-MUI/VI/2008 tentang *Sale dan Lease Back*; dan
- h. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor 72/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara Ijarah *Sale and Lease Back*.

6. Pihak Yang Terkait

Adapun pihak-pihak yang ikut terlibat dalam penerbitan sukuk adalah sebagai berikut:⁷⁷

- a. Obligor, yaitu pihak yang bertanggungjawab terhadap pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan. Dalam SBSN, obligornya adalah pemerintah.
- b. *Special Purpose Vehicle* (SPV), yaitu badan hukum yang didirikan dalam rangka penerbitan sukuk dan memiliki fungsi sebagai penerbit sukuk, bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili investor, menjadi *counterpart* pemerintah dalam transaksi aset. Dalam SBSN SPV nya adalah perusahaan penerbit SBSN.
- c. Investor/*sukuk holder* adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.

7. Perbedaan Obligasi dan Sukuk

⁷⁷ Sunarsih, Potensi Obligasi Syariah Sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia, *Jurnal AsySyir'ah*, , 2008. Vol. 42 No. 1.

Perbedaan obligasi dan sukuk terdapat pada prinsip-prinsip syariah yang menjadi acuan dasar yang diikuti. Perbedaan obligasi dan sukuk dapat dijelaskan sebagai berikut :

Tabel 2.1.
Perbedaan Obligasi dan Sukuk

| Parameter | Obligasi | Sukuk |
|-------------------------|-----------------------------------|---|
| Sifat Instrumen | Pemerintah, korporasi | Pemerintah, korporasi |
| Penghasilan | Bunga/kupon, <i>capital gain</i> | Imbalan, bagi hasil, <i>margin</i> |
| Jangka Waktu | Menengah panjang | Pendek menengah |
| <i>Underlying asset</i> | Tidak perlu | Perlu |
| Pihak terkait | Obligor/ <i>issuer</i> , investor | Obligor/ <i>issuer</i> , SPV, investor, SPV, dan <i>trustee</i> |
| <i>Price</i> | <i>Market price</i> | <i>Market price</i> |
| Investor | Konvensional | Islam, Konvensional |
| Pembayaran pokok | <i>Bullet</i> atau amortisasi | <i>Bullet</i> atau amortisasi |
| Pemanfaatan dana | Bebas | Harus sesuai Islam |

Sumber : Huda dan Heykal⁷⁸

H. Manajemen Investasi

1. Investasi

Jogiyanto mendefinisikan investasi sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan dalam produksi yang efisien selama kurun waktu tertentu⁷⁹. Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana maupun sumber daya lainnya yang dilakukan saat ini, dengan tujuan

⁷⁸ Nurul Huda & Mohamad Heykal. *Lembaga Keuangan Praktis: Tinjauan Teoretis dan Praktis*. Edisi 1. Jakarta: Prenadamedia Group. 2010, hlm. 268

⁷⁹ Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi III, cet. I. Yogyakarta: BPFE. 2003, hlm. 5.

memperoleh sejumlah keuntungan di masa depan.⁸⁰ Sedangkan Sukirno menyatakan bahwa investasi yang dilakukan oleh masyarakat secara terus menerus dapat meningkatkan kegiatan ekonomi, kesempatan kerja, meningkatkan pendapatan nasional bahkan meningkatkan taraf kemakmuran masyarakat. Berikut disampaikan tiga fungsi utama investasi yaitu:⁸¹

- a. Investasi merupakan salah satu komponen pengeluaran agregat, sehingga meningkatnya investasi akan berimbas pada meningkatkan permintaan agregat, pendapatan nasional maupun kesempatan kerja,
- b. Pertambahan barang modal akibat suatu investasi akan menambah kapasitas produksi,
- c. Investasi juga selalu diikuti perkembangan teknologi.

Fahmi dan Hadi menjelaskan bahwa investasi pada umumnya dikenal menjadi dua bentuk, diantaranya: a. investasi *real asset*, adalah bentuk investasi pada asset yang berwujud seperti gedung dan kendaraan dsb. b. investasi pada *financial asset* adalah investasi yang berupa dokumen atau surat-surat berharga yang diperjual belikan dipasar uang maupun dipasar modal seperti halnya saham, obligasi, warrant , reksadana, opsi dsb.⁸²

2. Investasi Syariah

⁸⁰ Eduardus Tendelilin, *Analisis Investasi*, hlm. 2.

⁸¹ Chairul Nizar, et. al, Pengaruh Investasi dan Tenaga Kerja Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Serta Hubungannya Terhadap Tingkat Kemiskinan di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pascasarjana Universitas Syah Kuala*,. Vol. 1, No. 2, Mei 2013, hlm. 3

⁸² Irham Fahmi & Yovi Lavianti Hadi. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Bandung: Alfabeta. 2009, hlm. 9

Investasi syariah adalah sebuah investasi berbasis syariah yang menggunakan instrumen Islam dalam pelaksanaannya. Ada beberapa jenis investasi berdasarkan jangka waktu, risiko dan prosesnya. Hal-hal tersebut perlu diketahui guna memastikan ketepatan antara alasan dan cara melakukan investasi.⁸³

a. Menurut Jangka Waktunya

- 1) Investasi jangka pendek, yaitu investasi yang dilakukan tidak boleh lebih dari 12 bulan
- 2) Investasi jangka menengah, yaitu investasi yang memiliki rentang waktu 1 hingga 5 tahun.
- 3) Investasi jangka panjang.

b. Menurut Risiko

Setiap pilihan investasi akan berkaitan dengan dua hal, risiko dan *return*. Keduanya merupakan hubungan sebab dan akibat dan hubungan yang saling kontradiktif. Dalam teori investasi di kenal istilah "*high risk high return, low risk low return*". Dalam bahasa Arab, risiko dapat diartikan sebagai *gharar*. Yang kadang juga merujuk pada ketidakpastian (*uncertainty*). Kalau kemudian risiko ini secara sederhana disamakan dengan ketidakpastian, dan ketidakpastian ini dianggap *gharar* dan di larang, maka akan menjadi rumit.

⁸³ Ganjar Isnawan, *Jurus Cerdas Investasi Syariah*. Jakarta: Laskar Aksara. 2012, hlm 45.

Karenanya menjadi penting untuk melakukan upaya pembedaan dan penajaman pengertian *gharar* atau risiko.⁸⁴

c. Menurut Prosesnya

- 1) Investasi langsung, yaitu investasi yang dilakukan tanpa bantuan prantara. Dalam hal ini investor langsung dapat membeli portofolio investasi tersebut.
- 2) Investasi tidak langsung, yaitu investasi yang dilakukan dengan menggunakan prantara atau investasi yang dilakukan melalui perusahaan investasi.⁸⁵

I. Penelitian Terdahulu

1. Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi Terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk*

Dalam studinya Haron dan Ibrahim mengidentifikasi keberadaan struktur modal target secara simultan perusahaan di Negara Malaysia . Penerbitan sukuk mendorong inisiatif kebijakan dari pemerintah Malaysia dalam memenuhi kebutuhan yang mendesak untuk menyediakan sarana perantara pembiayaan alternatif selain mengandalkan pada pinjaman bank domestik dan juga pinjaman luar negeri. Dengan menggunakan metode analisis data panel. Hubungan positif yang signifikan antara pertumbuhan ekonomi dan perkembangan sukuk ($p = 0,10$). Penelitian ini berkontribusi pada literatur yang ada dengan menghubungkan keuangan Islam dan

⁸⁴ Iggi H. Achsien, *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama. 2003, hlm 50.

⁸⁵ Ganjar Isnawan, *Jurus Cerdas Investasi*, hlm 48.

keuangan perusahaan serta menyoroti dampak sukuk dalam pengembangan pasar obligasi sebagai salah satunya penentu signifikan struktur modal⁸⁶.

Penelitian dari Haron dan Ibrahim memiliki persamaan dan perbedaan dengan penelitian yang akan dilakukan peneliti dalam penelitian ini, persamaanya adalah adanya fakta pertumbuhan ekonomi dan penggunaan metode analisis regresi data panel. Sementara perbedaan dalam penelitian ini adalah pengembangan variabel independen yang terdiri atas jumlah uang beredar, inflasi, nilai tukar. Serta berdasarkan teknik *purposive sampling* penelitian ini menggunakan 5 negara terpilih. Sedangkan pada penelitian Haron focus pada satu Negara Malaysia.

Abrorov dalam kajian empiris yang menelaah dampak dari pentingnya perkembangan sukuk pada ekonomi di Malaysia pada periode 2006-2018. Dengan menggunakan metode analisis regresi linier sederhana menunjukkan bahwa sukuk memiliki dampak positif terhadap perekonomian. Dengan kata lain, peningkatan jumlah sukuk oleh MYR 1 miliar di Malaysia pada 2006-2018, berkontribusi pada peningkatan pendapatan nasional bruto per kapita sebesar MYR 17,9. Pada model regresi ini, teridentifikasi bahwa signifikan secara statistik, parameter model ini dapat diandalkan dan tidak adanya autokorelasi dan kesalahan heteroskedastik serta menentukan distribusi normal residu. Sesuai dengan

⁸⁶ Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim. The Impact of *Sukuk* on Corporate Financing: Malaysia Evidence. *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1. 2012, hlm. 001 – 011.

hipotesis efek positif sukuk terhadap perekonomian telah dikonfirmasi. Menurutnya untuk menggunakan emisi sukuk sebagai faktor dalam meningkatkan pendapatan di negara-negara Muslim. Sukuk jangka menengah dan jangka panjang lebih efektif dalam konteks ekonomi makro⁸⁷.

Persamaan pada kajian empiris Abrorov dengan penelitian ini adanya factor pertumbuhan ekonomi. Namun perbedaan yang mendasar pada penelitian ini adalah variabel pertumbuhan ekonomi sebagai variabel terikat dan variabel sukuk sebagai variabel terikat. Sebaliknya pada penelitian Abrorov variabel sukuk sebagai variabel bebas dan variabel pertumbuhan ekonomi sebagai variabel terikat. Serta pada penelitian Abrorov menggunakan analisis regresi sederhana, sedangkan pada penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel. Kemudian periodisasi pada penelitian Abrorov selama kurun waktu 12 tahun.

Perkembangan sukuk memiliki potensi besar menurut kajian Anisa dan Santoso dimana menganalisa bahwa instrumen investasi yang dapat dimanfaatkan oleh pemerintah untuk membangun ekonomi bangsa pada tahun 2019. Jenis penelitian ini adalah penelitian deskriptif. Hasil penelitian menjelaskan bahwa peran obligasi syariah (sukuk) bagi pemerintah semakin penting, terutama sebagai sumber pendanaan alternatif untuk APBN. Tentu saja, jika pembangunan nasional di

⁸⁷ Sirojiddin Abrorov. The Importance Of Sukuk In The Development Of Economy: As An Example Of Its Impact On The Income Of The Malaysian Population. *Journal of Critical Reviews*. Vol. 7. No. 2. 2020, hlm 776-780.

Indonesia menggunakan sukuk, itu akan menjadi hutang langsung yang lebih baik. Paling tidak, orientasi penerbitan sukuk didasarkan pada tiga hal: 1) pembangunan infrastruktur; 2) sektor padat karya; 3) dan optimalisasi potensi⁸⁸. Persamaan dengan penelitian Anisa adanya faktor pertumbuhan ekonomi. Sedangkan perbedaannya terletak pada jenis penelitian ini menggunakan penelitian asosiatif. Sedangkan pada penelitian Anisa menggunakan jenis penelitian deskriptif.

Kajian empiris yang dilakukan oleh Harahap untuk mendapatkan bukti empiris faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga sukuk negara ritel. Ada empat variabel yang dijadikan sebagai variabel independen yaitu inflasi, suku bunga Bank Indonesia, Produk Domestik Bruto (PDB), dan imbal hasil sukuk negara ritel. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah harga sukuk negara ritel. Metode yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian diperoleh bahwa cara simultan variabel inflasi, suku bunga, pendapatan domestik bruto, dan imbal hasil sukuk berpengaruh secara signifikan terhadap harga sukuk negara ritel. Secara parsial, inflasi dan PDB tidak berpengaruh signifikan terhadap harga sukuk negara ritel, sedangkan suku bunga bank Indonesia dan imbal hasil berpengaruh signifikan terhadap harga sukuk negara ritel⁸⁹. Penelitian ini memiliki persamaan dengan riset Harahap pada variabel

⁸⁸ Darania Anisa dan Rudi Santoso. The Role of Islamic Bonds (*Sukuk*) toward Indonesia Economy. *Journal of Islamic Business and Economic Review*. Vol. 3. No. 1, 2020, hlm. 43-49

⁸⁹ Muhammad Ihsan Harahap. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Sukuk Negara Ritel. *J-EBIS*. Vol. 3 No. 1. 2018, hlm. 1- 17

independen terdapat faktor inflasi dan pertumbuhan ekonomi yang di proksi menggunakan PDB atau GDP. Perbedaan yang mendasar pada penelitian ini tidak menggunakan suku bunga sebagai variabel independen sedangkan pada penelitian Harahap menggunakan suku bunga. Kemudian, penelitian ini mengkaji penerbitan sukuk, sedangkan pada penelitian Harahap mengkaji harga sukuk. Serta perbedaan pada penelitian Harahap menggunakan analisis regresi berganda sedangkan pada metode ini menggunakan analisis data panel.

Menurut Alam, Aziz, dan Iqbal dalam untuk menyelidiki perkembangan sukuk selama satu dekade terakhir di Pakistan. Untuk alasan ini, penelitian ini akan menekankan pada beberapa daerah termasuk pengembangan sukuk, membandingkan pertumbuhan Sukuk dalam hal uang, dan menemukan prospek masa depan pasar Sukuk di Pakistan, mencari Sukuk yang paling banyak diterbitkan di Pakistan dan untuk menunjukkan peran Sukuk dalam pembangunan ekonomi Pakistan. Jenis penelitian ini adalah penelitian deskriptif. Penelitian ini memindai bahwa Sukuk sebagai instrumen pasar modal syariah dapat digunakan untuk mencapai pembangunan ekonomi suatu negara. Terlepas dari perkembangan cepat dari instrumen keuangan lainnya, perkembangan Sukuk melebihi karena instrumen ini memberikan peluang untuk

mengalahkan investor yang lebih luas⁹⁰. Terdapat persamaan dengan riset Alam, Aziz, dan Iqbal adanya faktor pertumbuhan ekonomi. Sedangkan perbedaannya terletak pada jenis penelitian ini menggunakan penelitian asosiatif. Sedangkan pada penelitian Alam, Aziz, dan Iqbal menggunakan jenis penelitian deskriptif. Serta variabel bebas pada Alam menelaah pengembangan sukuk secara menyeluruh. Sedangkan penelitian ini menelaah secara khusus penerbitan *sovereign* sukuk.

Sebuah kajian empiris yang dilakukan oleh Echchabi, Aziz, dan Idriss untuk menganalisis bahwa pertumbuhan keuangan islam khususnya dalam bentuk penerbitan sukuk pada pertumbuhan ekonomi dari kegiatan perdagangan, Produk Domestik Bruto (PDB) dan Pembentukan Modal Bruto (GCF). Analisis data ini didasarkan pada tes Toda dan Yamamoto *Granger Non Causality*. Setelah analisis, temuan data ini menunjukkan bahwa PDB dan GFC menunjukkan bahwa penerbitan Sukuk memiliki dampak signifikan terhadap PDB serta GCF dari kumpulan Sukuk negara. Hal ini dijelaskan oleh sebagian besar penerbitan yang disumbangkan oleh negara-negara seperti Malaysia, Indonesia dan Turki. Menyiratkan bahwa negara-negara non-GCC lebih diuntungkan dari Sukuk penerbitan dalam hal pembangunan dan pertumbuhan ekonomi. Ini bisa terkait dengan ketergantungan tinggi negara-negara GCC pada pendapatan minyak dan gas, dan kurangnya ekonomi diversifikasi, yang mungkin membuat

⁹⁰ Tahir Alam et al. Growth of Sukuk and its Role in the Economic Development of Pakistan. *Singaporean Journal of Business Economics, and Management Studies (SJBEMS)*. Vol. 7, No. 2, 2020, hlm. 42

perkembangan keuangan Islam kurang relevan di Indonesia konteks mereka hanya berdampak ketika semua negara disatukan, jika tidak, tidak ada dampak yang diakui untuk GCC dan Arab Saudi.⁹¹

Penelitian ini memiliki persamaan dengan studi Echchabi, Aziz, dan Idriss pada terdapat faktor pertumbuhan ekonomi yang di proksi menggunakan PDB atau GDP. Perbedaan yang mendasar pada penelitian ini tidak menggunakan Pembentukan Modal Bruto (GCF). Kemudian, Echchabi, Aziz, dan Idriss menggunakan analisis tes Toda dan Yamamoto *Granger Non Causality* sedangkan pada metode ini menggunakan analisis data panel.

Pratiwi dan Asrori dalam studinya yang memiliki tujuan untuk menganalisis PDB, Inflasi, DER, dan ROE terhadap tingkat sewa sukuk . Metode yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel independen pertumbuhan PDB, Inflasi, DER dan ROE secara simultan atau bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat sewa sukuk. Pertumbuhan PDB berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat sewa sukuk. Inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat sewa sukuk. DER tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa sukuk. ROE berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat sewa

⁹¹ Abdelghani Echchabi, Hassanudden Abd. Aziz, & Umar Idriss. Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis On The Major Issuing Countries. *Turkish Journal Of Islamic Economics*. Vol.3. No.2, 63-73. 2016, hlm. 63-73.

sukuk⁹². Studi yang dilakukan oleh Pratiwi dan Asrori memiliki persamaan yaitu adanya faktor inflasi dan PDB. Serta adanya perbedaan pada penelitian ini yaitu variabel bebas yang ditelaah adalah penerbitan sukuk. Sedangkan pada penelitian Pratiwi dan Asrori menelaah tingkat sewa sukuk. Serta objek riset penelitian ini menggunakan 5 Negara sedangkan pada penelitian Pratiwi dan Asrori objek riset pada korporasi di Indonesia.

Pada riset Muharam, Anwar, dan Robiyanto mengkaji hubungan dua arah antara pasar saham syariah dan sukuk pengembangan pasar, pertumbuhan ekonomi, serta keterbukaan perdagangan terhadap perkembangan pasar saham syariah dan pasar sukuk pada Negara Indonesia dan Malaysia. Menggunakan metode VAR (*Vector Auto Regressive*), VECM (*Vector Error Correction Model*), dan Uji Kausalitas Granger. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada dua arah kausalitas antara pengembangan pasar saham syariah dan pengembangan pasar sukuk di Indonesia dan Malaysia. Terdapat kausalitas dua arah antara pengembangan pasar saham syariah dan pasar sukuk dengan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Searah kausalitas ditemukan antara pertumbuhan ekonomi dan pengembangan pasar sukuk di Malaysia. Serta tidak ada kausalitas (netralitas) melaporkan antara perkembangan pasar saham syariah dan pertumbuhan ekonomi di Malaysia. Sedangkan, keterbukaan

⁹² Wahyu Pratiwi dan Asrori. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk. *Accounting Analysis Journal*. Vol. 3, No. 2. 2014, hlm. 203-210.

perdagangan terdapat efek signifikan dan positif pada pengembangan pasar sukuk serta pertumbuhan ekonomi di Malaysia⁹³.

Persamaan pada kajian empiris Muharam, Anwar, dan Robiyanto sama-sama menggunakan factor pertumbuhan ekonomi. Perbedaan pada penelitian ini hanya mengkaji penerbitan sukuk. Sedangkan pada penelitian Muharam, Anwar, dan Robiyanto mengkaji kausalitas dua arah antara perkembangan saham syariah dan perkembangan pasar sukuk. Serta perbedaan objek riset dan metode penelitian. Pada penelitian ini objek dan penelitian menggunakan 5 negara dan analisis data panel. Sedangkan pada penelitian Muharam, Anwar, dan Robiyanto objek pada Indonesia dan Malaysia serta menggunakan metode VAR (*Vector Auto Regressive*), VECM (*Vector Error Correction Model*).

Said dan Grassa meneliti faktor makroekonomi yang mempengaruhi pembangunan struktur sukuk tertentu. Metode analisis data menggunakan data panel. Hasil studi tersebut menunjukkan bahwa secara simultan faktor ekonomi makro seperti PDB per kapita, ukuran ekonomi, keterbukaan perdagangan, dan harga minyak, PDB, ukuran ekonomi, dan keterbukaan perdagangan memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar sukuk. Krisis keuangan memiliki efek negatif yang signifikan terhadap perkembangan pasar Sukuk karena jumlah Sukuk yang dikeluarkan pada tahun-tahun tersebut telah menurun secara signifikan. Kualitas regulasi

⁹³ Harjum Muharam, Resi Junita Anwar, Robiyanto Robiyanto. Islamic Stock Market A Sukuk Market Development, Economic Growth, And Trade Openness (The Case Of Indonesia And Malaysia). *Business: Theory and Practice*. Vol. 20. 2019, hlm. 196–207

berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar Sukuk. Ini menyiratkan bahwa negara-negara yang peringkatnya lebih tinggi dalam kualitas regulasi memiliki pasar Sukuk yang lebih besar. Ini dapat diartikan sebagai efisiensi dan keandalan peraturan⁹⁴.

Adanya persamaan dari penelitian ini yaitu menggunakan metode analisis data panel dan penggunaan PDB sebagai variabel bebas seta sumber data dengan *time series* 10 tahun. Sementara perbedaan dalam penelitian ini *cross section* yang digunakan 5 Negara. Sedangkan pada penelitian Said dan Grassa menggunakan *cross section* 10 negara.

2. Pengaruh Inflasi Terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk*

Febriani, Nairobi, dan Nirmala dalam studinya bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel ekonomi makro terhadap hasil sukuk mudharabah di Indonesia. Data yang digunakan adalah data panel dan mendapatkan model terbaik adalah efek tetap (*fixed effect*) dengan estimasi model *Seemingly Unrelated Regression* (SUR) penampang. Hasil analisis menunjukkan inflasi itu tidak memiliki pengaruh signifikan dengan hasil sukuk mudharabah. Sedangkan bunga dan nilai tukar rupiah berpengaruh signifikan dan tren positif dengan hasil sukuk mudharabah. Hasil ini menyimpulkan bahwa kenaikan suku bunga dan depresiasi nilai

⁹⁴ Ali Said dan Rihab Grassa. The Determinants Of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence The Construction Of Certain Structure Of Sukuk?. *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 3. No. 5. 2013. hlm, 251-267

tukar rupiah akan meningkatkan hasil sukuk mudharabah⁹⁵. Persamaan dengan penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan faktor inflasi dan metode analisis data panel. Sedangkan adanya perbedaan pada penelitian ini tidak terdapat pengukuran bunga terhadap variabel dependen.

Khudari dalam studinya memiliki tujuan untuk menyelidiki pengaruh faktor makro ekonomi dan faktor keuangan terhadap pembangunan sukuk negara, korporasi dan internasional di sebagian besar negara penerbit Sukuk selama periode 2011-2015. Berdasarkan analisis data *partial least square* (PLS) digunakan untuk mengevaluasi hubungan antara konstruk model penelitian. Hasil studi menunjukkan bahwa tidak ada bukti bahwa faktor-faktor ekonomi makro mempengaruhi sukuk Negara dan sukuk korporasi, sementara ada bukti yang jelas bahwa faktor-faktor ekonomi makro mempengaruhi sukuk internasional. Sementara ada bukti yang jelas bahwa faktor keuangan memainkan peran penting dalam meningkatkan pengembangan jenis Sukuk (negara, perusahaan dan internasional). Faktor-faktor ekonomi makro berikut memainkan peran penting yang menentukan pengembangan penerbitan sukuk internasional adalah: (i) keterbukaan ekonomi yang diukur sebagai rasio ekspor terhadap PDB. (ii) arus keluar investasi langsung asing langsung ke PDB. Ini mengacu pada aliran ekuitas investasi langsung dalam suatu ekonomi. Investasi langsung adalah kategori investasi lintas batas, itu adalah jumlah modal ekuitas,

⁹⁵ Amalia Febriani, Nairobi, Tiara Nirmala. Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Imbal Hasil Sukuk Mudharabah Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. Vol. 2, No.3. 2013, hlm. 294

investasi kembali pendapatan, dan modal lainnya. (iii) Tabungan kotor untuk GDP yang mungkin memainkan peran penting untuk mengembangkan pasar Sukuk. (iv) Inflasi: efek negatif inflasi terhadap Sukuk mengacu pada ketidakstabilan ekonomi makro, sedangkan lingkungan ekonomi yang stabil menguntungkan untuk pengembangan pasar Sukuk. (v) Pendapatan minyak merupakan sewa minyak dan ekspor bahan bakar yang memiliki efek positif pada penerbitan sukuk internasional⁹⁶.

Persamaan pada penelitian ini yaitu adanya pengukuran inflasi dan GDP sebagai variabel independen. Sementara perbedaan dengan penelitian ini hanya berfokus pada *sovereign* sukuk (sukuk negara). Pada penelitian Khudari menggunakan 3 variabel dependen yang terdiri atas sukuk negara, sukuk korporasi, dan sukuk internasional. Serta perbedaan penggunaan metode pada penelitian ini yaitu metode analisis data panel sementara pada penelitian Khudari menggunakan *partial least square*.

Bagi Al Raei et.al faktor ekonomi makro merupakan faktor ekonomi regional atau nasional yang berdampak eksternal terhadap strategi keuangan pemerintah dan perusahaan, termasuk keputusan pembiayaan utang. Tujuan dari telaah kajian ini adalah untuk mengusulkan model konseptual/kerangka kerja untuk menyelidiki peran faktor-faktor ekonomi makro pada pengembangan pasar Sukuk (SMD) pada negara GCC.

⁹⁶ Mohamed Khudari. The Role Of Economic And Financial Factors In Enhancing Sukuk Market Cross-Sectional Study. *International Journal of Industrial Management*. Vol. 3. e-ISSN: 0217-546x, hlm. 1-9

Dengan indicator yang terdiri atas pertumbuhan ekonomi, tingkat tabungan, nilai tukar, inflasi, harga minyak dan keterbukaan perdagangan. Kesimpulannya bahwa ekonomi GCC sangat bergantung pada pendapatan minyak yang membuatnya tunduk pada fluktuasi harga minyak. Oleh karena itu, pemerintah GCC harus mendiversifikasi ekonomi mereka dengan cara penerbitan Sukuk sebagai sumber pembiayaan alternatif, untuk menutupi defisit anggaran mereka disaat harga minyak turun dikarenakan Sukuk memiliki kelebihan dibandingkan dengan obligasi konvensional khususnya di ketentuan asimetri informasi kurang⁹⁷. Penelitian tersebut memiliki persamaan adanya faktor inflasi. Sedangkan perbedaan penelitian Al Raei diatas pada objek riset di Negara GCC. Sedangkan pada penelitian ini objek riset pada Negara anggota OKI.

Riset Zanudin et al. menguji faktor-faktor penentu pengembangan pasar Sukuk untuk negara-negara dengan empat pengukuran variabel *independen* yang telah dipilih adalah pertumbuhan ekonomi, inflasi, keterbukaan perdagangan dan proksi kualitas kelembagaan dengan mengendalikan korupsi dengan menggunakan analisis data Model Panel Regression *Fixed Effect* untuk periode waktu 10 tahun dari 2009 hingga 2018. Ruang lingkup penelitian ini mencakup negara-negara penerbit Sukuk yang paling banyak yaitu: Bahrain, Prancis, Jerman, Indonesia,

⁹⁷ Arafat Mansoor Al-Raei , Zairy Zainol, Ahmad Khilmy Abdul Rahim. The Role of Macroeconomic Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol. 8. No. 3. 2018. Hlm. 333-339

Jepang, Kuwait, Malaysia, Nigeria, Oman, Qatar, Arab Saudi, Singapura, Afrika Selatan, Turki, Uni Emirat Arab Emirates, Inggris Raya dan Amerika Serikat. Temuan studi ini menunjukkan bahwa hanya kualitas kelembagaan yang mencatat hubungan negatif dengan pengembangan pasar Sukuk sementara inflasi, pertumbuhan ekonomi dan keterbukaan perdagangan mencatat hubungan positif. Namun, hanya pertumbuhan ekonomi yang menunjukkan hubungan signifikan positif dengan pengembangan pasar Sukuk dan sebagian besar memengaruhi perkembangan pasar Sukuk⁹⁸. Persamaan pada penelitian ini menggunakan metode analisis regresi data panel. Serta penggunaan faktor pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Data *time series* yang sama-sama menggunakan kurun waktu 10 tahun. Sedangkan perbedaan pada penelitian ini adalah *cross section* yang digunakan 5 Negara. Sedangkan pada penelitian Zainudin menggunakan *cross section* 18 negara.

Pengetahuan yang dijelaskan oleh Mubarakah dan Rahma dalam tujuannya untuk mengetahui determinan permintaan Sukuk Ritel SR 05. Dengan variabel-variabel yang terbatas pada harga sukuk negara ritel, tingkat suku bunga deposito perbankan, nisbah bagi hasil deposito perbankan syariah, harga obligasi lain dan tingkat inflasi. Pendekatan yang digunakan yaitu deskriptif kuantitatif. Metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian

⁹⁸ Tasnim Insyirah Zanudin et al. Determinant of Sukuk Market Development. *International Journal of Undergraduate Research*. Vol. 1. No. 2. 2019, hlm. 01-07

menunjukkan bahwa faktor yang mempengaruhi permintaan sukuk ritel seri SR 05 adalah harga sukuk itu sendiri⁹⁹. Persamaan pada penelitian ini adalah pengukuran inflasi pada sukuk Negara. Sedangkan perbedaan pada objek riset dan metode yang digunakan pada penelitian Mubarakah adalah regresi linier berganda dan sukuk di Indonesia. Sedangkan pada penelitian ruang lingkup yang digunakan 5 Negara serta penggunaan metode analisis data panel.

Berdasarkan riset Zusryn, Al hashfi, dan Nasution yang telah dipublikasikan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap perkembangan sukuk korporasi di Indonesia yang terdiri atas pertumbuhan ekonomi, keterbukaan ekonomi, inflasi, harga minyak dunia, kredit bank konvensional, suku bunga, aset perbankan syariah, nilai *outstanding* obligasi korporasi, nilai kapitalisasi pasar saham syariah, dan standar deviasi *Jakarta Interbank Offered Rate* (JIBOR). Metode menggunakan analisis data *time series* yaitu *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Hasil riset ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif harga minyak mentah dunia, perkembangan obligasi korporasi, dan aset perbankan syariah terhadap perkembangan sukuk korporasi. Selanjutnya, kapitalisasi pasar saham syariah, suku bunga, dan volatilitas suku bunga pasar berdampak negatif terhadap perkembangan sukuk korporasi. Namun perkembangan sukuk tidak dipengaruhi oleh inflasi, perdagangan

⁹⁹ Isro'iyatu Mubarakah dan Madjidainum Rahma. Analisis Factor Yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Ritel Seri SR 05. *Jurnal kajian Ekonomi dan Perbankani*. Vol. 3. No 1. 2019, hlm. 1-21

internasional serta pertumbuhan ekonomi¹⁰⁰. Persamaan pada penelitian ini yaitu factor pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Sedangkan perbedaan yang mendasar pada penelitian ini tidak menggunakan kredit bank konvensional dan suku bunga. Serta pada metode yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis data panel. Sementara pada penelitian Zusryn menggunakan *Autoregressive Distributed Lag*.

Variabel makroekonomi dapat mempengaruhi pertumbuhan pada pasar modal berdasar kajian empiris Pramudiyanti et al yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel makro ekonomi yang meliputi pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan nilai tukar terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2002-2018 baik secara parsial maupun simultan. Metode analisis data yang penulis gunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda dengan model OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. Sedangkan variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi dan nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Secara bersamaan variabel pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap nilai

¹⁰⁰ Alyta Shabrina Zusryn, Rizqi Umar Al Hashfi, Ananta Hagabea Nasution. Pengaruh Sistem Perbankan, Makroekonomi, Dinamika Pasar Keuangan terhadap Perkembangan Sukuk Korporasi. *Journal of Economics and Business Aseanomics*. Vol. 4. No.2. 2019, hlm. 109-125

pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2002-2018¹⁰¹. Persamaan dengan penelitian ini yaitu sama-sama mengkaji pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar secara parsial dan simultan. Perbedaan dengan penelitian ini pada penggunaan variabel terikat, objek riset, dan periodisasi, serta metode analisis data pada penelitian ini menggunakan *Fixed Test* sedangkan penelitian Pramudiyati menggunakan regresi berganda dengan model *Ordinary Least Square*.

3. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk*

Berdasarkan studi Wahyudi dan Shofawati dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh inflasi, nilai tukar rupiah dan penghargaan SBIS terhadap total nilai emisi sukuk korporasi di Indonesia. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan inflasi, nilai tukar rupiah, dan imbalan SBIS berpengaruh signifikan terhadap total nilai emisi sukuk korporasi. Sedangkan hasil pengolahan hipotesis data uji t menunjukkan bahwa signifikansi pada variabel inflasi sebesar 0.013 yang artinya adalah nilai ini lebih kecil dari ($0.013 < 0.05$), sehingga ditolak dan bernilai negatif yaitu -2.558. Hal ini menunjukkan bahwa inflasi secara parsial berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia, sementara nilai tukar rupiah berpengaruh signifikan dan positif terhadap

¹⁰¹ Hana Pramudiyanti, Lucita Rita Indrawati, dan Rusmijati. The Effect Of Macroeconomic Variables On Corporate Sukuk Growth In Indonesia 2002-2018. *Directory Journal of Economic*. Vol 1 No. 4. 2019, hlm. 418-432.

total nilai emisi Sukuk korporasi di Indonesia dengan koefisien regresi sebesar 0.000 dan memiliki pengaruh positif yang ditunjukkan oleh uji t sebesar 11.244¹⁰².

Penelitian tersebut memiliki persamaan dengan penelitian ini yaitu sama-sama mengkaji pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar secara parsial dan simultan. Perbedaan dengan penelitian Wahyudi penggunaan variabel terikat pada pada sukuk korporasi dan ruang lingkup di Indonesia, serta metode analisis data pada penelitian ini menggunakan *Fixed Test* sedangkan penelitian Wahyudi menggunakan analisis regresi berganda.

Al-Raei, Zainol, dan Rahim menjelaskan bahwa faktor-faktor risiko politik dan makroekonomi penting dalam pengembangan pasar keuangan pada Negara itu sendiri. Dengan demikian Al-Raei et.al bertujuan untuk menyelidiki risiko politik dan faktor ekonomi makro yang mempengaruhi perkembangan pasar sukuk di negara-negara GCC. Lebih khusus lagi, penelitian ini menguji hubungan antara pengembangan pasar sukuk dan variabel-variabel politik dan makroekonomi terpilih yang merupakan risiko politik, tingkat tabungan, nilai tukar, keterbukaan perdagangan, sistem perbankan, dan kapitalisasi pasar saham dalam lima GCC negara (Qatar, Kuwait, Bahrain, UEA, dan Arab Saudi) selama periode 2001 hingga 2016 menggunakan analisis data panel. Berdasarkan hasil POLS, empat variabel, yaitu nilai tukar, keterbukaan perdagangan, ukuran sistem

¹⁰² Mohamad Arif Wahyudi dan Atina Shofawati. Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Total Nilai Emisi Sukuk Korporasi Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*. Vol. 6 No. 3. 2019, hlm. 461-476.

perbankan, dan skor risiko politik menunjukkan hasil yang signifikan. Tingkat tabungan dan kapitalisasi pasar saham tidak menunjukkan dampak yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Nilai tukar menunjukkan hubungan negatif dengan pengembangan pasar sukuk pada 10 persen dan hasilnya mengusulkan bahwa ketika nilai dolar meningkat, tingkat pengembalian menurun atau sebaliknya. Hal ini juga menunjukkan bahwa volatilitas mata uang yang tinggi menciptakan ketidakpastian untuk nilai riil sukuk, sehingga menciptakan hambatan bagi pengembangan pasar sukuk¹⁰³. Adanya persamaan dengan penelitian al-Raei adalah sama-sama menggunakan faktor nilai tukar dan metode analisis data panel. Sementara perbedaan dengan penelitian Al-Raei adalah objek riset pada Negara GCC dan perodesasi selama 15 tahun.

Kupasan Suciningtias membahas efek jangka panjang dan jangka pendek pada variabel makroekonomi yang terdiri atas inflasi, suku bunga, nilai tukar, perubahan harga emas dunia dan harga minyak dunia terhadap perkembangan sukuk di Indonesia pada kurun waktu periode dari 2014 sampai 2017. Kajian ini menggunakan uji co-integrasi untuk menguji hubungan jangka panjang antar variabel. Metode analisis data menggunakan model *Vector Error Correction Model* (VECM). Hasil studi menjelaskan bahwa perubahan jangka panjang pengembalian sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar, inflasi dan perubahan

¹⁰³ Arafat Mansoor Al-Raei , Zairy Zainol, Ahmad Khilmy Abdul Rahim. The Influence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries: A Panel Data Analysis. *Jurnal Ekonomi Malaysia* Vol. 53. No. 2. 2019, hlm. 1-13

harga emas dunia. Sedangkan dalam jangka pendek, perkembangan sukuk dipengaruhi oleh perkembangan sebelumnya yaitu satu dan dua bulan, suku bunga, nilai tukar serta harga emas dunia. Harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap perkembangan sukuk baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek¹⁰⁴.

Penelitian tersebut memiliki kesamaan pada variabel makroekonomi pada factor inflasi dan nilai tukar. Sedangkan perbedaan yang mendasar pada metode yang digunakan Suciningtias menggunakan *Vector Error Correction Model*. Dan penelitian ini menggunakan metode data panel.

4. Pengaruh Jumlah Uang Beredar Terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk*

Menurut Ardiansyah dan Lubis dalam menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Variabel makroekonomi terdiri atas stabilitas inflasi, jumlah uang beredar, nilai tukar, dan output. Analisis data menggunakan metode *Ordinary Least Square* (OLS) dengan data deret waktu bulanan dari Januari 2013 sampai dengan Desember 2015. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan pada taraf nyata 1% terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia dan memiliki koefisien 1.12. Artinya, jika terjadi kenaikan jumlah uang beredar sebesar satu persen maka akan menyebabkan pertumbuhan sukuk

¹⁰⁴ Siti Aisyah Suciningtias. Macroeconomic Impacts on *Sukuk* Performance in Indonesia: Co-integration and Vector Error Correction Model Approach. *Journal of Islamic Finance (Special Issue)*. ISSN: 2289-2117. 2019, hlm. 117– 130

korporasi meningkat sebesar 1.12 persen, indeks produksi industri, dan inflasi berpengaruh positif (signifikan) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Variabel kurs, *oil price*, dan bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh negatif (signifikan) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi¹⁰⁵. Adanya persamaan pengukuran variabel makroekonomi yang terdiri atas inflasi, jumlah uang beredar, dan nilai tukar. Sedangkan perbedaan dengan penelitian Ardiansyah pada variabel terikat yang digunakan adalah sukuk korporasi sementara pada penelitian ini menggunakan sukuk Negara. serta perbedaan pada metode yang digunakan pada penelitian ini adalah metode data panel sedangkan pada Ardiansyah menggunakan analisis regresi berganda.

Bagi Altaieb dan Alkhatib pentingnya sukuk terutama *sovereign* sukuk (yang diterbitkan oleh pemerintah). Tujuan dari penelitian ini adalah memberikan solusi finansial yang dapat mengurangi defisit dan peningkatan anggaran Yordania kualitas infrastruktur menjadi alasan untuk meningkatkan pembangunan ekonomi di Yordania tanpa mengandalkan pada instrumen keuangan yang menggunakan suku bunga. Jenis pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan deskriptif. Kesimpulannya adalah ketika suatu negara menerbitkan sukuk, maka akan menggunakan dana itu untuk struktur modal serta meningkatkan kemampuannya menginvestasikan uang. Jadi, dana itu akan diarahkan

¹⁰⁵ Ardiansyah IH, Lubis D. The Effect of Macroeconomic Variables to Corporate Sukuk Growth in Indonesia. *Jurnal Al-Muzara'ah* Vol.5, No.1, 2017, hlm.52-68.

untuk membangun infrastruktur, jembatan, pabrik, dan sebagainya. Dengan meningkatnya jumlah uang yang beredar dengan meningkatkan barang dan jasa untuk melindungi uang dari pengurangan daya beli dan mencegah penurunan nilai uang. Jadi, negara melindungi tenaga kerja dan karyawannya menerima gaji dan upah rendah dari peningkatan kenaikan harga. Alhasil itulah pemerintah daerah melindungi warganya dari masalah ekonomi dan sosial yang mungkin dihadapi dalam jangka panjang. Selain itu, Penerbitan Sukuk Islam dapat memberikan solusi untuk memantau kebijakan moneter di Yordania misalnya sesuai dengan persyaratan moneter, mengendalikan jumlah uang beredar, dan mengendalikan inflasi di sejajar dengan kebutuhan ekonomi¹⁰⁶. Adanya persamaan pada penelitian ini dengan Al-Taleb adalah sama-sama mengkaji jumlah uang beredar. Perbedaan yang ada pada pendekatan penelitian Al-Taleb yang digunakan adalah pendekatan deskriptif. Sedangkan ada penelitian ini menggunakan pendekatan asosiatif.

Penelitian yang dilakukan Othman et al. Model penelitian ini menggunakan metode *Vector Auto Regression* (VAR). Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa variabel makroekonomi yang dipilih memiliki hubungan jangka panjang dengan *Net Asset Value* di pasar modal Malaysia. Variabel indeks produksi industri, jumlah uang beredar, *exchange rate*, *oil price*, indeks korupsi berpengaruh signifikan terhadap

¹⁰⁶ Ghassan Salem Altaleb dan Abdullah Yusri Alkhatib. Sovereign Islamic Sukuk and the Economic Development: A Case Study of Jordan. *European Journal of Business and Management*. Vol.8, No.32, 2016, hlm. 115-118

NAB dalam jangka panjang. Variabel surat utang jangka pendek, pemilihan politik nasional dan krisis keuangan global tidak berpengaruh signifikan terhadap NAV dalam jangka panjang¹⁰⁷. Persamaan penelitian Othman dengan penelitian ini sama-sama menggunakan faktor jumlah uang beredar sebagai variabel independen. serta adanya perbedaan penelitian Othman terletak pada metode yang digunakan yaitu *Vector Auto Regression*. Sedangkan pada penelitian ini menggunakan metode analisis data panel.

5. Pengaruh Secara Simultan Pertumbuhan Ekonomi, Inflasi, Nilai Tukar, Jumlah Uang Beredar Terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk*

Berdasarkan studi Wahyudi dan Shofawati dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh inflasi, nilai tukar rupiah dan penghargaan SBIS terhadap total nilai emisi sukuk korporasi di Indonesia. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan inflasi, nilai tukar rupiah, dan imbalan SBIS berpengaruh signifikan terhadap total nilai emisi sukuk korporasi. Sedangkan hasil pengolahan hipotesis data uji t menunjukkan bahwa signifikansi pada variabel inflasi sebesar 0.013 yang artinya adalah nilai ini lebih kecil dari (0.013 < 0.05), sehingga ditolak dan bernilai negatif yaitu -2.558. Hal ini menunjukkan bahwa inflasi secara parsial berpengaruh secara signifikan

¹⁰⁷ Othman, Kameel A, Aziz AH. Relationship Between Macroeconomic Variables and Net Asset Value (NAV) of Islamic Equity Unit Trust Funds: Cointegration Evidence from Malaysian Unit Trust Industry. *Journal of Business and Social Science Review*. Vol 1. No. 2, 2015, hlm. 327-339.

dan negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia, sementara nilai tukar rupiah berpengaruh signifikan dan positif terhadap total nilai emisi Sukuk korporasi di Indonesia dengan koefisien regresi sebesar 0.000 dan memiliki pengaruh positif yang ditunjukkan oleh uji t sebesar 11.244¹⁰⁸.

Variabel makroekonomi dapat mempengaruhi pertumbuhan pada pasar modal berdasar kajian emipiris Pramudiyanti et al yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel makroekonomi yang meliputi pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan nilai tukar terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2002-2018 baik secara parsial maupun simultan. Metode analisis data yang penulis gunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda dengan model OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. Sedangkan variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi dan nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Secara bersamaan variabel pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap nilai pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2002-2018¹⁰⁹. Persamaan dengan

¹⁰⁸ Mohamad Arif Wahyudi dan Atina Shofawati. Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Total Nilai Emisi Sukuk Korporasi Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*. Vol. 6 No. 3. 2019, hlm. 461-476.

¹⁰⁹ Hana Pramudiyanti, Lucita Rita Indrawati, dan Rusmijati. The Effect Of Macroeconomic Variables On Corporate Sukuk Growth In Indonesia 2002-2018. *Directory Journal of Economic*. Vol 1 No. 4. 2019, hlm. 418-432.

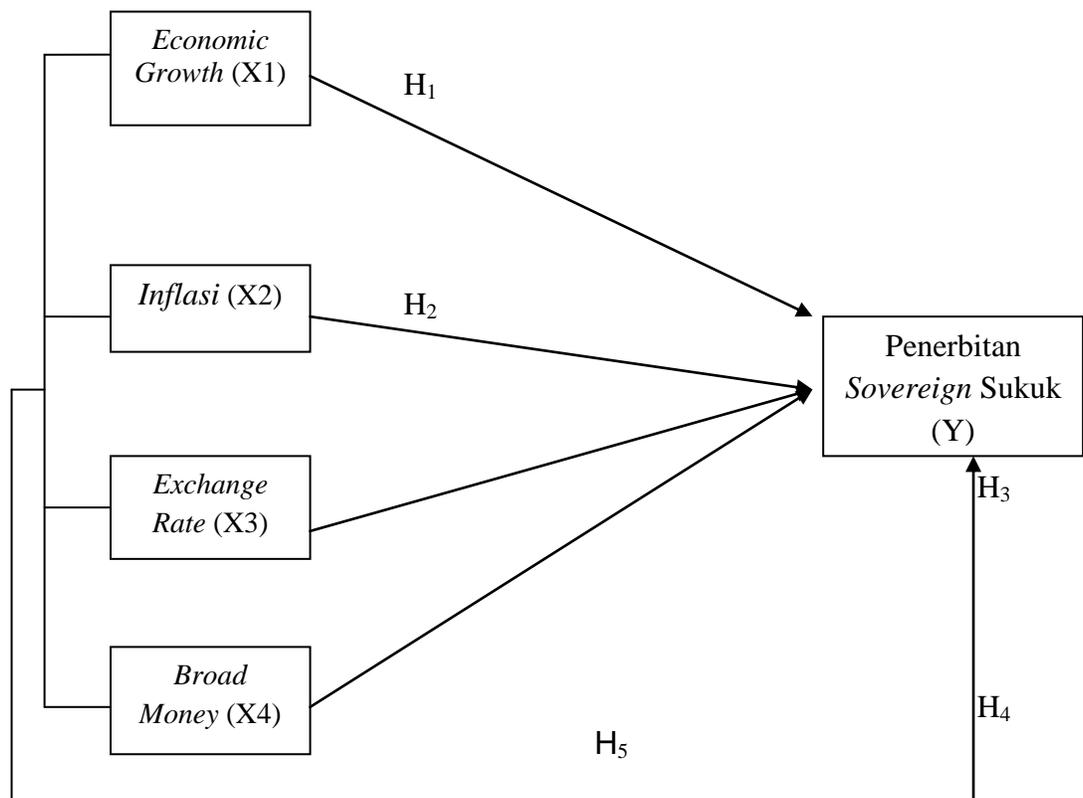
penelitian ini yaitu sama-sama mengkaji pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar secara parsial dan simultan. Perbedaan dengan penelitian ini pada penggunaan variabel terikat, objek riset, dan periodisasi, serta metode analisis data pada penelitian ini menggunakan *Fixed Test* sedangkan penelitian Pramudiyati menggunakan regresi berganda dengan model *Ordinary Least Square*.

J. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual merupakan hubungan logis dari landasan teori dan kajian empiris. Kerangka konseptual terdiri dari asosiatif dan komparatif. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan tingkat eksplansi asosiatif yaitu penelitian untuk mengetahui pengaruh atau dapat disebut hubungan dua variabel¹¹⁰.

¹¹⁰ Sugiyono. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitataif dan Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Alfabeta. 2016, hlm 55

Gambar 2.1. Kerangka Konseptual



Keterangan :

1. Pengaruh parsial Pertumbuhan Ekonomi (X1) terhadap Penerbitan *Sovereign* Sukuk (Y), berdasarkan pengembangan kajian teoritis dari Tandelilin¹¹¹ dan kajian empiris Haron dan Ibrahim¹¹², Abrorov¹¹³, Anisa

¹¹¹ Eduardus Tandelilin. *Portofolio dan Investasi.*, hlm. 343

¹¹² Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim. *The Impact of Sukuk on Corporate Financing*, hlm. 001 – 011.

¹¹³ Sirojiddin Abrorov. *The Importance Of Sukuk In The Development Of Economy*, hlm 776-780.

dan Santosa¹¹⁴, Harahap¹¹⁵, Muharam, Anwar, dan Robiyanto¹¹⁶, Alam et al.¹¹⁷, Echchabi, a., & Idris¹¹⁸, Wahyu Pratiwi¹¹⁹, dan Said dan Grassa¹²⁰.

2. Pengaruh parsial Inflasi (X2) terhadap Penerbitan *Sovereign* Sukuk (Y), berdasarkan berdasarkan pengembangan dari kajian teoritis Raharjo¹²¹. Tandelilin¹²². Sukirno¹²³. dan kajian empiris Febriani, Nairobi, dan Nirmala¹²⁴, Khudari¹²⁵, Pramudiyanti et al¹²⁶, Al Raei et.al¹²⁷, Zanudin et al.¹²⁸, Mubarokah dan Rahma¹²⁹, Zusryn, Al hashfi, dan Nasution¹³⁰.

¹¹⁴ Darania Anisa dan Rudi Santoso. The Role of Islamic Bonds (*Sukuk*) Toward, hlm. 43-49.

¹¹⁵ Muhammad Ihsan Harahap. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Sukuk, hlm. 1-17.

¹¹⁶ Harjum Muharam, Resi Junita Anwar, Robiyanto Robiyanto. Islamic Stock Market, hlm. 196-207.

¹¹⁷ Tahir Alam et al. Growth of Sukuk and its Role in the Economic Development of Pakistan, hlm. 42.

¹¹⁸ Echchabi, a., & Idriss. Does sukuk financing promote economic growth?, hlm. 63-73.

¹¹⁹ Wahyu Pratiwi dan Asrori. Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk, hlm. 203-210.

¹²⁰ Ali Said dan Rihab Grassa. The Determinants Of Sukuk Market Development, hlm. 251-267.

¹²¹ Sapto, Raharjo. *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.2004, hlm 35.

¹²² Edardus Tandelilin. *Portofolio*, hlm 343

¹²³ Sadono Sukirno. *Makroekonomi : Teori Pengantar*. Hlm, 15

¹²⁴ Amalia Febriani, Nairobi, Tiara Nirmala. Analisis Pengaruh Suku, hlm. 294

¹²⁵ Mohamed Khudari. The Role Of Economic And Financial, hlm. 1-9

¹²⁶ Hana Pramudiyanti, Lucita Rita Indrawati, dan Rusmijati. The Effect Of Macroeconomic, hlm. 418-432.

¹²⁷ Arafat Mansoor Al-Raeai , Zairy Zainol, Ahmad Khilmy Abdul Rahim. The Role of, hlm. 333-339

¹²⁸ Tasnim Insyirah Zanudin et al. Determinant of Sukuk Market, hlm. 01-07

¹²⁹ Isro'iyatu Mubarokah dan Madjidainum Rahma. Analisis Faktor Yang Mempengaruhi, hlm. 1-21

¹³⁰ Alyta Shabrina Zusryn, Rizqi Umar Al Hashfi, Ananta Hagabeen Nasution. Pengaruh Sistem, hlm. 109.

3. Pengaruh parsial Nilai Tukar (X3) terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk* (Y), berdasarkan pada pengembangan dari kajian teoritis Tandelilin¹³¹ dan kajian empiris Wahyudi¹³², Al-Raeai et al¹³³, Suciningtias¹³⁴.
4. Pengaruh parsial Jumlah Uang Beredar (X4) terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk* (Y), berdasarkan pengembangan dari kajian teoritis Boediono¹³⁵ dan Mankiw¹³⁶ dan kajian empiris Ardyansah¹³⁷, Otman et al.¹³⁸, dan Altaleb dan Alkhatib¹³⁹.
5. Pengaruh simultan Pertumbuhan Ekonomi (X1), Inflasi (X2), Jumlah Uang Beredar (X3), dan Nilai Tukar (X4) terhadap Penerbitan *Sovereign Sukuk* (Y), berdasarkan pada pengembangan dari kajian teoritis Kertonegoro¹⁴⁰ dan kajian empiris Harahap¹⁴¹ serta Pratiwi dan Asrori¹⁴².

¹³¹ Eduardus Tandelilin. *Portofolio dan Investasi.*, hlm. 343

¹³² Wahyudi, et al. Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Total Nilai, hlm. 461-476

¹³³ Arafat Mansoor Al-Raeai , Zairy Zainol, Ahmad Khilmy Abdul Rahim. The Influence, hlm. 1-13

¹³⁴ Siti Aisyah Suciningtias. Macroeconomic Impacts on *Sukuk* Performance, hlm. 117– 130

¹³⁵ Boediono, *Ekonomi Makro* (Edisi Revisi). Yogyakarta. BPFE, 2005. Hlm, 95.

¹³⁶ Gregory N. Mankiw, *Makroekonomi*. Edisi Keenam. Hlm, 133.

¹³⁷ Ardiansyah IH, Lubis D. The Effect of Macroeconomic, hlm.52-68.

¹³⁸ Othman, Kameel A, Aziz AH. Relationship Between Macroeconomic Variables, hlm. 327-339.

¹³⁹ Ghassan Salem Altaleb dan Abdullah Yusri Alkhatib. Sovereign Islamic Sukuk, hlm. 115-118

¹⁴⁰ Kertonegoro, Sentanoe. Analisa dan Manajemen Investasi, Edisi Pertama. Jakarta: Widya Press. 2000.

¹⁴¹ Muhammad Ihsan Harahap. Analisis faktor faktor yang mempengaruhi, hlm. 1- 17

¹⁴² Wahyu Pratiwi dan Asrori. Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk, hlm. 203-210.