



**Dr. H. Abdul Manab, MA
Dr. Agus Eko Sujianto, SE.,MM**

**PENGARUH STABILITAS EKONOMI MAKRO TERHADAP PENERBITAN
SUKUK NEGARA DI INDONESIA, MALAYSIA DAN BRUNEI DARUSSALAM**

**PENGARUH
STABILITAS EKONOMI MAKRO
TERHADAP
PENERBITAN SUKUK NEGARA
DI INDONESIA, MALAYSIA DAN BRUNEI DARUSSALAM**

Penerbitan ini Disupport oleh Direktorat
Pendidikan Tinggi Islam Ditjen Pendidikan Islam
Tahun 2016

**Dr. H. Abdul Manab, MA
Dr. Agus Eko Sujianto, SE.,MM**

 **CAHAYA ABADI**

ISBN 978-602-8569-54-5



9 786028 569545

**ANGGOTA IKAPI
NOMOR: 121/JTI/2010**



PENGARUH STABILITAS
EKONOMI MAKRO TERHADAP
PENERBITAN SUKUK NEGARA DI
INDONESIA, MALAYSIA DAN
BRUNEI DARUSSALAM



PENERBIT CAHAYA ABADI
TULUNGAGUNG
2016

PENGARUH STABILITAS EKONOMI MAKRO TERHADAP
PENERBITAN SUKUK NEGARA DI INDONESIA, MALAYSIA
DAN BRUNEI DARUSSALAM

Oleh:

Abdul Manab

Agus Eko Sujianto

*Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang. Dilarang keras mengutip,
menjiplak, memfotokopi sebagian atau seluruh isi buku ini serta
memperjualbelikannya tanpa izin tertulis dari Penerbit CAHAYA
ABADI.*

Diterbitkan oleh:

Penerbit CAHAYA ABADI

Email:

ae_stainta@yahoo.co.id

Telp. 085234635471

Editor:

Mirza Avicenna Asyifyan

Abdul Manab dan Agus Eko Sujianto

Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro terhadap Penerbitan
Sukuk Negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam /

Abdul Manab dan Agus Eko Sujianto, editor, Mirza Avicenna
Asyifyan – Tulungagung: Cahaya Abadi, 2016

210 hlm. ; 17 x 24 cm.

ISBN: 978-602-8569-54-5

Cetakan 1, Desember 2016

ANGGOTA IKAPI NOMOR: 121/JTI/2010

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Puja dan puji syukur kehadirat Allah SWT, karena dengan ridlo dan kekuasaanNya penelitian ini dapat terselesaikan dan dipublikasikan dalam bentuk buku. Penelitian ini berangkat dari kekhawatiran masyarakat Indonesia terkait besarnya defisit Anggaran Pendapatan Belanja Negara Indonesia tahun 2016. Menurut data Kementerian Keuangan Republik Indonesia, defisit ini ditutup dengan pembiayaan oleh pemerintah dalam bentuk pembiayaan utang dan pembiayaan non utang.

Pembiayaan utang dalam bentuk surat utang negara dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Instrumen SBSN atau sukuk negara inilah yang selanjutnya menjadi fokus kajian penelitian yang dipublikasikan dalam bentuk buku ini dan dikaitkan dengan faktor-faktor prediktor yaitu stabilitas ekonomi makro. Penelitian ini dilaksanakan di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sebagai negara-negara Asia Tenggara yang pemerintahnya menerbitkan SBSN.

Penghargaan setinggi-tingginya penulis sampaikan kepada Direktorat Pendidikan Tinggi Islam Ditjen Pendidikan Islam Kementerian Agama RI dan seluruh teman sejawat di Institut Agama Islam Negeri Tulungagung.

Mudah-mudahan penelitian dan buku ini bermanfaat dan berkah. Amin Yaa Rabbal 'Alamin.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Tulungagung, Desember 2016
Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
Kata Pengantar	iv
Daftar Isi	v
BAB 1:	
PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Permasalahan	27
C. Tujuan	37
D. Signifikansi	38
E. Sistematika Penulisan	43
BAB 2:	
LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN	
HIPOTESIS	
A. Hakikat Pasar Modal Syariah	45
B. Sukuk Negara (Surat Berharga Syariah Negara/SBSN) .	54
C. Hakikat Pertumbuhan Ekonomi	57
D. Hakikat Pendapatan Per Kapita	63
E. Hakikat Inflasi	66
F. Hakikat Kurs	76
G. Hakikat Suku Bunga Acuan	85
H. Kajian Penelitian Terdahulu	88
I. Sintesa Kesimpulan	108
J. Kerangka Berpikir Penelitian	113
K. Pengembangan Hipotesis	115
BAB 3:	
METODE PENELITIAN	
A. Rancangan Penelitian	118
B. Data dan Sumber Data	123

C. Populasi, Sampel dan Teknik Sampling	125
D. Teknik Pengumpulan Data	130
E. Teknik Analisis Data	131
BAB 4:	
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	137
A. Hasil Penelitian	137
B. Pembahasan	169
BAB 5:	
PENUTUP	187
A. Kesimpulan	187
B. Saran	190
DAFTAR REFERENSI	192
LAMPIRAN	201
DAFTAR ISTILAH (GLOSARIUM)	207
INDEKS	209

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Perkembangan sistem keuangan Islam tidak bisa dilepaskan dari perkembangan perekonomian dan sistem keuangan dunia yang menuntut pelaku ekonomi yaitu sumber daya insani (SDI) untuk responsif dengan dinamika tersebut. Keberadaan sistem inipun juga terkait dengan lemahnya sistem ekonomi dan keuangan yang menganut faham kapitalisme. Misalnya kasus Lehman Brothers Holding Inc., yang pada tahun 2008 mengalami kebangkrutan (*bankruptcy*).

Perusahaan jasa keuangan yang bergerak di bidang bank investasi terbesar keempat di Amerika Serikat setelah Goldman Sachs, Morgan Stanley dan Merrill Lunch ini jatuh (*collapse*) dan menjadi bencana terbesar yang memukul industri keuangan di Amerika Serikat. Mawutor menjelaskan, bank

investasi terkemuka di Amerika Serikat ini menderita kerugian besar yaitu harga saham Lehman anjlok sebesar 73% dari nilai pada semester pertama. Kegagalan Lehman Brothers ini dipengaruhi oleh banyak faktor mulai dari praktik akuntansi yang meragukan, praktik manajemen tidak etis, lebih dari investasi dalam investasi tanpa jaminan berisiko dan kelemahan pada bagian dari regulator. Auditor eksternal juga memainkan peranan utama dalam kegagalan ini dengan tidak mendeteksi pernyataan malpraktik keuangan oleh manajer Lehman¹.

Identifikasi faktor-faktor kelemahan Lehman Brothers yang membawa pada kegagalan (*failure*) perusahaan ini juga disebutkan dalam PBI No. 11/33/2009 pasal 2 ayat 1, bahwa bank wajib melaksanakan *Good Corporate Governance* (GCG) dalam setiap kegiatan usahanya pada seluruh tingkatan atau jenjang organisasi. Kemudian pelaksanaan GCG sebagaimana dimaksud pada ayat (1) bagi Bank Umum Syariah (BUS) paling kurang harus diwujudkan dalam: (1) pelaksanaan tugas dan tanggung jawab Dewan Komisaris dan Direksi; (2) kelengkapan dan pelaksanaan tugas komite-komite dan fungsi yang menjalankan pengendalian intern BUS; (3) pelaksanaan tugas dan tanggung jawab Dewan Pengawas Syariah; (4)

¹ John Kwaku Mensah Mawutor, The Failure of Lehman Brothers: Causes, Preventive Measures and Recommendations, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.5, No.4, 2014, pp. 85.

penerapan fungsi kepatuhan, audit intern dan audit ekstern; (5) batas maksimum penyaluran dana; dan (6) transparansi kondisi keuangan dan non keuangan BUS².

Berdasar peraturan Bank Indonesia di atas, perusahaan yang memiliki simbol saham dalam New York Stock Exchange (NYSE) LEH ini memang tidak melaksanakan GCG secara internal yang didukung oleh auditor eksternal yang memainkan peranan utama dalam kegagalan ini dengan yaitu tidak mendeteksi pernyataan malpraktik keuangan oleh manajer Lehman.

Disamping itu pelaksanaan bisnis bank investasi Lehman juga tidak sesuai dengan nilai-nilai ekonomi syariah sebagaimana dalam catatan Rahman dalam Lewis bahwa ada sejumlah besar konsep dan nilai-nilai yang menentukan tingkat dan sifat dari kegiatan usaha syariah. Ada banyak nilai-nilai positif seperti *iqtisad* (moderasi), *adl* (keadilan), *ihsan* (berbuat baik), *amanah* (kejujuran), *infaq* (pengeluaran untuk memenuhi kewajiban sosial), *sabr* (sabar) dan *istislah* (kepentingan umum). Nilai-nilai negatif yang tidak diinginkan menurut Islam yaitu *zulm* (tirani), *bukhl* (pelit), *hirs* (tamak),

² Bank Indonesia, Peraturan Bank Indonesia Nomor 11/33/PBI/2009 tentang Pelaksanaan *Good Corporate Governance* Bagi Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah, pasal 2 ayat 2.

iktinaz (mengumpulkan kekayaan yang berlebihan) dan *israf* (berlebih-lebihan)³.

Namun demikian dalam pelaksanaannya GCG ini tidak hanya dipraktikkan pada industri keuangan dalam bentuk bank namun juga Industri Keuangan Non-Bank (IKNB) bahkan wajib untuk industri keuangan syariah. Otoritas Jasa Keuangan menjelaskan bahwa industri keuangan syariah di Indonesia memiliki potensi untuk terus bertumbuh dan memiliki kemanfaatan yang besar bagi perekonomian. IKNB yang berbasis syariah pun menjadi satu pilar kekuatan di industri keuangan syariah, yang perkembangannya diharapkan bisa ikut menumbuh kembangkan perekonomian syariah di Indonesia. IKNB Syariah adalah bidang kegiatan yang berkaitan dengan aktivitas di industri asuransi, dana pensiun, lembaga pembiayaan, dan lembaga jasa keuangan lainnya, yang dalam pelaksanaannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Secara umum, kegiatannya memang tidak memiliki perbedaan dengan IKNB konvensional. Namun terdapat beberapa karakteristik khusus, dengan produk dan mekanisme transaksi yang berdasarkan prinsip syariah⁴.

³ Marvyn K. Lewis, *Islam and Accounting*, *Accounting Forum*, Vol 25 no 2 June 2001, pp. 108.

⁴ Otoritas Jasa Keuangan, *IKNB Syariah*, Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan, 2014, <http://www.ojk.go.id/id/kanal/iknb/Pages/IKNB-Syariah.aspx>, akses 28 September 2016.

Sebagai sektor yang menjadi tumpuan untuk mensukseskan pembangunan pada suatu negara, pertumbuhan industri keuangan syariah dan non keuangan syariah baik secara kuantitas maupun kualitas perlu didukung bersama. Bahkan dukungan pemerintah sekalipun juga menjadi kekuatan tersendiri untuk bangkit dan berkembangnya industri keuangan syariah ini. Dalam sejarah perekonomian umat Islam perkembangan sektor keuangan syariah diawali dari zaman Nabi Muhammad SAW dan Khulafaurrasidin, Dinasti Umayyah, Abbasiyah hingga Usmaniyah.

Dalam konteks zaman modern sekarang ini, lembaga keuangan syariah merupakan embrio kekuatan ekonomi dimana pada zamannya lembaga ini mampu menjadi sistem yang bisa mensejahterakan umatnya. Di masa krisis, ia mampu lolos dari kebangkrutan, sekalipun tidak mendapat bantuan dana Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI). Konsep yang mengandung kesyari'ahan ini harus menjadi kekuatan baru dalam membangkitkan kembali perekonomian negeri ini. Sistem lembaga keuangan syariah ini berkembang pesat memainkan peranan penting dalam mengalokasikan sumber daya dan meningkatkan pembangunan ekonomi⁵.

⁵ Shinta Dewianty, Sistem Lembaga Keuangan Shari'ah, Economic: Jurnal Ekonomi dan Hukum Islam, Vol. 2, No. 1, hlm. 41

Kemudian, siapa yang menjadi aktor utama dalam industri keuangan syariah?. Pemain dalam industri keuangan syariah dibagi dalam empat sektor utama yaitu: (1) perbankan; (2) nonperbankan; (3) pasar modal dan pasar uang serta (4) dana sosial keagamaan. Setiap sektor mempunyai kategori pemain tersendiri yang didefinisikan oleh regulasi. *Pertama*, sektor perbankan. Sektor perbankan yang mewakili pangsa terbesar dalam aset keuangan syariah memiliki tiga tipe pemain yaitu; (1) bank umum syariah; (2) unit usaha syariah dan (3) bank pembiayaan rakyat syariah. *Kedua*, sektor nonperbankan. Sektor nonperbankan terdiri dari berbagai tipe pemain termasuk: (1) Koperasi Syariah/BMT; (2) Perusahaan Takaful dan Retakaful; (3) Perusahaan Pembiayaan Syariah serta (4) dan lain-lain antara lain dana pensiun syariah dan pegadaian syariah. *Ketiga*, sektor pasar modal dan pasar uang. Pasar modal dan pasar uang Indonesia mempunyai sejumlah komponen syariah, termasuk: (1) sukuk; (2) reksadana syariah dan (3) saham syariah. *Keempat*, sektor dana sosial keagamaan. Dana sosial keagamaan di Indonesia yang dianggap merupakan bagian dari keuangan syariah dikategorikan sebagai berikut: (1) dana haji; (2) zakat dan (3) wakaf⁶.

⁶ Badan Perencanaan Pembangunan Nasional, Masterplan Arsitektur Keuangan Syariah Indonesia, Jakarta: Badan Perencanaan Pembangunan Nasional, 2016, hlm. 13-18.

Penelitian ini secara khusus membahas tentang industri keuangan syariah dalam bentuk sukuk pada negara-negara anggota Organisasi Kerjasama Islam (OKI) di *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) yaitu Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam. Pemilihan negara tersebut karena stabilitas perekonomian di kawasan ASEAN tidak bisa dilepaskan dari faktor ekonomi dan non ekonomi. Secara teknis, penelitian ini membahas tentang dinamisasi faktor ekonomi yang secara teori menjadi indikator prestasi ekonomi pada suatu negara. Negara yang mampu mewujudkan penggunaan SDI penuh (*fullemployment*) dapat diartikan bahwa negara tersebut mampu menjaga stabilitas perekonomian, karena faktor-faktor produksi selain SDI dimanfaatkan secara maksimal sehingga terbuka kesempatan bagi SDI untuk melakukan kegiatan ekonomi.

Keterkaitan SDI dengan ilmu ekonomi diatas berarti memposisikan manusia sebagai makhluk sosial yang sekaligus sebagai pelaku utama perekonomian. Rosyidi menjelaskan, ilmu ekonomi adalah satu dari antara ilmu-ilmu sosial (*social science*), yaitu ilmu tentang manusia serta masyarakat yang sekelompok manusia hidup di dalamnya⁷. Ilmu ekonomi adalah studi tentang manusia dalam kegiatan hidup mereka

⁷ Suherman Rosyidi, *Pengantar Teori Ekonomi Pendekatan Kepada Teori Ekonomi Mikro dan Makro*, Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2003.

sehari-hari untuk mendapat dan menikmati kehidupan. Ilmu ekonomi juga berarti studi tentang bagaimana manusia bertingkah pekerti untuk mengorganisir kegiatan-kegiatan produksi dan konsumsinya⁸.

Dalam konteks agama, Islam mengatur hubungan yang kuat antara akhlak, akidah, ibadah dan muamalah. Aspek muamalah merupakan aturan main bagi manusia dalam menjalankan kehidupan sosial, sekaligus merupakan dasar untuk membangun sistem perekonomian yang sesuai dengan nilai-nilai Islam⁹. Pendeskripsian bahwa ekonomi terkait dengan ilmu sosial dan muamalah, maka terwujudnya stabilitas perekonomian nasional dapat meredam dan meminimalisir permasalahan sosial yang biasanya bersifat sistemik. Sukirno menjelaskan, kestabilan ekonomi yang diidam-idamkan setiap negara pada umumnya diartikan sebagai suatu keadaan ekonomi dimana pertumbuhan ekonomi meningkat, pendapatan per kapita meningkat, tingkat harga-harga tidak menunjukkan perubahan yang berarti, kurs valuta asing yang kuat serta tingkat suku bunga acuan yang rendah¹⁰.

⁸ Paul A. Samuelson, *Economics*, Tokyo: McGraw Hill Kogakusha. Ltd, 1983.

⁹ Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, Jakarta: PT. Serambi Ilmu Sejahtera, 2009, hlm. 19.

¹⁰ Sadono Sukirno, *Pengantar Teori Makroekonomi*, Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 1995.

Kelima variabel menurut Sukirno di atas terbukti secara empirik dapat meningkatkan iklim investasi di Indonesia khususnya investasi yang memiliki karakteristik yaitu: (1) merupakan bukti kepemilikan suatu aset, hak manfaat, jasa atau kegiatan investasi tertentu; (2) pendapatan yang diberikan berupa imbalan, margin, bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan; (3) terbebas dari unsur *riba*, *gharar* dan *maysir*; (4) memerlukan adanya *underlying* asset penerbitan dan (5) penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah¹¹. Unsur *riba* terkait dengan bunga, *gharar* terkait dengan ketidakpastian dan *maysir* mengenai spekulasi.

Lebih teknis terkait dengan instrumen keuangan berbasis syariah, bahwa instrumen atau surat berharga syariah yang diperdagangkan di bursa efek syariah dapat berbentuk penyertaan modal (kepemilikan saham), sukuk¹² dan obligasi¹³. Penelitian ini difokuskan pada pembahasan tentang

¹¹ Tim Penyusun, Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrument Keuangan Berbasis Syariah, Jakarta: 2010, hlm. 9.

¹² Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, Jakarta: PT Serambi Ilmu Sejahtera, 2009, hlm. 244 dan Suminto, Peran Sukuk Negara Dalam Pembangunan Nasional, *Makalah Seminar Nasional*, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Tulungagung, 20 Nopember 2015.

¹³ Suminto, Peran Sukuk, 2015. Menurut Suminto berdasar Prinsip Dasar, perbedaan sukuk, obligasi dan saham yaitu: sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Obligasi merupakan surat pernyataan utang dari issuer serta saham merupakan kepemilikan dalam saham.

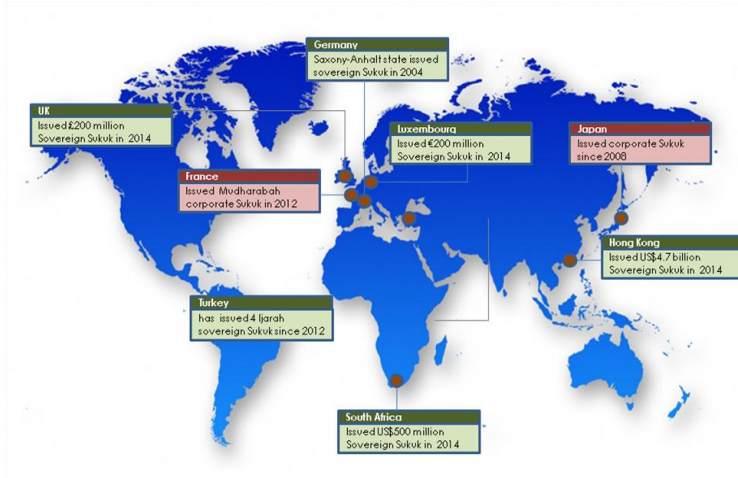
sukuk khususnya sukuk yang diterbitkan oleh negara. Direktorat Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang menjelaskan bahwa sukuk merupakan salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara¹⁴.

Sedangkan lima karakteristik investasi di Indonesia sebagaimana yang dimaksud oleh Direktorat Pembiayaan Syariah Kementerian Keuangan Republik Indonesia relevan dengan investasi di pasar modal syariah dalam bentuk sukuk. Perkembangan sukuk ini tidak saja terjadi di Indonesia, bahkan di dunia internasional sekalipun sudah menunjukkan intensitasnya.

Berdasar pengamatan, negara-negara baik pemerintah dalam bentuk Surat Berharga Syariah Negara (khusus di Indonesia) maupun korporasi (khusus di Indonesia disebut sukuk atau obligasi syariah) yang secara reguler menerbitkan efek syariah dalam bentuk sukuk yaitu: Saudi Arabia, Qatar (2003), Bahrain (2001), Uni Emirat Arab (2004), Iran, Pakistan, Malaysia (1996), Brunei Darussalam (2006), Singapura (2009) dan tentunya Indonesia (2008) (perhatikan gambar 1.1 di bawah ini).

¹⁴ Direktorat Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, *Mengenal Sukuk Instrumen Investasi Berbasis Syariah*, Tanpa Tahun, www.djppr.kemenkeu.go.id/uploads/files/.../MENGENAL_SUKUK.pdf

Gambar 1.1: Penerbitan Sukuk di Berbagai Negara



Sumber: Suminto, 2015¹⁵

Berdasar gambar 1.1 dapat dikemukakan bahwa sukuk tidak saja berkembang di negara-negara yang mayoritas penduduknya memeluk agam Islam, tetapi di Eropa, Afrika dan Asia Timur sekalipun sukuk tumbuh subur. Misalnya United Kingdom (mulai pada tahun 2012), Jerman (2004), Turki (2012), Luxembourg (2014), Jepang (2008), Hong Kong (2014) dan Afrika Selatan (2014).

Kemudian, apa yang dimaksud dengan sukuk?. Sukuk dapat berarti dokumen/sertifikat. Ayub mendefinisikan bahwa sukuk adalah istilah yang berasal dari bahasa Arab dan merupakan bentuk jamak (plural) dari kata 'Sakk', yang berarti dokumen atau sertifikat. Pada abad pertengahan, sukuk lazim digunakan oleh para

¹⁵ Suminto, Peran Sukuk, 2015.

pedagang muslim sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari perdagangan dan aktivitas komersial lainnya¹⁶.

Shari'ah Standards The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) No. 15 tentang Investment Sukuk (Sukuk Investasi), Sukuk didefinisikan sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti atas bagian kepemilikan yang tak terbagi terhadap suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa, atau atas kepemilikan suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu¹⁷.

Sukuk juga berarti surat berharga yang berisi kontrak (akad) pembiayaan berdasarkan prinsip syariah¹⁸. Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia¹⁹. Sedangkan Surat Berharga Syariah Negara atau dapat disebut Sukuk Negara adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah,

¹⁶ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, England: John Wiley & Sonds Ltd, 2007.

¹⁷ Shari'a Standards, *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*, Bahrain, 2015, <http://aoofi.com/issued-standards-4/?lang=en>, akses 22 September 2016.

¹⁸ Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek*, 2009, hlm. 246.

¹⁹ Dede Abdul Fatah, *Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan*, AL-„ADALAH Vol. X, No. 1 Januari, IAIN Raden Intan Lampung, 2011.

sebagai bukti atas bagian kepemilikan asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing²⁰.

Tujuan penerbitan sukuk oleh negara ini yaitu untuk pembiayaan Anggaran Pendapatan Belanja Negara (APBN) dalam bentuk defisit APBN dan pembiayaan kegiatan (proyek). Sedangkan manfaat sukuk negara yaitu: (1) diversifikasi sumber pembiayaan APBN; (2) membiayai proyek-proyek pemerintah; (3) mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara; (4) memperluas basis investor; (5) memperkaya alternatif instrumen investasi; (6) mengembangkan pasar keuangan syariah serta (7) menyediakan *sukuk benchmark*²¹.

Menurut definisi di atas jelas bahwa sukuk merupakan salah satu instrument perekonomian yang menunjukkan kepemilikan suatu asset serta dibuktikan dalam bentuk dokumen atau sertifikat. Sukuk yang dalam penelitian ini diproksi oleh Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) didasarkan pada UU No 19/2008, dimana SBSN atau dapat disebut Sukuk Negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang

²⁰ Fatwa Dewan Syari'ah Nasional (DSN) No: 69/DSN-MUI/VI/2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

²¹ Suminto, Peran Sukuk, 2015.

rupiah maupun valuta asing²². Kemudian SBSN diterbitkan dengan tujuan untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) termasuk membiayai pembangunan proyek²³.

Gambar 1.2: APBN Indonesia 2011-2016

	LKPP				APBN-P	APBN
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
A. Pendapatan Negara dan Hibah	1,210.6	1,338.1	1,438.9	1,550.5	1,761.6	1,822.5
I. Penerimaan Dalam Negeri	1,205.4	1,332.3	1,432.1	1,545.5	1,758.3	1,820.5
1. Penerimaan Perpajakan	873.9	980.5	1,077.3	1,146.9	1,489.3	1,546.7
2. Penerimaan Bukan Pajak	331.5	351.8	354.8	398.6	269.1	273.8
II. Hibah	5.2	5.8	6.8	5.0	3.3	2.0
B. Belanja Negara	1,295.0	1,491.4	1,650.6	1,777.2	1,984.1	2,095.7
I. Belanja Pemerintah Pusat	883.7	1,010.6	1,137.2	1,203.6	1,319.5	1,325.6
a. Bunga Utang	93.3	100.5	113.0	133.4	155.7	184.9
- Dalam Negeri	66.8	70.2	98.7	118.8	141.2	168.5
- Luar Negeri	26.4	30.3	14.3	14.6	14.5	16.4
b. Subsidi	295.3	346.4	355.0	392.0	212.1	182.6
II. Transfer Ke Daerah dan Dana Desa	411.3	480.6	513.3	573.7	664.6	770.2
III. Suspend		0.2	0.1	(0.1)	-	-
C. Keseimbangan Primer	8.9	(52.8)	(98.6)	(93.3)	(66.8)	(88.2)
D. Surplus/ (Defisit) Anggaran (A-B)	(84.4)	(153.3)	(211.7)	(226.7)	(222.5)	(273.2)
E. Pembiayaan	130.9	175.2	237.4	248.9	222.5	273.2
I. Pembiayaan Utang	102.7	137.0	219.3	253.2	279.4	330.9
II. Pembiayaan Non-Utang	28.3	38.1	18.1	(4.3)	(56.9)	(57.7)
Kelebihan (Kekurangan) Pembiayaan	46.6	21.9	25.7	22.2	0.0	0.0

Sumber: Kementerian Keuangan RI, 2016²⁴

Berdasar gambar 1.2 dapat dikemukakan bahwa kondisi APBN Indonesia mengalami defisit pada tahun 2011-2016. Pada tahun 2011 defisit sebesar Rp 84,4 Triliun, 2012 (Rp 153,3 Triliun), 2013 (Rp 211,7 Triliun), 2014 (Rp 226,7 Triliun), 2015 APBN-P (Rp 222,5 Triliun) dan pada tahun 2016 (Rp 273,2

²² Undang-undang Republik Indonesia Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 1 Ayat 1.

²³ Undang-undang Republik Indonesia Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 4.

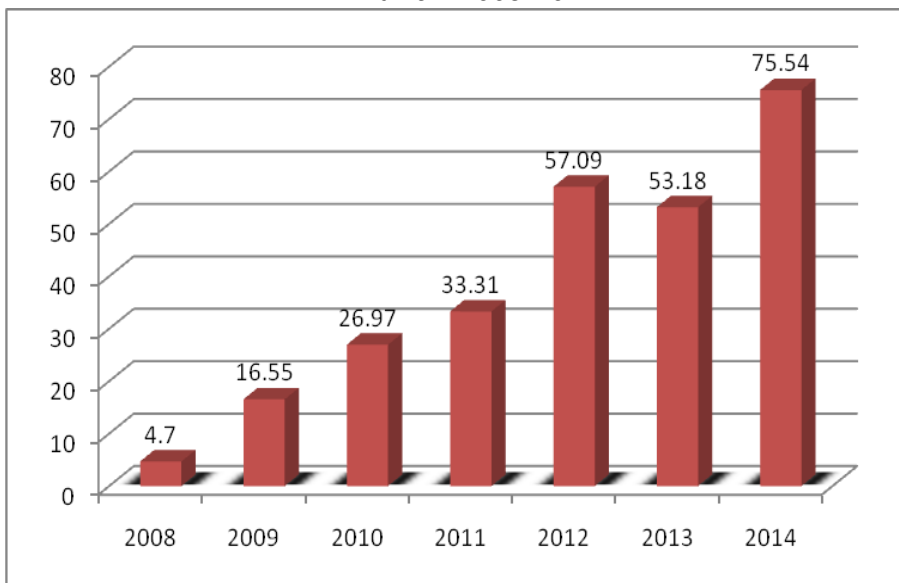
²⁴ Kementerian Keuangan Republik Indonesia Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, *Profil Utang Pemerintah Pusat (Pinjaman dan Surat Berharga Negara)*, Edisi April 2016.

Triliun). Jadi kecenderungannya terdapat peningkatan defisit APBN Indonesia dalam kurun waktu 2011-2016. Peningkatan nilai defisit APBN ini tidak bisa dilepaskan dari peningkatan belanja negara yaitu: belanja untuk membayar utang dalam negeri dan luar negeri, subsidi, transfer ke daerah serta dana desa.

Defisit APBN tersebut oleh pemerintah ditutup dengan pembiayaan baik pembiayaan utang maupun pembiayaan non-utang. Khusus untuk pembiayaan utang, pemerintah melakukan kebijakan dalam bentuk: pinjaman luar negeri dan pinjaman dalam negeri serta penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) dalam bentuk Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Jumlah pembiayaan pada tahun 2011 sebesar Rp 130,9 Triliun dan sebesar Rp 102,7 Triliun berasal dari pembiayaan utang, tahun 2012 sebesar Rp 175,2 Triliun dan sebesar Rp 137 Triliun berasal dari pembiayaan utang, tahun 2013 sebesar Rp 237,4 Triliun dan sebesar Rp 219,3 Triliun berasal dari pembiayaan utang, tahun 2014 sebesar Rp 248,9 Triliun dan sebesar Rp 253,2 Triliun berasal dari pembiayaan utang, tahun 2015 sebesar Rp 225,5 Triliun dan sebesar Rp 279,4 Triliun berasal dari pembiayaan utang serta pada tahun 2016 sebesar Rp 273,2 Triliun dan sebesar Rp 330,9 Triliun berasal dari pembiayaan utang.

Peningkatan pembiayaan utang yang salah satu diantaranya dilakukan oleh pemerintah dengan menerbitkan SBSN atau Sukuk Negara dalam rupiah dan valuta asing dengan berbagai struktur, misalnya *Ijarah Sale and Leased Back*, *Ijarah Assets to be Leased*, *Ijarah Al-khadamat* dan *Wakalah*. Peningkatan ini sebagai dampak dari meningkatnya iklim investasi di Indonesia, yang tentunya perlu didukung oleh perkembangan sistem keuangan syariah untuk mewujudkan perekonomian yang seimbang.

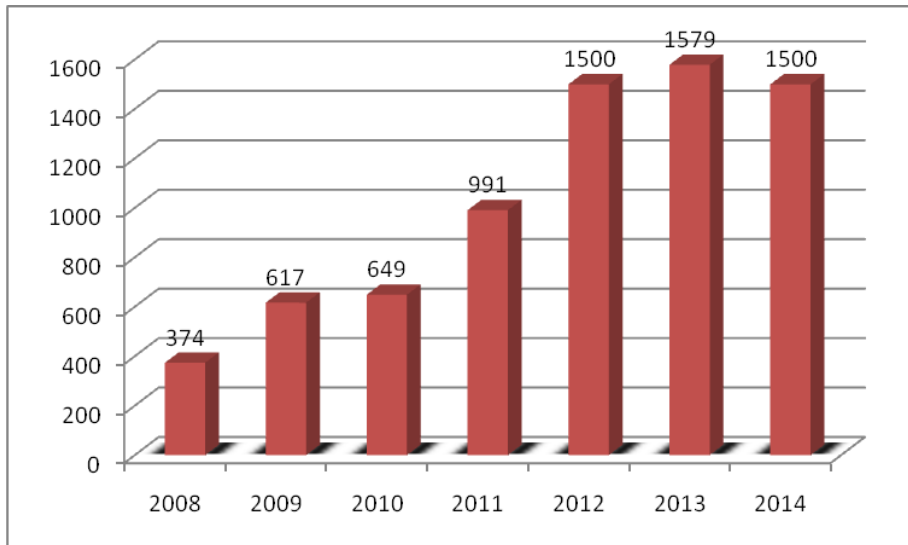
Gambar 1.3: Penerbitan Sukuk Negara Indonesia Periode Tahun 2008-2014



Sumber: Kementerian Keuangan RI²⁵

²⁵ Direktorat Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan RI sebagaimana dikutip

Gambar 1.4: Penerbitan Sukuk Negara Brunei Darussalam
Periode Tahun 2008-2014



Sumber: *Autoriti Monetari Brunei Darussalam*²⁶

Berdasar gambar 1.3 dan 1.4 di atas dapat dijelaskan bahwa terdapat kecenderungan peningkatan nilai sukuk negara baik di Indonesia maupun Brunei Darussalam. Hal ini menunjukkan bahwa penerbitan sukuk negara atau SBSN benar-benar menjadi salah satu instrument pembiayaan APBN disamping penerbitan Surat Utang Negara (SUN) dalam jenis utang Surat Berharga Negara (SBN).

Disamping itu dari segi investor, jenis investasi ini lebih disukai oleh investor karena sangat menguntungkan. Keuntungan yang diperoleh investor dari berinvestasi dalam

Suminto (Peran Sukuk Negara dalam Pembangunan Nasional) makalah seminar di FEBI IAIN Tulungagung

²⁶ *Autoriti Monetari Brunei Darussalam, Annual Report 2015*

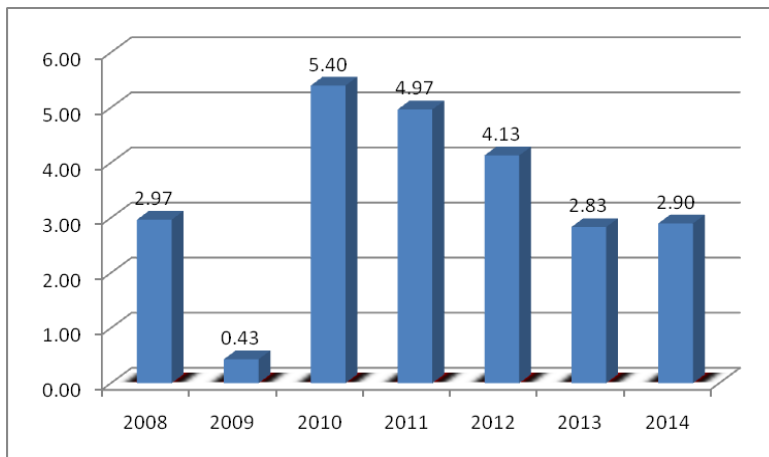
SBSN atau Sukuk Negara, antara lain: (1) merupakan investasi yang aman, karena pembayaran imbalan dan nilai nominal SBSN sampai dengan jatuh tempo dijamin oleh Pemerintah; (2) berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah, serta aman dan terbebas dari hal-hal yang dilarang syariah, seperti *riba*, *gharar*, dan *maysir*, sehingga selain aman juga menentramkan; (3) memberikan penghasilan berupa imbalan atau bagi hasil yang kompetitif, (4) dibandingkan dengan instrumen keuangan lain; (5) dapat diperdagangkan di pasar sekunder sesuai dengan harga pasar, sehingga investor berpotensi mendapatkan *capital gain* dan (6) turut berpartisipasi serta mendukung pembiayaan pembangunan nasional²⁷.

Namun demikian pertumbuhan nilai sukuk negara tersebut bukan tanpa sebab. Dengan kata lain penerbitan sukuk negara ini ditentukan dan dipengaruhi oleh variabel-variabel stabilitas makro ekonomi. Banyak penelitian yang mengkaji dalam kaitannya dengan stabilitas makro ekonomi, dimana dalam penelitian ini indikator variabel stabilitas makro ekonomi terdiri dari: pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, kurs valuta asing dan tingkat suku bunga acuan.

²⁷ Tim Penyusun, *Tanya Jawab tentang Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara): Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*, Jakarta: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan, 2010, hlm. 17.

Pertama, pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi merupakan proses perubahan kapasitas produksi suatu perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional selama periode waktu tertentu. Bank Dunia merekomendasikan bahwa untuk menghitung pertumbuhan ekonomi dilakukan dengan cara menghitung nilai *GDP Growth (annual %)* atau pertumbuhan Produk Domestik Produk (PDB). Sejalan dengan Bank Dunia, Haron dan Ibrahim dalam studinya menegaskan bahwa pertumbuhan ekonomi diproxy oleh *Annual Percentage Changes in GDP*²⁸.

Gambar 1.5: Rata-rata Pertumbuhan Ekonomi (dalam %) Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam Tahun 2008-2014



Sumber: The World Bank, 2016²⁹

²⁸ Razali Haron and Khairunisah Ibrahim, The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence, *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1, 2012, pp. 4.

²⁹ The World Bank, GDP Growth (Annual %), <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?view=chart>, akses 16 September 2016.

Gambar 1.5 menunjukkan, meskipun karakter pada masing-masing negara berbeda namun demikian secara rata-rata pertumbuhan ekonomi ketiga negara dalam kurun waktu tahun 2008-2014 sangat fluktuatif. Dimulai pada angka 2,97% pada tahun 2008 yang kemudian turun menjadi 0,43% pada tahun 2009. Pada tahun 2010 perekonomian ketiga negara kembali mengalami peningkatan menjadi 5,40%. Hasil ini hanya bertahan selama satu tahun karena mulai tahun 2011-2014 pertumbuhan ekonomi rata-rata mengalami penurunan.

Studi empiris dalam kaitannya dengan kontribusi pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara dilaporkan oleh Khiyar dan al Galfy, bahwa dalam kurun waktu tahun 2001-2010 pertumbuhan ekonomi suatu Negara berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk³⁰. Demikian pula penelitian Echchabi, *et al* bahwa bahwa penerbitan Sukuk memiliki pengaruh terhadap PDB khususnya di beberapa negara yaitu: Malaysia, Indonesia, Turki, Pakistan, Singapura, China, Brunei Darussalam, Kazakhstan, Jerman, Inggris, Gambia dan Perancis³¹. Hasil yang sama dijelaskan oleh Rini

³⁰ Khiyar Abdalla Khiyar and Ahmad Al Galfy, *The Role of Sukuk (Islamic Bonds) in Economic Development*, JFAMM-2-2014, www.psp-ltd.com/JFAMM_10_2_2014.pdf, akses 18 Maret 2015.

³¹ Abdelghani ECHCHABI; Hassanuddeen ABD.AZIZ and Umar IDRIS, *Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis On The Major Issuing Countries*, *Turkish Journal of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, August 2016, pp. 63

dan Beik bahwa Sukuk juga dapat berkontribusi dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi³² dan Yulianti³³.

Kedua, pendapatan per kapita. Menurut Bank Dunia pendapatan per kapita diukur dengan nilai *GDP per capita (current US\$)*. Sedangkan GDP per kapita yaitu produk domestik bruto dibagi dengan populasi tengah tahun. Pendapatan per kapita merupakan besarnya pendapatan rata-rata penduduk di suatu negara. Nilai pendapatan per kapita didapatkan dari rasio atau hasil pembagian pendapatan nasional suatu negara dengan jumlah penduduk negara tersebut. Dalam pengertian yang lebih luas dapat dikemukakan bahwa pendapatan per kapita juga merefleksikan GDP per kapita.

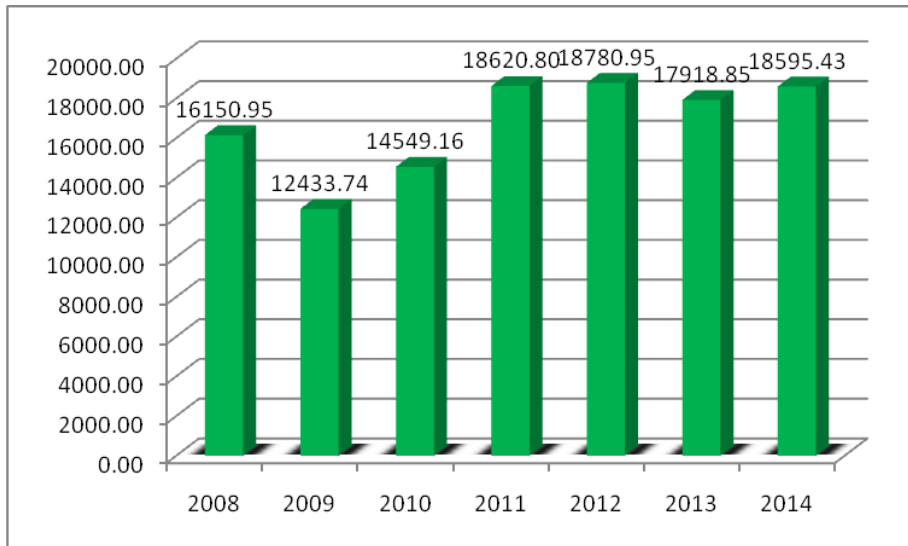
Pendapatan per kapita sering digunakan sebagai indikator atau tolak ukur kemakmuran dan tingkat kemajuan pembangunan sebuah negara. Semakin besar pendapatan per kapitanya, maka dapat disimpulkan semakin makmur negara tersebut. Sehingga setiap negara berlomba-lomba untuk meningkatkan nilai GDP. Jadi dalam konteks makro ekonomi, peningkatan GDP harus lebih besar dibandingkan dengan peningkatan jumlah penduduk supaya pendapatan per

³² Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi, *Jurnal Ekonomi Islam Republika IQTISHODIA*, Republika Kamis, 28 Juni 2012, hlm. 23

³³ Lilis Yulianti, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk, *Walisongo*, Volume 19, Nomor 1, Mei 2011, hlm. 103-126.

kapitanya stabil dan tentunya dapat meningkat dari tahun ke tahun.

Gambar 1.6: Rata-rata Pendapatan per Kapita (*Thousand US\$*) Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam Periode Tahun 2008-2014



Sumber: The World Bank, 2016³⁴

Berdasar gambar 1.6 dapat dijelaskan bahwa titik terendah perkembangan rata-rata pendapatan per kapita (*Thousand US\$*) Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam terjadi pada tahun 2009. Kemudian terjadi pemulihan pada tahun 2010 dan sampai dengan tahun 2014 relatif stabil. Sedangkan penelitian terdahulu terkait pengaruh pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara antara lain dilaporkan oleh Elkarim bahwa inflasi memiliki efek negatif

³⁴ The World Bank, GDP Growth (Annual %), <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?view=chart>, akses 16 September 2016.

terhadap penerbitan sukuk di Malaysia untuk periode tahun 1990-2011³⁵.

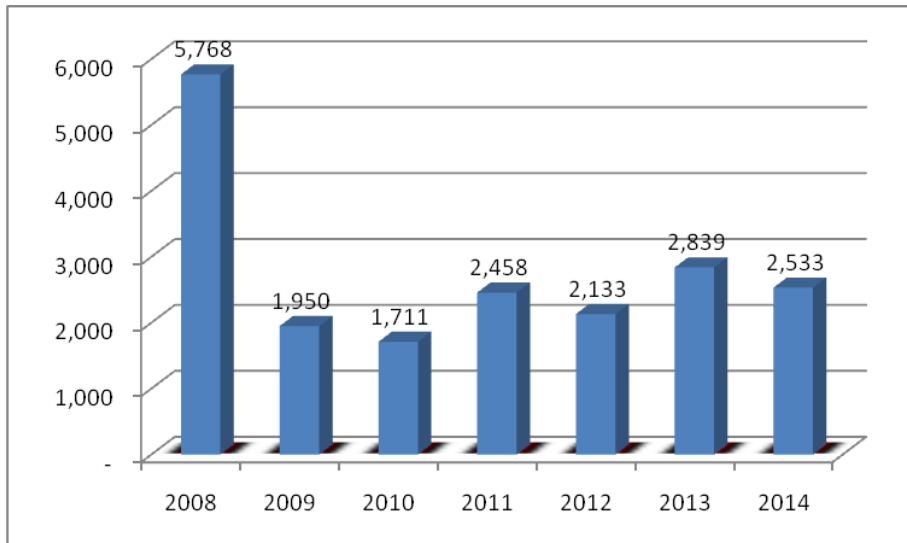
Ketiga, inflasi. Sebagai salah satu permasalahan dalam perekonomian makro, inflasi menjadi target pemerintah untuk dikendalikan. Definisi umum dari inflasi, yaitu peningkatan harga barang dan jasa secara umum dan terus menerus selama periode waktu tertentu. Dengan demikian, ketika tingkat harga mengalami kenaikan maka alokasi setiap unit mata uang mengalami penurunan. Akibatnya terjadi penurunan daya beli dan perekonomian menjadi lesu. Gambar 1.7 menjelaskan secara grafis tingkat inflasi rata-rata di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam selama tujuh tahun yaitu tahun 2008-2014.

Perkembangan inflasi pada negara-negara anggota OKI di ASEAN masih dalam taraf yang terkendali. Meskipun belum ada konsensus bersama dalam kaitannya dengan klasifikasi inflasi namun hasil di atas masih dapat ditoleransi. Suseno dan Astiyah menjelaskan, di Indonesia sampai dengan tahun 1990-an sering dikatakan bahwa inflasi *single digit*, dianggap sebagai “batas psikologis”, artinya inflasi apabila melampaui *single digit* baru dianggap berbahaya. Dengan kata

³⁵ Ghemari Abd Elkarim, *Factors Influence Sukuk and Conventional Bonds in Malaysia*, A project paper submitted to Othman Yeop Abdullah Graduate School of Business Universiti Utara Malaysia, 2012.

lain, inflasi sampai 9% masih dianggap wajar³⁶. Berdasar pengamatan di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam (gambar 1.7) secara rata-rata masih dianggap wajar karena inflasi tertinggi pada tahun 2008 yaitu sebesar 5,768% dan terendah pada tahun 2010 yaitu sebesar 1,711%.

Gambar 1.7: Rata-rata Inflasi (%) Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam Periode Tahun 2008-2014



Sumber: The World Bank, 2016³⁷

Penelitian terdahulu yang menyebutkan bahwa inflasi dapat mempengaruhi penerbitan sukuk negara dilakukan oleh Elkarim³⁸ serta Said dan Grassa³⁹.

³⁶ Suseno dan Siti Astiyah, *Inflasi: Seri Kebanksentralan*, Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, 2009, hlm. 30.

³⁷ The World Bank, *GDP Growth (Annual %)*, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?view=chart>, akses 16 September 2016.

Keempat, kurs valuta asing. Kurs valuta asing atau nilai tukar mengacu pada nilai tukar yang ditentukan oleh otoritas moneter suatu negara atau ditentukan di pasar valuta asing⁴⁰. Dalam penelitian ini data tentang kurs valuta asing menggunakan data yang dilaporkan oleh Bank Dunia, yaitu nilai tukar berdasar harga pasar. Nilai tukar dihitung sebagai rata-rata tahunan berdasarkan rata-rata bulanan (unit mata uang lokal terhadap dollar AS). Berdasar hasil pengamatan awal bahwa nilai kurs yang paling lemah terhadap Dollar Amerika Serikat yaitu mata uang rupiah Indonesia. Sedangkan nilai tukar yang terkuat terjadi pada mata uang Dollar Brunei Darussalam. Penelitian terdahulu yang menyebutkan bahwa kurs mempengaruhi penerbitan sukuk negara dilaporkan oleh Yunita⁴¹.

Kelima, tingkat suku bunga acuan. Tingkat suku bunga acuan kalau di Indonesia diwujudkan dalam bentuk *BI Rate*. Namun demikian dalam penelitian ini suku bunga acuan tidak

³⁸ Ghemari Abd Elkarim, *Factors Influence*, 2012.

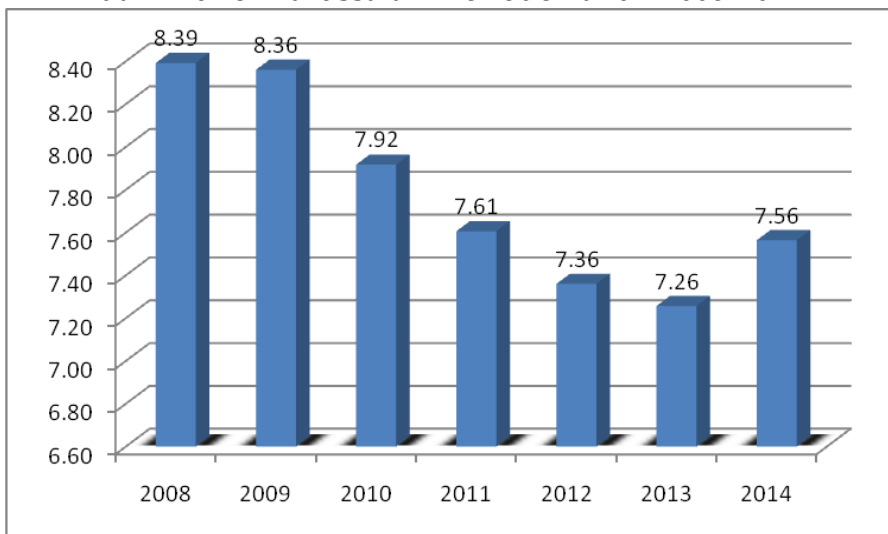
³⁹ Ali Said and Rihab Grassa, The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?, *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 3, No. 5, 2013, 251-267.

⁴⁰ The World Bank, *Official exchange rate (LCU per US\$, period average)*, 2016, <http://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF?view=chart>, akses 10 Oktober 2016.

⁴¹ Irni Yunita, The Development, Scheme, Risk and Fair Market Value Model of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia, *American Journal of Economics*, 2015, 5(2): 56-63

diwakili atau diproxy oleh *BI Rate* mengingat tidak semua negara memiliki kebijakan moneter dalam bentuk *BI Rate*. Di Brunei, *Monetary Authority of Brunei Darussalam* tidak menetapkan suku bunga acuan. Sebaliknya, *Prime Lending Rate* (Suku Bunga Dasar Kredit/Pinjaman) digunakan sebagai acuan. Adapun penelitian terdahulu yang menguji pengaruh suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara dilaporkan oleh Elkarim⁴². Sedangkan variabel *interest rates* yang diproxy oleh *lending rate* dikemukakan oleh Haron dan Ibrahim⁴³.

Gambar 1.11: Rata-rata Suku Bunga Acuan Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam Periode Tahun 2008-2014



Sumber: The World Bank, 2016⁴⁴

⁴² Ghemari Abd Elkarim, *Factors Influence*, 2012.

⁴³ Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim, The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence, *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1 (2012), pp. 4.

⁴⁴ <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND?view=chart>

Berdasar pemikiran dan hasil penelitian terdahulu dalam kaitannya dengan penerbitan sukuk negara dan variabel yang mempengaruhinya dapat disimpulkan bahwa untuk mengatasi defisit APBN perlu kebijakan moneter yang salah satu diantaranya dalam bentuk penerbitan sukuk negara (di Indonesia dikenal dengan istilah SBSN). SBSN merupakan bentuk investasi yang dilakukan oleh investor, yang merupakan bentuk pembiayaan yang dilakukan oleh pemerintah.

Berangkat dari kondisi ekonomi khususnya negara yang tergabung dalam OKI di ASEAN serta manfaat dan perkembangan sukuk negara di atas memotivasi peneliti untuk melakukan kajian mendalam tentang pengaruh stabilitas makro ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara khususnya pada negara-negara anggota OKI di ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam. Variabel stabilitas makro ekonomi diproksi oleh variabel-variabel yang dikemukakan oleh Sukirno yaitu: (1) pertumbuhan ekonomi; (2) pendapatan per kapita; (3) inflasi; (4) kurs valuta asing dan (5) tingkat suku bunga acuan.

B. Permasalahan

Persmasalahan berangkat dari kata masalah yang menurut Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan

Bahasa berarti sesuatu yang harus diselesaikan atau dipecahkan⁴⁵. Menurut Sugiyono masalah dapat diartikan sebagai penyimpangan antara yang seharusnya dengan apa yang benar-benar terjadi, antara teori dan praktik, antara aturan dengan pelaksanaan, antara rencana dengan pelaksanaan⁴⁶.

Indriantoro dan Supomo menjelaskan bahwa penelitian dapat dilihat sebagai proses yang mencakup dua tahap yaitu: penemuan masalah dan pemecahan masalah. Penemuan masalah dalam penelitian meliputi: identifikasi bidang masalah, penentuan atau pemilihan pokok masalah (topik), dan perumusan atau formulasi masalah⁴⁷.

Berdasar pemikiran di atas dapat dikemukakan bahwa setiap penelitian yang akan dilakukan harus selalu berangkat dari masalah penelitian, sehingga keberhasilan dan kesuksesan dalam menyelesaikan permasalahan penelitian tidak bisa dilepaskan dari tiga hal yang menurut penelitian ini yaitu: identifikasi permasalahan, batasan permasalahan dan rumusan permasalahan.

⁴⁵ Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa, *Kamus Besar Bahasa Indonesia*, Jakarta: Perum Penerbitan dan Percetakan BALAI PUSTAKA, 1990, hlm. 562.

⁴⁶ Sugiyono, *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*, Bandung: ALFABETA, 2014, hlm. 56.

⁴⁷ Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Yogyakarta: BPFE, 1999, hlm. 36.

Secara sistematis di bawah ini menyajikan tiga hal di atas secara berurutan untuk memenuhi tahapan-tahapan penelitian dalam rangka memudahkan untuk pemecahan masalah.

1. Identifikasi Permasalahan

Identifikasi permasalahan, menurut Jogiyanto disebut dengan identifikasi isu atau topik dari penelitian⁴⁸. Sedangkan menurut Indriantoro dan Supomo identifikasi permasalahan disebut dengan identifikasi bidang masalah dan penentuan atau pemilihan pokok masalah (topik)⁴⁹. Pada bagian identifikasi permasalahan ini berfungsi untuk mengemukakan bahwa sebenarnya terdapat banyak permasalahan khususnya terkait penerbitan sukuk negara di kawasan negara-negara anggota OKI di ASEAN.

Berikut ini merupakan identifikasi permasalahan penelitian yaitu:

- a. Sukuk negara. Tujuan penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), termasuk membiayai pembangunan proyek (seperti proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan

⁴⁸ Jogiyanto, *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*, Yogyakarta: BPFE, 2004, hlm. 12.

⁴⁹ Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian*, hlm. 36.

perumahan rakyat)⁵⁰. Berdasar pengamatan, sejak pertama kalinya pada bulan Agustus 2008 pemerintah telah sukses menerbitkan SBSN atau dikenal dengan Sukuk Negara. Penerbitan sukuk negara oleh pemerintah ini menggunakan beberapa model yaitu: cara *bookbuilding*, lelang dan *private placement*. Penerbitan SBSN tersebut berhasil menarik minat yang luar biasa dari para investor, baik dalam maupun luar negeri.

Walaupun secara kuantitas dan kualitas pertumbuhan sukuk negara di Indonesia sangat menjanjikan, namun jika dibandingkan dengan di Malaysia dan Brunei Darussalam masih tertinggal. Berdasar kenyataan tersebut penelitian ini secara khusus mengamati perkembangan penerbitan sukuk negara pada negara-negara anggota OKI di ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

- b. Pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu instrumen yang digunakan untuk mengukur prestasi dari perkembangan suatu perekonomian. Pengukuran akan kemajuan sebuah perekonomian memerlukan alat ukur yang tepat, berupa alat pengukur pertumbuhan ekonomi antara lain yaitu Produk Domestik Bruto (PDB) atau di tingkat regional disebut dengan Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) yaitu jumlah barang atau

⁵⁰ Tim Penyusun, *Tanya Jawab*, hlm. 16.

jasa yang dihasilkan oleh suatu perekonomian dalam jangka waktu satu tahun dan dinyatakan dalam harga pasar⁵¹.

Dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2014, rata-rata pertumbuhan ekonomi pada negara-negara anggota OKI di ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam mengalami penurunan pada tahun 2009. Penurunan ini tidak berlangsung lama karena setahun kemudian mengalami peningkatan (2010). Namun hal ini hanya berlaku dalam jangka pendek, karena pada tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 mengalami penurunan.

- c. Pendapatan per Kapita. Dalam suatu perekonomian, *Gross Domestic Product* (GDP) merupakan indikator yang umum digunakan untuk menilai apakah perekonomian suatu negara dalam tahun tertentu berlangsung dengan baik atau buruk. Indikator ini menilai total pendapatan dan pengeluaran yang diperoleh semua pihak baik individu maupun suatu entitas bisnis dalam perekonomian secara nasional. Sedangkan GDP per orang (kapita) merupakan pendapatan dan pengeluaran rata-rata seseorang dalam perekonomian. GDP per orang (kapita) juga merupakan ukuran kesejahteraan rata-rata perorangan.

⁵¹ Yesi Hendriani Supartoyo, Jen Tatuh dan Recky H. E. Sendouw, *The Economic Growth And The Regional Characteristics: The Case Of Indonesia*, *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Juli 2013, hlm. 6.

Berdasar pengamatan peneliti dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2014 terjadi peningkatan untuk Indonesia, cenderung meningkat untuk Malaysia dan cenderung fluktuatif untuk Brunei Darussalam.

- d. Inflasi. Salah satu indikator ekonomi makro yang digunakan untuk melihat atau mengukur stabilitas perekonomian suatu negara adalah inflasi⁵². Tingkat inflasi yang rendah dan stabil akan menjadi *stimulator* bagi pertumbuhan ekonomi. Laju inflasi yang terkendali akan menambah keuntungan pengusaha, pertambahan keuntungan akan menggalakkan investasi di masa datang dan pada akhirnya akan mempercepat terciptanya pertumbuhan ekonomi. Sebaliknya tingkat inflasi yang tinggi akan berdampak negatif pada perekonomian yang selanjutnya dapat mengganggu kestabilan sosial dan politik. Dampak negatif pada perekonomian diantaranya mengurangi keairahan penanam modal, tidak terjadinya pertumbuhan ekonomi, memperburuk distribusi pendapatan dan mengurangi daya beli masyarakat. Oleh karena itu perlu diupayakan jangan

⁵² Engla Desnim Silvia, Yunia Wardi dan Hasdi Aimon, Analisis Pertumbuhan Ekonomi, Investasi, dan Inflasi di Indonesia, *Jurnal Kajian Ekonomi*, Januari 2013, Vol. I, No. 02, hlm. 224.

sampai penyakit ekonomi itu menjadi penghambat jalannya roda pembangunan⁵³.

Berdasar pengamatan peneliti, nilai inflasi negara-negara anggota OKI di ASEAN sangat berfluktuatif. Indonesia merupakan negara yang tingkat inflasinya tertinggi, dan Brunei Darussalam merupakan negara yang tingkat inflasinya paling rendah.

- e. Tingkat kurs. Kurs merupakan salah satu harga yang penting dalam perekonomian terbuka karena ditentukan oleh adanya keseimbangan antara permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar⁵⁴. Jika kurs mengalami depresiasi berarti nilai mata uang dalam negeri secara relatif terhadap mata uang asing mengalami penurunan. Dan sebaliknya jika kurs mengalami apresiasi berarti nilai mata uang dalam negeri secara relatif terhadap mata uang asing mengalami peningkatan.

Berdasar pengamatan peneliti, tingkat kurs mata uang negara-negara anggota OKI di ASEAN sangat dinamis. Indonesia merupakan negara yang tingkat kurs mata uang

⁵³ Adrian Sutawijaya dan Zulfahmi, Pengaruh Faktor-Faktor Ekonomi Terhadap Inflasi di Indonesia, *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, Volume 8, Nomor 2, September 2012, hlm. 86.

⁵⁴ Zainul Muchlas dan Agus Rahman Alamsyah, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kurs Rupiah Terhadap Dolar Amerika Pasca Krisis (2000-2010), *Jurnal JIBEKA*, Volume 9 Nomor 1 Februari 2015, hlm. 76.

yang sangat labil, sedangkan Brunei Darussalam dan Malaysia tingkat kurs mata uangnya stabil.

- f. Tingkat suku bunga acuan. Besaran tingkat suku bunga acuan Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sangat berbeda-beda. Dimana Indonesia dinamis pada tingkat suku bunga acuan yang tinggi, sedangkan Malaysia dinamis pada tingkat suku bunga acuan yang rendah. Sedangkan pemerintah Brunei Darussalam memutuskan bahwa tingkat suku bunga acuan rata tetap dalam kurun waktu tahun 2008-2014 yaitu pada angka 5,5% per tahun.

2. Batasan Permasalahan

Berdasar identifikasi permasalahan, penelitian ini hanya dibatasi pada penerbitan sukuk negara dengan periode pengamatan tahun 2008 sampai dengan tahun 2014. Pemilihan ini didasarkan pada sejarah penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sangat berbeda. Penerbitan sukuk negara di Indonesia diawali pada penawaran perdana sukuk negara di pasar domestik dilakukan pada 26 Agustus 2008 dengan nominal dimenangkan Rp 4,7 Triliun. Per 2 Juni 2016 total penerbitan Sukuk Negara telah mencapai Rp 509,26 Triliun dengan *outstanding* Rp 395,29 Triliun. Sebanyak 6,26% dari total *outstanding* tersebut berdenominasi USD.

Sedangkan penerbitan sukuk negara di Malaysia diawali pada tahun 1996 dan Brunei Darussalam pada tahun 2006. Mengingat tahun awal penawaran perdana sukuk negara pada ketiga negara berbeda dan untuk menjamin ketersediaan data maka diputuskan tahun 2008 sebagai tahun awal penelitian yang sekaligus menjadi keterbatasan permasalahan penelitian ini.

3. Rumusan Permasalahan

Rumusan permasalahan menurut Indriantoro dan Supomo sama dengan pertanyaan penelitian, yaitu merupakan tahap akhir dari penemuan setelah peneliti memilih bidang dan pokok masalah yang diteliti⁵⁵. Rumusan masalah merupakan suatu pertanyaan yang akan dicarikan jawabannya melalui pengumpulan data⁵⁶.

Pokok-pokok masalah sebagaimana dalam identifikasi permasalahan, selanjutnya dipilih dan dirumuskan dalam bentuk kalimat pertanyaan untuk dicari jawabannya. Sedangkan pemilihan dari pokok-pokok masalah tersebut didasarkan pada ketersediaan data dan kemungkinan untuk dapat dicari solusi pemecahannya dengan alat analisis data yang tersedia dan relevan.

⁵⁵ Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian*, hlm. 49.

⁵⁶ Sugiyono, *Metode Penelitian*, hlm. 58.

Indriartoro dan Supomo menjelaskan, agar memudahkan peneliti dalam menentukan konsep-konsep teoretis yang ditelaah dan memilih metode pengujian data yang tepat, masalah penelitian sebaiknya dinyatakan dalam bentuk pertanyaan yang mengekspresikan secara jelas hubungan antara dua variabel atau lebih⁵⁷.

Berangkat dari pemikiran, identifikasi dan batasan permasalahan di atas dapat dikemukakan dua rumusan permasalahan penelitian yaitu: rumusan permasalahan umum dan rumusan permasalahan khusus. Rumusan permasalahan umum penelitian ini yaitu:

“Bagaimana pengaruh stabilitas ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?”

Sedangkan rumusan permasalahan khusus penelitian ini sebagai berikut:

- a. Bagaimana pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?;
- b. Bagaimana pengaruh pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?;

⁵⁷ Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian*, hlm. 49-50.

- c. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?;
- d. Bagaimana pengaruh tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?;
- e. Bagaimana pengaruh tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?.

C. Tujuan

Tujuan penelitian adalah untuk memperoleh pengetahuan yang dapat menjawab pertanyaan atau memecahkan masalah⁵⁸. Pertanyaan yang dimaksud yaitu rumusan permasalahan yang diharapkan dapat terjawab dan dicari solusinya dalam rangka untuk meningkatkan pengetahuan. Sehingga tujuan umum penelitian ini yaitu: “Untuk memperoleh pengetahuan bahwa stabilitas ekonomi makro berpengaruh terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam”.

Sedangkan tujuan khusus penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk memperoleh pengetahuan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;

⁵⁸ Sugiyono, *Metode Penelitian*, hlm. 2.

2. Untuk memperoleh pengetahuan bahwa pendapatan per kapita berpengaruh terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;
3. Untuk memperoleh pengetahuan bahwa inflasi berpengaruh terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;
4. Untuk memperoleh pengetahuan bahwa tingkat kurs berpengaruh terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;
5. Untuk memperoleh pengetahuan bahwa tingkat suku bunga acuan berpengaruh terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

D. Signifikansi

Signifikansi penelitian mengantarkan pentingnya permasalahan bagi pembaca yang berbeda yang bisa memberi keuntungan dari membaca dan menggunakan hasil penelitian tersebut⁵⁹. Secara lebih luas dapat dijelaskan bahwa signifikansi merupakan bagian yang menggambarkan pentingnya studi bagi pembaca. Semakin besar pentingnya penelitian akan lebih terlihat bagi pembaca untuk diaplikasikan secara lebih luas.

Selanjutnya Creswell menjelaskan bahwa empat alasan utama untuk melakukan penelitian yaitu: (1) penelitian dapat

⁵⁹ John W. Creswell, *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*, California: SAGE Publications, Inc, 2014, hlm. 137.

memberikan kontribusi terhadap perkembangan ilmu pengetahuan; (2) penelitian dapat juga memperbaiki praktik-praktik yang ada. Dalam konteks ini, penelitian dilakukan untuk menyediakan berbagai solusi dan perbaikan yang ditawarkan oleh hasil penelitian tersebut. Penelitian selalu memberikan input, saran, dan atau rekomendasi baru; (3) hasil penelitian dapat juga membantu para penentu kebijakan untuk memformulasikan kebijakan baru demi perbaikan dan (4) penelitian dapat membantu mahasiswa untuk membangun keterampilan sebagai seorang peneliti dalam pengembangan konsep, penulisan, dan bahkan pengorganisasian konsep. Penelitian tidak hanya bermanfaat dalam konteks pengembangan teori, kebijakan, dan praktik tetapi juga memberikan kontribusi terhadap lahirnya suatu tindakan baru yang lebih spesifik untuk mengatasi masalah tertentu⁶⁰.

Sedangkan Jogiyanto, menjelaskan bahwa riset yang baik harus mempunyai kontribusi atau manfaat kepada pemakai hasil riset. Pemakai riset dapat berkisar dari akademisi, praktisi, perusahaan, sampai ke pemerintah. Tergantung siapa pemakai hasil dari riset, kontribusi riset dapat berupa kontribusi teori, kontribusi praktik dan kontribusi kebijakan⁶¹.

⁶⁰ John W. Creswell, *Research Design*, 2014, hlm. 137.

⁶¹ Jogiyanto, *Metodologi Penelitian*, hlm. 33.

Hasil penelitian tidak saja dibaca oleh pembaca yang memiliki kesamaan profesi dan disiplin ilmu tertentu saja. Melainkan dibaca dan diperhatikan oleh pembaca yang memiliki karakter dan kepentingan yang berbeda-beda. Bisa dari kalangan akademisi, praktisi dan lain sebagainya yang diharapkan setelah membaca suatu hasil penelitian dapat memiliki nilai tambah atau kontribusi bagi dirinya.

Sedangkan ketiga ranah kontribusi di atas seyogyanya ada dalam penelitian supaya hasil penelitian tidak bias dan jelas arah yang akan dituju, sekaligus menjadi identitas diri dari suatu penelitian. Jogiyanto menguraikan bahwa kontribusi teori adalah hasil riset dapat memperbaiki teori yang sudah ada, menjelaskan teori yang sudah ada ke fenomena baru atau menemukan teori baru. Kontribusi praktik menunjukkan bahwa hasil riset dapat digunakan dan diterapkan di praktik nyata atau paling tidak dapat digunakan untuk memperbaiki praktik yang ada dengan lebih baik. Kontribusi kebijakan berhubungan dengan manfaat bagi regulator yang mengeluarkan kebijakan untuk kepentingan publik⁶².

Implementasi kontribusi dalam penelitian ini meliputi empat hal yaitu: (1) kontribusi teoretik; (2) kontribusi empirik; (3) kontribusi praktik; (4) kontribusi kebijakan dan (5) kontribusi bagi peneliti yang akan datang.

⁶² Ibid, hlm. 33-34.

1. Kontribusi teoretik. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perluasan kajian teoretik yang didasarkan pada penelitian mendalam. Sukuk atau surat berharga syariah negara menjadi salah satu instrumen dari sistem keuangan Islam, yang pada dekade terakhir ini mendapat tempat terhormat serta diakomodasi oleh banyak negara.
2. Kontribusi empirik. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perluasan kajian atau penelitian, yang memposisikan sukuk sebagai variabel penting untuk mewujudkan pembangunan suatu negara. Dengan diterbitkannya sukuk negara, maka berarti masyarakat secara aktif ikut serta dalam proses pembangunan karena menyertakan modalnya dalam bentuk pembelian sukuk ini. Disamping itu, ketika masyarakat membeli sukuk berarti masyarakat memiliki pendapatan sebagai akibat dari balas jasa penyerahan sumberdaya yang dimilikinya kepada perusahaan atau instansi lainnya. Inilah pentingnya kajian mendalam yang mengkaitkan indikator makro ekonomi terpilih yaitu GDP, pertumbuhan ekonomi, inflasi dan tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara pada negara-negara anggota OKI di ASEAN.
3. Kontribusi praktik. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi masyarakat investor. Pada 10

Maret 2016 pemerintah menerbitkan sukuk ritel SR-008 yang akan jatuh tempo pada 10 Maret 2019. Sukuk Negara Ritel adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, dan dijual kepada individu atau perseorangan Warga Negara Indonesia melalui Agen Penjual di Pasar Perdana. Sukuk Negara Ritel memiliki imbalan tetap yang dibayarkan setiap bulan.

4. Kontribusi kebijakan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pemerintah, karena hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan empiris bahwa penerbitan sukuk dipengaruhi oleh stabilitas makro ekonomi. Sehingga perlu menerbitkan kebijakan-kebijakan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan pendapatan per kapita, untuk mengendalikan inflasi, untuk memperkuat kurs valuta asing dan untuk menurunkan tingkat suku bunga acuan.
5. Kontribusi bagi peneliti yang akan datang, diharapkan dapat dilakukan perluasan kajian empirik tentang variabel-variabel yang mempengaruhi penerbitan sukuk negara serta diperluas setting penelitiannya yaitu tidak saja pada negara-negara anggota OKI di ASEAN, tetapi seluruh anggota OKI dengan periodisasi yang lebih panjang.

E. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini diperluas berdasar Petunjuk Teknis Bantuan Program Peningkatan Mutu Penelitian Tahun 2016 yang diterbitkan oleh Direktorat Pendidikan Tinggi Islam Direktorat Jenderal Pendidikan Islam Kementerian Agama RI Tahun 2016.

Secara sistematis, berikut ini dikemukakan tahapan yang digunakan untuk menyusun laporan penelitian dalam bentuk *dummy* buku. Sedangkan secara umum penelitian ini berisi lima bab yang saling terintegrasi disusun sebagai berikut:

BAB I: PENDAHULUAN

- A. Latar Belakang
- B. Permasalahan
 - 1. Identifikasi Permasalahan
 - 2. Batasan Permasalahan
 - 3. Rumusan Permasalahan
- C. Tujuan
- D. Signifikansi
- E. Sistematika Penulisan

BAB II: LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

- A. Hakekat Pasar Modal Syariah
- B. Sukuk dan Sukuk Negara
- C. Hakekat Pertumbuhan Ekonomi

- D. Hakekat Pendapatan per Kapita
- E. Hakekat Inflasi
- F. Hakekat Kurs
- G. Hakekat Suku Bunga Acuan
- H. Kajian Penelitian Terdahulu
- I. Sintesa Kesimpulan
- J. Kerangka Berpikir Penelitian
- K. Hipotesis

BAB III: METODE PENELITIAN

- A. Rancangan Penelitian
- B. Data dan Sumber Data
- C. Populasi, Sampel dan Teknik Sampling
- D. Teknik Pengumpulan Data
- E. Teknik Analisis Data

BAB IV: HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

- A. Hasil Penelitian
- B. Pembahasan

BAB V: PENUTUP

- A. Kesimpulan
- B. Saran

DAFTAR REFERENSI

DAFTAR ISTILAH/GLOSARIUM

INDEKS

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Hakikat Pasar Modal Syariah

Perkembangan pasar modal syariah sebagai salah satu pilihan dalam melakukan investasi menjadi bahasan yang sangat menarik pada dekade terakhir ini, mengingat investasi tidak saja berimplikasi secara personal yaitu keuntungan yang diterima oleh investor tetapi juga berimplikasi secara nasional yaitu terwujudnya masyarakat Indonesia yang adil dan makmur. Kegiatan investasi inilah yang pada titik tertentu dapat mendorong pertumbuhan ekonomi baik regional maupun nasional, mengurangi pengangguran, inflasi terkendali dan lain sebagainya.

Soediyono menjelaskan, investasi suatu masyarakat besar kecilnya dipengaruhi oleh tinggi rendahnya tingkat bunga

dalam hubungan yang negatif, dalam arti bahwa dengan kurva permintaan investasi yang sama, lebih rendahnya tingkat bunga mengakibatkan lebih besarnya pengeluaran investasi, sebaliknya lebih tingginya tingkat bunga mengakibatkan lebih sedikitnya nilai pengeluaran investasi¹.

Menurut teori ini, tingkat suku bunga dapat mendorong investasi dengan tingkat/pola hubungan yang negatif. Dimana ketika terjadi peningkatan tingkat suku bunga maka akan menurunkan minat investor untuk menanamkan modalnya, dan sebaliknya jika tingkat suku bunga rendah/murah maka akan mendorong investor untuk meningkatkan volume investasinya.

Begitu pentingnya iklim investasi dalam suatu negara tidak terlepas dari definisi dan hakikat investasi sebagai salah satu komponen penting dalam makro ekonomi. Halim mendefinisikan, bahwa investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Umumnya investasi dibedakan menjadi dua, yaitu: investasi pada aset-aset finansial (*financial assets*) dan investasi pada aset-aset riil (*real assets*). Investasi pada aset-aset finansial dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial*

¹ Soediyono, *Ekonomi Makro: Analisa IS-LM dan Permintaan-Penawaran Agregatif*, Yogyakarta: Liberty, 1992, hlm. 11.

papper, surat berharga pasar uang, dan lainnya. Investasi dapat juga dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi, dan lain-lain. Sedangkan investasi pada aset-aset riil dapat berbentuk pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan dan lainnya².

Dalam kaitannya dengan investasi pada aset-aset finansial (*financial assets*) di atas, Fahmi menyebutnya dengan *financial market*. Pasar keuangan (*financial market*) adalah tempat dimana disana dilaksanakan berbagai aktivitas keuangan baik dalam bentuk penjualan surat berharga (*commercial papper*) yang dilakukan oleh pasar modal (*capital market*) dan juga penjualan mata uang (*currency*) seperti yang dilakukan di pasar uang (*money market*)³. Berdasar pemikiran Fahmi tersebut pasar keuangan dibedakan menjadi dua jenis yaitu pasar modal (*capital market*) dan pasar uang (*money market*).

Pembahasan mengenai pasar modal sebagai komponen penting dalam kegiatan investasi menjadi pembahasan penting karena pasar modal sangat berkontribusi terhadap pembangunan suatu negara. Anoraga dan Pakarti menjelaskan, pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana efektif untuk

² Abdul Halim, *Analisis Investasi*, Jakarta: Salemba Empat, 2005, hlm. 4.

³ Irham Fahmi, *Pengantar Pasar Modal Panduan Bagi para Akademisi dan Praktisi Bisnis dalam Memahami Pasar Modal Indonesia*, Bandung: ALFABETA, 2012, hlm. 36.

mempercepat pembangunan suatu negara. Hal ini dimungkinkan karena pasar modal merupakan wahana yang dapat menggalang pengerahan dana jangka panjang dari masyarakat untuk disalurkan ke sektor-sektor produktif. Apabila pengerahan dana masyarakat melalui lembaga-lembaga keuangan maupun pasar modal sudah dapat berjalan dengan baik, maka dana pembangunan yang bersumber dari luar negeri makin lama makin dikurangi⁴.

Proses pemilihan terhadap sektor-sektor ekonomi produktif sebagai tempat menyalurkan dana bagi masyarakat investor ini sangat beralasan, karena investor mempunyai ekspektasi pada pengembalian modal dalam jangka panjang. Pengembalian modal inilah yang secara akuntansi disebut dengan *earning per share*. *Earning per share* merupakan komponen penting pertama yang harus diperhatikan dalam menilai dan menganalisis suatu perusahaan *go public*. Informasi EPS suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan (tingkat profitabilitas) yang siap dibagikan untuk semua pemegang saham.

Lantas, apa yang dimaksud dengan pasar modal (*Capital Market*)?. Untuk menjelaskan hakikat pasar modal, dapat diurai menggunakan dua pendekatan yaitu pendekatan terkait bentuk

⁴ Pandji Anoraga dan Piji Pakarti, *Pengantar Pasar Modal*, Jakarta: Rineka Cipta, 2008, hlm. 1.

kegiatan dan terkait tempat kegiatan. Kedua pendekatan ini saling terintegrasi dan masing-masing didasarkan pada landasan hukum yang berlaku di Indonesia, serta didasarkan pada kajian teori yang relevan dengan penelitian ini.

Beberapa definisi tentang pasar modal, dalam kaitannya dengan bentuk kegiatannya pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek⁵. Terkait dengan tempat, pasar modal adalah tempat berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan dana atau untuk memperkuat perusahaan⁶.

Berangkat dari lahirnya Undang-Undang Pasar Modal dan mengingat mayoritas masyarakat Indonesia adalah muslim, maka pasar modal syariah inipun juga mengalami pertumbuhan baik secara kuantitas maupun kualitas. Secara kuantitas banyak emiten atau perusahaan yang tergabung dalam pasar modal syariah (Jakarta Islamic Index atau JII). Secara kualitas keberadaan pasar modal syariah ini diawasi dan didukung oleh Majelis Ulama Indonesia (MUI).

⁵ Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pasal 1, Ayat 13.

⁶ Irham Fahmi, *Pengantar Pasar*, hlm. 55.

Bentuk dukungan MUI terhadap pasar modal syariah dibuktikan dengan adanya Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) yang menjadi tolak ukur sehingga perusahaan yang tergabung dalam JII benar-benar berkualitas yaitu sesuai dengan prinsip syariah yaitu: (1) transaksi saham dianggap sesuai syariah apabila hanya melakukan jual-beli saham syariah dan tidak melakukan transaksi yang dilarang secara syariah; (2) saham yang sudah dibeli boleh ditransaksikan kembali meskipun *settlement* baru dilaksanakan pada T+3 sesuai prinsip *Qabdh Hukmi* dan (3) transaksi efek di Bursa Efek menggunakan akad *Bai' Al-musawamah*.

Fatwa secara bahasa adalah penjelasan atau penerangan. Menurut kitab *Mathaib Ulin Nuha fi Syarh Ghayah al-Muntaha*, fatwa adalah penjelasan hukum syar'i kepada penanya dan (sifatnya) tidak mengikat, sedangkan menurut Yusuf Qardawi, fatwa menerangkan hukum syariah dalam suatu persoalan sebagai jawaban atas pertanyaan yang diajukan oleh peminta fatwa (*mustafti*) baik secara perorangan atau kolektif. Sementara karakteristik fatwa yaitu: (1) fatwa bersifat responsif, yang merupakan jawaban hukum yang dikeluarkan setelah adanya suatu pertanyaan atau permintaan fatwa (*based on demand*). Pada umumnya fatwa merupakan jawaban atas pertanyaan yang merupakan peristiwa atau kasus yang terjadi serta (2) dari segi kekuatan hukum, fatwa tidaklah

bersifat mengikat, orang yang meminta fatwa (*mustafti*) baik perorangan, lembaga maupun masyarakat luas tidak harus mengikuti isi atau hukum yang diberikan kepadanya. Sehingga agar dapat mengikat fatwa harus diadopsi atau diformalisasi oleh regulator⁷.

Fatwa-fatwa DSN MUI terkait pasar modal syariah sebanyak 17 fatwa yaitu:

1. No. 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah;
2. No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah;
3. No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah*;
4. No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal;
5. No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah *Ijarah*;
6. No. 59/DSN-MUI/IV/2007 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah Konversi*;
7. No. 65/DSN-MUI/III/2008 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu Syariah (HMETD Syariah);
8. No. 66/DSN-MUI/III/2008 tentang Waran Syariah;

⁷ Hasanuddin, Landasan Fiqih Investasi di Pasar Modal Syariah, *Materi Sekolah Pasar Modal Syariah*, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Tulungagung, 16 Nopember 2016.

9. No. 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara;
10. No. 70/DSN-MUI/VI/2008 tentang Metode Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
11. No. 71/DSN-MUI/VI/2008 tentang *Sale and Lease Back*;
12. No. 72/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara *Ijarah Sale and Lease Back*;
13. No. 76/DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN *Ijarah Asset To Be Leased*;
14. No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek
15. No. 80/DSN-MUI/VI/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek;
16. No. 94/DSN-MUI/IV/2014 tentang Repo Surat Berharga Syariah (SBS) Berdasarkan Prinsip Syariah;
17. No. Fatwa No. 95/DSN-MUI/VII/2014 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Wakalah.

Keberadaan fatwa di atas tidak bisa dilepaskan dari keberadaan pasar modal syariah yang kecenderungannya terus mengalami pertumbuhan, sehingga investor dan emiten mendapat kepastian hukum syar'i dalam berinvestasi. Disamping itu perkembangan pasar modal syariah ini

menunjukkan bahwa animo masyarakat untuk melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan yang tergabung pada JII ini juga mengalami peningkatan.

Haanurat menjelaskan, perkembangan pasar modal syariah telah mengalami kemajuan sehingga menimbulkan niat bagi investor melakukan investasi pada pasar modal syariah. Investasi di pasar modal merupakan kegiatan muamalah yang dianjurkan, dan merupakan bentuk aktif dari ekonomi syariah. Saham yang tergabung dalam JII memiliki kriteria, yaitu terbebas dari unsur riba atau dengan kata lain harus sesuai dengan prinsip syariah Islam⁸.

Sedangkan Rudiyanto menjelaskan, industri pasar modal syariah merupakan salah satu jenis industri yang banyak digalakkan di Indonesia. Sebagai salah satu negara dengan penduduk muslim terbesar di dunia, potensi yang bisa digarap sangat besar. Berbicara pasar modal syariah, selain tentang saham dan obligasi syariah ada juga reksadana syariah⁹.

Berdasar pemikiran-pemikiran di atas, pasar modal syariah secara meyakinkan menjadi salah satu pilihan bagi investor untuk menginvestasikan modalnya. Investor saat ini juga memiliki kesadaran yang tinggi untuk menerapkan Islam

⁸ A. Ifayani Haanurat, Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Ekonomi Makro terhadap Return Saham Syariah yang Listing Di Jakarta Islamic Index, *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 3 No. 2 April 2013, hlm. 116.

⁹ Rudiyanto, *Sukses Finansial dengan Reksa Dana*, Jakarta: PT Elex Media Komputindo, 2013, hlm. 57.

secara Kaaffah khususnya dalam kaitannya dengan ekonomi dan pasar modal, sehingga diperlukan penjelasan atau penerangan dari MUI terkait bentuk-bentuk investasi di pasar modal berikut akad-akadnya sehingga baik emiten maupun investor merasa optimis melakukan investasi dan berusaha pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam JII.

B. Sukuk Negara (Surat Berharga Syariah Negara/SBSN)

Pesatnya perkembangan industri keuangan syariah baik nasional maupun internasional dewasa ini tidak bisa dilepaskan dari peran pemerintah dan ulama untuk memberikan sosialisasi terkait ekonomi syariah. Pemerintah mengesahkan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara sebagai payung hukum dalam melakukan pembinaan dan pengaturan berjalannya lembaga keuangan syariah di tanah air.

Kemudian Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tidak mau ketinggalan, yaitu dengan mengeluarkan Peraturan OJK terkait pasar modal syariah sebagai berikut:

1. POJK No.15/POJK.04/2015 tentang Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal;
2. POJK No.16/POJK.04/2015 tentang Ahli Syariah Pasar Modal;

3. POJK No.17/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Efek Syariah berupa Saham oleh Emiten Syariah atau Perusahaan Publik Syariah;
4. POJK No.18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk;
5. POJK No.19/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Reksa Dana Syariah;
6. POJK No.20/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Efek Beragun Aset Syariah;
7. No. IX.A.14 tentang akad-akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal;
8. No. II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah;
9. No. IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah.

Sedangkan ulama dalam hal ini Majelis Ulama Indonesia sejak tahun 2001 telah menerbitkan 17 fatwa DSN MUI terkait keuangan syariah sebagaimana disebutkan dalam sub bab terdahulu.

Keberpihakan pemerintah dan ulama terhadap perkembangan industri keuangan syariah ini selanjutnya berimplikasi pada perkembangan instrumen keuangan dan pembiayaan syariah yang semakin pesat misalnya dalam bentuk sukuk atau obligasi syariah. Sementara sukuk atau obligasi syariah ini merupakan salah satu efek (surat berharga).

Soemitra menjelaskan, efek yang dimuat dalam Daftar Efek Syariah terdiri dari Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), sukuk/obligasi syariah, unit penyertaan kontrak investasi kolektif reksadana syariah, dan saham syariah¹⁰. Untuk lebih fokus pada tema penelitian, kajian teori dalam penelitian ini lebih khusus membahas mengenai SBSN.

SBSN atau dapat disebut Sukuk Negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing¹¹. Dasar hukum penerbitan SBSN adalah Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, yang disahkan pada tanggal 7 Mei 2008, yang mengatur tentang Sukuk yang diterbitkan oleh Pemerintah Pusat. Peraturan lainnya yang mendukung pelaksanaan penerbitan SBSN diatur dalam Peraturan Pemerintah (PP) dan Peraturan Menteri Keuangan (PMK).

Sedangkan tujuan penerbitan SBSN adalah untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), termasuk membiayai pembangunan proyek (seperti proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi,

¹⁰ Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia*, Jakarta: Prenada Media Group, 2014, hlm. 3.

¹¹ Undang-undang Republik Indonesia Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 1 Ayat 1.

perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat).

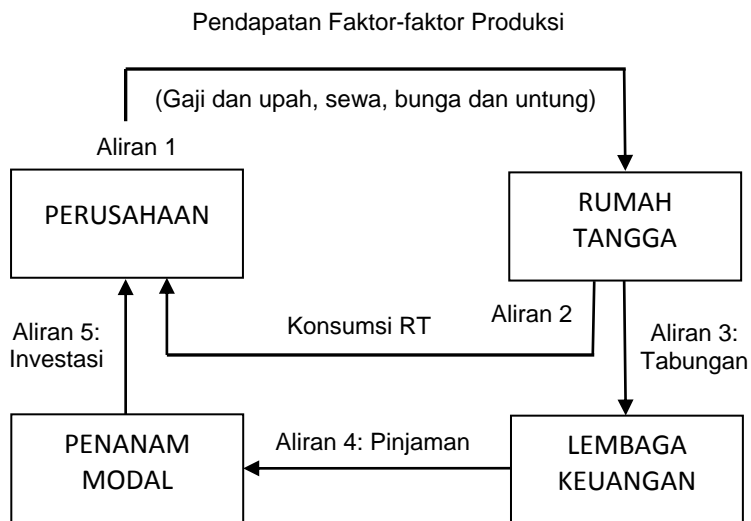
C. Hakikat Pertumbuhan Ekonomi

Sebagai salah satu permasalahan utama makro ekonomi selain pengangguran, inflasi, ketidakstabilan kegiatan ekonomi dan neraca perdagangan, pertumbuhan ekonomi sering kali dinyatakan sebagai permasalahan yang paling utama. Hal ini sangat beralasan karena pertumbuhan ekonomi menggambarkan pertumbuhan barang dan jasa atau output nasional dalam kurun waktu tertentu. Jika output nasional tumbuh maka berarti sirkulasi aliran pendapatan dalam suatu perekonomian berjalan dengan baik, perhatikan gambar 2.1.

Berdasar gambar 2.1 (diasumsikan sektor pemerintah belum masuk dalam kajian), jika pertumbuhan ekonomi meningkat maka dapat berimplikasi pada meningkatnya permintaan dan penawaran agregate pelaku ekonomi. Pada aliran 1, peningkatan output perusahaan secara nasional akan memberikan kontribusi positif kepada sektor rumah tangga. Dimana rumah tangga akan mendapatkan pendapatan dalam bentuk gaji, upah, sewa, bunga dan keuntungan sebagai dampak dari penyerahan faktor-faktor produksi. Aliran 2, pendapatan sektor rumah tangga ini selanjutnya dialokasikan untuk membeli produk yang dihasilkan perusahaan dan pada

aliran 3, pendapatan sektor rumah tangga ditabung pada lembaga keuangan/bank. Pada aliran 4, dana yang dihimpun oleh perbankan kemudian dimanfaatkan oleh investor untuk melakukan investasi pada sektor-sektor usaha produktif, dan seterusnya.

Gambar 2.1: Sirkulasi Aliran Pendapatan dalam Ekonomi Modern



Sumber: Sukirno¹²

Sehingga, pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu indikator penting dalam makro ekonomi yang keberadaannya menjadi prioritas kebijakan ekonomi suatu negara. Secara harfiah pertumbuhan ekonomi adalah kenaikan pendapatan nasional secara berarti (dengan meningkatnya pendapatan per

¹² Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori Pengantar*, Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2010, hlm. 73.

kapita) dalam suatu periode perhitungan tertentu¹³. Menurut pernyataan tersebut pertumbuhan ekonomi diukur dengan meningkatnya pendapatan nasional, dan juga diukur oleh meningkatnya pendapatan per kapita. Pendapatan per kapita akan dibahas pada sub bab berikutnya.

Pertumbuhan ekonomi dapat juga didefinisikan sebagai perkembangan kegiatan dalam perekonomian yang menyebabkan barang dan jasa yang diproduksi dalam masyarakat bertambah¹⁴. Pernyataan ini dapat diartikan ketika terdapat perkembangan kegiatan perekonomian secara nasional maka barang dan jasa (output) nasional mengalami peningkatan.

Secara lebih ekstrim Samuelson dan Nordhaus menyatakan bahwa bangsa-bangsa terus memandang pertumbuhan ekonomi sebagai sasaran sentral kebijakan. Bahkan negeri-negeri yang berhasil dalam perlombaan pertumbuhan ekonomi akan meningkat pengaruhnya di kalangan bangsa-bangsa dan berperan sebagai model bagi negara-negara lainnya yang tengah mencari jalan menuju kemakmuran. Selanjutnya dinyatakan bahwa pertumbuhan

¹³ Iskandar Putong, *Pengantar Ekonomi Mikro dan Makro*, Jakarta: Ghalia Indonesia, 2003, hlm. 252.

¹⁴ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori*, hlm. 9.

ekonomi adalah satu-satunya faktor yang paling penting untuk keberhasilan bangsa-bangsa dalam jangka panjang¹⁵.

Pertumbuhan ekonomi yang dicita-citakan baik oleh praktisi, pemerintah dan menjadi kajian oleh kalangan akademisi ini tentunya tidak datang begitu saja. Banyak strategi yang dilakukan oleh pemerintah sebagai regulator perekonomian untuk mencari jalan/cara menuju pertumbuhan ekonomi yang mantap yaitu pertumbuhan ekonomi yang mandiri dan terus menerus dalam jangka panjang.

Samuelson dan Nordhaus menjelaskan, para ekonom yang mempelajari pertumbuhan telah menemukan bahwa mesin kemajuan ekonomi harus bertengger di atas empat roda yang sama, tidak jadi soal apakah negara itu kaya atau miskin. Keempat roda, atau empat faktor pertumbuhan itu adalah: (1) sumber daya manusia (penawaran tenaga kerja, pendidikan, disiplin dan motivasi; (2) sumber daya alam (tanah, mineral, bahan bakar dan kualitas lingkungan); (3) pembentukan modal (mesin, pabrik, jalan) serta (4) teknologi (sains, rekayasa, manajemen, kewirausahaan)¹⁶. Berikut ini penjelasan dari keempat faktor pertumbuhan ekonomi yang dikemukakan oleh Samuelson dan Nordhaus.

¹⁵ Paul A. Samuelson dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makroekonomi*, Jakarta: Media Global Edukasi, 2004, hlm. 248.

¹⁶ Paul A. Samuelson dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makroekonomi*, hlm. 250.

Pertama, sumber daya manusia. Input tenaga kerja terdiri dari kuantitas tenaga kerja dan keterampilan angkatan kerja. Banyak ekonom meyakini bahwa kualitas input tenaga kerja, yaitu keterampilan, pengetahuan dan disiplin angkatan kerja adalah satu-satunya unsur penting dari pertumbuhan ekonomi. Negara mungkin membeli komputer cepat dan alat telekomunikasi modern, akan tetapi barang-barang modal ini dapat digunakan dan dirawat secara efektif hanya oleh tenaga-tenaga kerja yang terampil dan terlatih.

Kedua, sumber daya alam. Faktor produksi sumber daya alam misalnya tanah yang baik untuk ditanami, minyak dan gas, hutan, air dan mineral. Beberapa negara berpendapatan tinggi seperti Norwegia dan Kanada telah mengalami pertumbuhan terutama berdasarkan landasan sumber daya yang sangat besar dengan output besar dalam bidang pertanian, perikanan dan kehutanan. Namun demikian pemilikan sumber-sumber daya alam tidak merupakan keharusan bagi keberhasilan dunia modern, karena untuk menjadi makmur beberapa negara terutama karena industri jasa yang sangat tinggi.

Ketiga, pembentukan modal. Modal mencakup struktur-struktur seperti jalan dan pembangkit tenaga listrik, peralatan seperti truck dan komputer dan persediaan barang. Penggunaan modal ini telah meningkatkan produktivitas dan

menyediakan infrastruktur yang menciptakan industri baru. Pada negara-negara dengan pertumbuhan paling pesat, 10 hingga 20% output akan masuk ke dalam pembentukan modal bersih.

Keempat, teknologi. Kemajuan teknologi menjadi unsur penting dari pertumbuhan standar hidup yang pesat. Pertumbuhan sama sekali bukan merupakan proses peniruan sederhana, tetapi arus penemuan dan kemajuan teknologi yang tidak pernah berakhir menyebabkan kemajuan sangat besar dalam kemungkinan produksi di beberapa negara baik di Eropa, Amerika dan Asia seperti Jepang.

Sedangkan untuk menghitung pertumbuhan ekonomi didasarkan pada nilai Produk Nasional Bruto (PNB) dan Produk Domestik Bruto (PDB). Sukirno menjelaskan, produk nasional yang diwujudkan oleh faktor-faktor produksi milik warga negara suatu negara dinamakan Produk Nasional Bruto, sedangkan Produk Domestik Bruto adalah produk nasional yang diwujudkan oleh faktor-faktor produksi di dalam negeri (milik warga negara dan orang asing) dalam sesuatu negara. Dari arti PNB dan PDB dapat disimpulkan bahwa kedua konsep tersebut pada hakekatnya merupakan ukuran mengenai besarnya kemampuan suatu negara untuk menghasilkan barang dan jasa dalam satu tahun tertentu. Selanjutnya produk nasional ini digunakan untuk menilai prestasi pertumbuhan

ekonomi¹⁷. Berikut ini rumus untuk menghitung pertumbuhan ekonomi menggunakan PNB riil.

$$\text{Pertumbuhan Ekonomi (tahun } X) = \frac{PNB_X - PNB_{X-1}}{PNB_{X-1}} \times 100$$

D. Hakikat Pendapatan per Kapita

Pendapatan per kapita adalah pendapatan rata-rata untuk masing-masing penduduk dalam suatu negara selama satu periode tertentu. Perhitungan pendapatan per kapita adalah pendapatan nasional dibagi dengan jumlah penduduk¹⁸. Mankiw menjelaskan, kemakmuran ekonomi yang diukur oleh besarnya produk domestik bruto (PDB) per penduduk berbeda-beda di berbagai negara. Pendapatan rata-rata dari negara-negara terkaya hampir 10 kali lipat pendapatan rata-rata negara-negara termiskin. Karena tingkat pertumbuhan di suatu negara dengan di negara lainnya sangat berbeda, maka posisi relatif negara-negara tersebut juga dapat berubah dengan dramatis seiring berjalannya waktu¹⁹.

Dalam teori yang lain pendapatan per kapita ini digunakan untuk mengukur tingkat kemakmuran masyarakat suatu negara. Sukirno mendeskripsikan, tingkat dan

¹⁷ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori*, hlm. 17.

¹⁸ Wahyu Adji Ep, Suwerli dan Suratno, *Ekonomi SMA untuk Kelas XI*, Jakarta: Penerbit Erlangga, 2004, hlm. 16.

¹⁹ N. Gregory Mankiw, *Pengantar Ekonomi Makro*, Jakarta: Salemba Empat, 2006, hlm. 80.

pertambahan kemakmuran penduduk perlu dihitung pendapatan per kapita di berbagai tahun²⁰. Sukirno juga menjelaskan bahwa data pendapatan nasional tidak dapat digunakan untuk menggambarkan tingkat kemakmuran karena berbagai negara mempunyai jumlah penduduk yang sangat berbeda. Dengan demikian, walaupun pendapatan nasional negara tertentu adalah lebih besar jika dibandingkan dengan negara lainnya, keadaan ini tidak dapat diartikan bahwa penduduk negara tertentu tingkat kemakmurannya lebih tinggi dari negara lainnya²¹.

Jadi, pendapatan per kapita penduduk suatu negara yaitu pendapatan rata-rata penduduk pada suatu tahun tertentu, yang dihitung dengan membagi nilai PDB atau PNB suatu tahun tertentu dengan jumlah penduduk pada tahun tersebut. Berikut ini rumus atau formula yang digunakan untuk menghitung pendapatan per kapita penduduk di suatu negara yang didasarkan pada PDB dan PNB.

$$PDB \text{ per Kapita} = \frac{PDB}{Jumlah \text{ Penduduk}}$$

$$PNB \text{ per Kapita} = \frac{PNB}{Jumlah \text{ Penduduk}}$$

²⁰ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori*, hlm. 18.

²¹ *Ibid*, hlm. 424.

Dalam konteks perekonomian daerah atau ekonomi regional (provinsi/kabupaten/kota), pendapatan per kapita disebut juga dengan produk domestik regional bruto (PDRB) per kapita. Jadi di tingkat nasional dikenal pendapatan per kapita sedangkan untuk regional lazimnya menggunakan istilah PDRB per kapita dan PNB per kapita.

Telah dijelaskan di atas dalam kaitannya dengan penghitungan PDB per kapita (penghitungan nasional), menurut BPS Tulungagung PDRB per kapita adalah PDRB dibagi dengan jumlah penduduk pertengahan tahun. Besaran ini dipengaruhi oleh jumlah penduduk pertengahan tahun dalam arti bahwa semakin tinggi jumlah penduduk akan semakin kecil besaran PDRB per kapita wilayah tersebut. Semakin tinggi PDRB per kapita suatu wilayah semakin baik tingkat perekonomian wilayahnya, walaupun ukuran ini tidak dapat memperlihatkan kesenjangan pendapatan antar penduduk²².

Pada bab pertama dijelaskan bahwa menurut Bank Dunia pendapatan per kapita diukur dengan nilai *GDP per capita* (*current US\$*). Sukirno menegaskan, untuk membandingkan tingkat kemakmuran suatu masyarakat digunakan data

²² Badan Pusat Statistik Kabupaten Tulungagung Kerja Sama dengan Bappeda Kabupaten Tulungagung, *Indikator Makro Ekonomi Kabupaten Tulungagung tahun 2012*, Tulungagung: BPS Kabupaten Tulungagung Kerja Sama dengan Bappeda Kabupaten Tulungagung, 2012, hlm. 25.

pendapatan per kapita dalam mata uang sendiri maupun dalam dolar Amerika Serikat. Data pendapatan nasional tidak dapat digunakan untuk menggambarkan tingkat kemakmuran karena berbagai negara mempunyai jumlah penduduk yang sangat berbeda²³.

E. Hakikat Inflasi

Dalam kajian makroekonomi tidak asing dengan istilah inflasi. Inflasi tidak saja menjadi pembahasan pada skala internasional, nasional dan skala propinsi, bahkan kabupaten/kota sekalipun juga mengenal istilah ini. Inflasi merupakan salah satu permasalahan ekonomi yang dihadapi oleh pemerintah baik pusat maupun daerah, dan pemerintah selalu mencari solusi untuk meredam terjadinya inflasi.

Soediyono menjelaskan, inflasi merupakan salah satu masalah ekonomi yang banyak mendapatkan perhatian para pemikir ekonomi. Pada dasarnya inflasi merupakan gejala ekonomi yang berupa naiknya tingkat harga²⁴. Lebih ekstrim dinyatakan, bahwa inflasi merupakan salah satu bentuk penyakit ekonomi yang sering muncul dan dialami oleh hampir semua negara. Tidak dapat dipungkiri bahwa memerangi laju

²³ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori*, hlm. 424.

²⁴ Soediyono, *Ekonomi Makro: Analisis IS-LM dan Permintaan-Penawaran Agregatif*, Yogyakarta: Liberty, 1992, hlm. 188.

inflasi merupakan salah satu bentuk kebijakan ekonomi yang sering dikenal dengan stabilitas harga²⁵.

Selanjutnya Waluyo mendefinisikan bahwa inflasi merupakan kecenderungan kenaikan harga-harga umum secara terus menerus. Dari definisi ini dapat dikatakan bahwa kenaikan satu atau beberapa pada suatu saat tertentu dan hanya “sementara” belum tentu menimbulkan inflasi²⁶. Selanjutnya berikut ini dikemukakan definisi inflasi menurut para pakar ekonomi.

1. Inflasi dapat didefinisikan sebagai kenaikan yang berkelanjutan atau terus menerus dalam tingkat harga secara umum atau sebaliknya, sebagai penurunan berkelanjutan atau terus menerus dalam nilai uang. Beberapa hal yang harus diperhatikan tentang definisi ini, Pertama, inflasi mengacu pada gerakan di tingkat harga umum. Ini tidak mengacu pada perubahan dalam satu harga relatif terhadap harga lainnya. Kedua, harga yaitu harga barang dan jasa, bukan aset. Ketiga, kenaikan tingkat harga harus agak besar dan terus selama jangka waktu lebih dari satu hari, minggu, atau bulan²⁷.

²⁵ Dwi Eko Waluyo, *Ekonomika Makro*, Malang: Universitas Muhamadiyah Malang, 2007, hlm. 167.

²⁶ Ibid.

²⁷ Marc Labonte, *Inflation: Causes, Costs, and Current Status*, Congressional Research Service, 2011, pp. 1. <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL30344.pdf>, akses 20 Oktober 2016.

2. Inflasi didefinisikan sebagai kenaikan terus menerus tingkat harga umum dari spektrum yang luas dari barang dan jasa di suatu negara selama periode waktu yang panjang. Inflasi terkait dengan uang, dimana inflasi berarti terlalu banyak uang dan terlalu sedikit barang²⁸.
3. Inflasi merupakan kenaikan di dalam tingkat harga umum. Kebalikan dari inflasi adalah deflasi, yang terjadi ketika tingkat harga umum turun²⁹.
4. Inflasi mengacu pada kenaikan tingkat harga secara umum dalam suatu perekonomian³⁰.
5. Inflasi dapat didefinisikan sebagai suatu proses kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian. Tingkat inflasi (persentase pertambahan kenaikan harga) berbeda dari satu periode ke periode lainnya, dan berbeda pula dari satu negara ke negara lain³¹.

²⁸ Aminu Umaru and Anono Abdulrahman Zubairu, *Effect of Inflation on the Growth and Development of the Nigerian Economy (An Empirical Analysis)*, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 10 [Special Issue - May 2012], pp. 183.

²⁹ Paul A. Samuelson dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makroekonomi*, Jakarta: PT Media Global Edukasi, 2004, hlm. 118.

³⁰ John Sloman dan Keith Norris, *Principles of Economics*, Pearson Education Australia, 2005, hlm. 6.

³¹ Sadono Sukirno, *Pengantar Teori Makroekonomi*, Jakarta: RajaGrafindo Persada, 1995, hlm. 15.

6. Inflasi merupakan naiknya sebagian besar bahan kebutuhan pokok selama jangka waktu yang cukup lama³².
7. Inflasi adalah naiknya tingkat harga dan pada waktu yang bersamaan jumlah uang yang beredar akan menjadi terlampau besar sehingga nilai uangpun turun³³.
8. Inflasi menunjukkan terjadinya kenaikan barang dan jasa kebutuhan masyarakat sehari-hari yang cukup tinggi atau dapat juga dikatakan menurunnya kemampuan daya beli masyarakat untuk memperoleh barang dan jasa³⁴.

Berdasar definisi di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa inflasi merupakan kecenderungan maningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Inflasi merupakan salah satu indikator ekonomi yang digunakan pemerintah untuk menilai keberhasilan pelaksanaan pembangunan terutama yang berkaitan dengan kemampuan pemerintah mengendalikan harga komoditi-komoditi yang beredar di masyarakat.

Metode penghitungan inflasi yang digunakan, yaitu dengan mengukur persentase perubahan Indeks Harga

³² Endang Setyowati, Rianasari Damayanti, Subagyo, Rudy Badrudin, Suryawati K., Algifari, Haryono Subiyakto, Sri Fatmawati, Astuti Purnamawati, *Ekonomi Makro Pengantar*, Yogyakarta: STIE YKPN, 2004, hlm. 190.

³³ Suherman Rosyidi, *Pengantar Teori Ekonomi Pendekatan kepada Teori Ekonomi Mikro dan Makro*, Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2004, hlm. 210.

³⁴ Badan Pusat Statistik Kabupaten Tulungagung, *Indikator Makro Ekonomi Kabupaten Tulungagung tahun 2011*, Tulungagung: BPS Kabupaten Tulungagung, 2011, hlm. 28.

Konsumen (IHK) dalam kurun waktu tertentu. Formula penghitungan IHK menggunakan rumusan Laspeyers yang mensyaratkan tersedianya sekumpulan data, diagram penimbang komoditas, harga komoditas pada tahun dasar dan harga komoditas dari waktu ke waktu³⁵.

$$I_n = \frac{\sum_{i=1}^k \frac{P_{ni}}{P_{(n-1)i}} \times P_{(n-1)i} \cdot Q_{oi}}{\sum_{i=1}^k P_{oi} \cdot Q_{oi}} \times 100$$

Dimana:

- I_n = Indeks bulan ke-n
- P_{ni} = Harga jenis barang i, bulan ke n
- $P_{(n-1)i}$ = Harga jenis barang i, bulan ke (n-1)
- $P_{(n-1)i}, Q_{oi}$ = Nilai konsumsi jenis barang i, bulan ke-(n-1)
- P_{oi}, Q_{oi} = Nilai konsumsi jenis barang I pada tahun dasar
- k = Banyaknya jenis barang paket komoditas dalam sub kelompok, kelompok kota yang bersangkutan.

Setelah IHK diperoleh selanjutnya nilai laju inflasi dapat dihitung dengan rumus berikut ini.

$$LI_n = \frac{I_n - I_{(n-1)}}{I_{(n-1)}} \times 100\%$$

Dimana:

- LI_n = Laju inflasi bulan ke n
- I_n = Indeks bulan ke n

³⁵ Ibid, hlm. 29.

$I_{(n-1)}$ = Indeks bulan ke (n-1)

Pada bagian pendahuluan telah dijelaskan bahwa belum ada konsensus bersama dalam kaitannya dengan klasifikasi inflasi mengingat latar belakang dan fundamental ekonomi setiap negara berbeda. Namun demikian bukan berarti inflasi tidak bisa diklasifikasikan/digolongkan. Suseno dan Astiyah menjelaskan, di Indonesia sampai dengan tahun 1990-an sering dikatakan bahwa inflasi *single digit*, dianggap sebagai “batas psikologis”. Artinya inflasi apabila melampaui *single digit* baru dianggap berbahaya. Dengan kata lain, inflasi sampai 9% masih dianggap wajar³⁶. Berikut ini penggolongan inflasi menurut Boediono³⁷ dan Waluyo³⁸:

- a. Inflasi ringan (di bawah 10% setahun);
- b. Inflasi sedang (antara 10% - 30% setahun);
- c. Inflasi berat (antara 30% - 100% setahun);
- d. Hiperinflasi (di atas 100%).

Ringan atau beratnya inflasi dalam periode waktu tertentu pada suatu system perekonomian tidak bisa dilepaskan dari faktor-faktor yang menjadi penyebab terjadinya inflasi. Sukirno menjelaskan, masalah kenaikan harga-harga yang berlaku di berbagai negara diakibatkan oleh banyak

³⁶ Suseno dan Siti Astiyah, *Inflasi: Seri Kebanksentralan*, Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, 2009, hlm. 30.

³⁷ Boediono, *Ekonomi Moneter*. Yogyakarta: BPFE, 1998, hlm. 162.

³⁸ Dwi Eko Waluyo, *Ekonomika Makro*, hlm. 172.

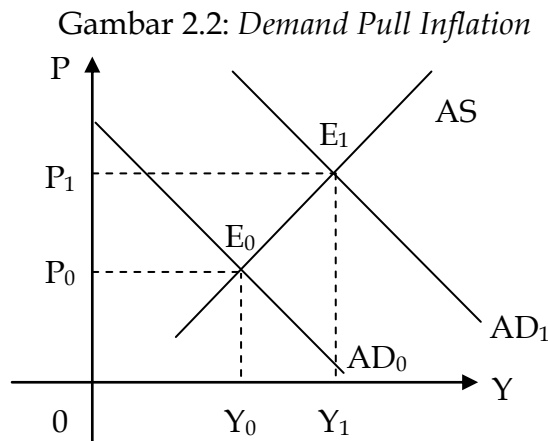
faktor. Di negara-negara industri pada umumnya inflasi bersumber dari salah satu atau gabungan dari masalah berikut³⁹:

1. Tingkat pengeluaran agregat yang melebihi kemampuan perusahaan-perusahaan untuk menghasilkan barang-barang dan jasa-jasa. Keinginan untuk mendapatkan barang yang mereka butuhkan akan mendorong para konsumen meminta barang itu pada harga yang lebih tinggi. Sebaliknya, para pengusaha akan mencoba menahan barangnya dan hanya menjual kepada pembeli-pembeli yang bersedia membayar pada harga yang lebih tinggi. Kedua-dua kecenderungan ini akan menyebabkan kenaikan harga-harga.
2. Pekerja-pekerja di berbagai kegiatan ekonomi menuntut kenaikan upah. Apabila para pengusaha mulai menghadapi kesukaran dalam mencari tambahan pekerja untuk menambah produksinya, pekerja-pekerja yang ada akan terdorong untuk menuntut kenaikan upah. Apabila tuntutan kenaikan upah berlaku secara meluas, akan terjadi kenaikan biaya produksi dari berbagai barang dan jasa yang dihasilkan dalam perekonomian. Kenaikan biaya produksi tersebut akan mendorong perusahaan-perusahaan menaikkan harga-harga barang mereka.

³⁹ Sadono Sukirno, *Pengantar Teori*, hlm. 14-15.

Disamping itu inflasi dapat pula berlaku sebagai akibat dari: (1) kenaikan harga-harga barang yang diimpor; (2) penambahan penawaran uang yang berlebihan tanpa diikuti oleh pertambahan produksi dan penawaran barang, dan (3) kekacauan politik dan ekonomi sebagai akibat pemerintahan yang kurang bertanggung jawab⁴⁰.

Sejalan dengan Sukirno, Waluyo menjelaskan bahwa sebab musabab awal inflasi yaitu: *Demand Pull Inflation*, *Cost Push Inflation* dan *combined inflation*. Pertama, *Demand Pull Inflation*. Inflasi ini timbul karena permintaan dalam negeri (baik masyarakat maupun pemerintah) akan berbagai barang sangat kuat dan besar serta melebihi keluaran (*output*) yang ada dalam perekonomian tersebut. Adapun bentuk kurva dari *Demand Pull Inflation* terdapat pada gambar di bawah ini.



Sumber: Waluyo⁴¹

⁴⁰ Ibid, hlm. 15

⁴¹ Ibid, hlm. 173.

Dimana:

AS = Penawaran Agregat

AD = Permintaan Agregat

P = Harga

Y = Output

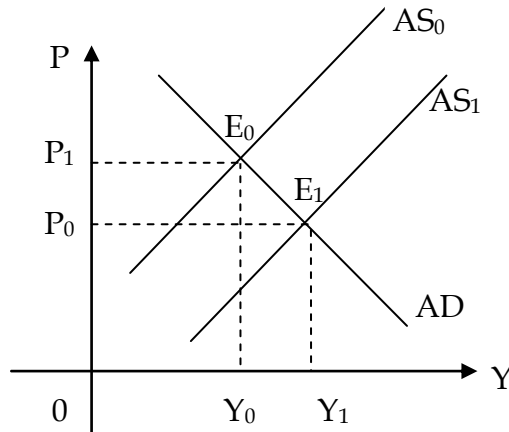
Naiknya pengeluaran pemerintah akan mengakibatkan pergeseran kurva permintaan agregat dari AD_0 menjadi AD_1 . Pemerintah dapat pula membiayai kenaikan pengeluarannya dengan menjual surat-surat berharga kepada masyarakat, sehingga kurva AS akan bergeser ke kanan atas, dan kurva LM tidak akan berubah posisi, sehingga kurva permintaan agregat akan bergeser ke kanan mengakibatkan terjadinya kenaikan harga.

Pemerintah dapat juga membiayai pengeluaran pemerintah dengan cara mencetak uang. Dalam hal ini kurva LM akan bergeser ke kanan karena jumlah uang beredar menjadi semakin besar, dan kurva permintaan agregat akan bergeser ke kanan juga. Ini menyebabkan terjadinya kenaikan harga, sedangkan output tidak mengalami perubahan karena kurva penawaran agregat tidak ada pergeseran.

Kedua, *Cost Push Inflation*. Pada jenis inflasi ini, kenaikan harga terjadi karena adanya kenaikan biaya produksi (*Cost Push Inflation*), atau dapat pula terjadi karena buruh menuntut

kenaikan upah (*Wage Push Inflation*). Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada gambar berikut ini.

Gambar 2.3: *Cost Push Inflation*



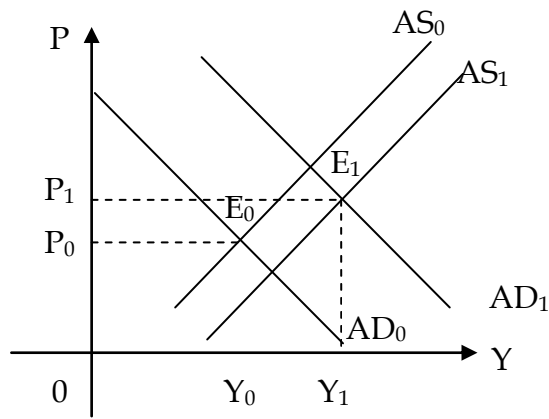
Sumber: Waluyo⁴²

Naiknya biaya (*cost*) dalam penggunaan input produksi menyebabkan baiknya harga jual produksi, ini dikarenakan kebanyakan pengusaha tidak mau menanggung kenaikan biaya input sehingga konsumen yang menanggungnya. Misalnya adanya kebijakan pemerintah untuk menaikkan Bahan Bakar Minyak (BBM) maka berdampak pada kenaikan semua aktivitas proses produksi, dan menyebabkan semua harga cenderung mengalami kenaikan. Akibat kenaikan biaya produksi, kurva AS bergeser ke kiri dan menyebabkan output turun.

⁴² Ibid, hlm. 174.

Ketiga, *Combined Inflation*. Inflasi ini timbul karena pengaruh pergeseran permintaan dan penawaran masyarakat. Dengan demikian harga yang timbul disebabkan oleh permintaan masyarakat yang kuat dan juga adanya tuntutan dari buruh atau pengusaha yang menyebabkan kenaikan ongkos.

Gambar 2.4: *Combined Inflation*



Sumber: Waluyo⁴³

F. Hakikat Kurs

Dalam kajian teori makro ekonomi disebutkan, bahwa dalam kaitannya dengan penghitungan pendapatan nasional menggunakan tiga pendekatan yaitu: pendekatan dua sektor, tiga sektor dan empat sektor. Pendekatan dua sektor disebut juga dengan pendekatan tertutup sederhana, karena variabel makro ekonomi yang di analisis terbatas pada persoalan

⁴³ Ibid, hlm. 175.

konsumsi rumah tangga (C), investasi sektor usaha (I) dan tabungan (S).

Pendekatan tiga sektor disebut juga dengan pendekatan tertutup dengan campur tangan pemerintah, karena variabel makro ekonomi yang di analisis tidak saja terkait konsumsi rumah tangga (C), investasi sektor usaha (I) dan tabungan (S), tetapi juga memasukkan unsur pemerintah dalam bentuk pajak (T_x), subsidi (S_i) dan pembayaran pindah (Tr). Sedangkan pendekatan empat sektor mengkaji persoalan-persoalan dalam pendekata dua sektor dan tiga sektor serta memasukkan unsur luar negeri dalam bentuk perdagangan internasional. Oleh karenanya pendekatan empat sektor ini disebut juga dengan perekonomian terbuka.

Berangkat dari sistem perekonomian terbuka inilah, kemudian muncul kebutuhan terhadap valuta asing atau mata uang asing. Putong mendefinisikan bahwa valuta asing (valas) atau *foreign exchange* (FOREX) atau *foreign currency* adalah mata uang asing atau alat pembayaran lainnya yang digunakan untuk melakukan atau membiayai transaksi ekonomi keuangan internasional dan yang mempunyai catatan kurs resmi pada bank sentral⁴⁴.

Valas memiliki nilai yang berbeda-beda bergantung kepada tingkat kursnya. Sukirno menjelaskan bahwa kurs

⁴⁴ Iskandar Putong, *Pengantar Ekonomi*, hlm. 276.

valuta asing atau kurs mata uang asing atau kurs valas menunjukkan harga atau nilai mata uang sesuatu negara yang dinyatakan dalam nilai mata uang negara lain. Kurs valuta asing dapat juga didefinisikan sebagai jumlah uang domestik yang dibutuhkan, yaitu banyaknya rupiah yang dibutuhkan, untuk memperoleh satu unit mata uang asing⁴⁵.

Hal yang sama dinyatakan oleh Simorangkir dan Suseno bahwa nilai tukar mata uang atau yang sering disebut dengan kurs adalah harga satu unit mata uang asing dalam mata uang domestik atau dapat juga dikatakan harga mata uang domestik terhadap mata uang asing. Sebagai contoh nilai tukar (NT) Rupiah terhadap Dolar Amerika (USD) adalah harga satu dolar Amerika (USD) dalam Rupiah (Rp), atau dapat juga sebaliknya diartikan harga satu Rupiah terhadap satu USD⁴⁶.

Dalam sejarah Republik Indonesia, nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing tidak sepenuhnya diserahkan kepada mekanisme pasar mata uang internasional, melainkan terdapat kebijakan pemerintah untuk melindungi dan memastikan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing dalam posisi yang aman dan tidak berdampak sistem terhadap kondisi makro ekonomi.

⁴⁵ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori Pengantar*, Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2010, hlm. 397.

⁴⁶ Iskandar Simorangkir dan Suseno, *Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar*, Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, No. 12, 2004, hlm. 4.

Sejalan dengan tujuan kebijakan nilai tukar maka sistem dan kebijakan nilai tukar di Indonesia mempunyai sejarah yang panjang. Bangsa Indonesia telah mengenal uang jauh sebelum masa kemerdekaan. Namun, mengingat keterbatasan menggali sejarah nilai tukar pada masa lalu, maka pembahasan sejarah nilai tukar di Indonesia dimulai sejak kemerdekaan hingga akhir tahun 2003. Dalam rangka mempermudah penganalisisan, periode pembahasan dibagi atas lima (lampiran), yaitu: (1) periode perjuangan kemerdekaan (1945-1959); (2) periode ekonomi terpimpin (1959-1966); (3) periode stabilisasi, rehabilitasi dan pembangunan ekonomi (1966-1983); (4) periode deregulasi ekonomi (1983-1997) dan (5) periode pada saat dan setelah krisis, yang secara rinci dijelaskan pada bagian di bawah in⁴⁷.

Pertama, Kebijakan Nilai Tukar pada Periode Perjuangan Kemerdekaan (1945-1959). Pembahasan nilai tukar sejak kemerdekaan ini tidak hanya difokuskan pada nilai tukar, tetapi juga aspek lainnya yang mempengaruhi nilai tukar, seperti kebijakan devisa dan perkembangan ekonomi. Sejarah nilai tukar pada periode ini diawali dari tahun 1945 hingga tahun 1953, ketika Pemerintah menerapkan sistem nilai tukar tetap dengan menetapkan nilai tukar rupiah sebesar tertentu terhadap mata uang asing atau mata uang lokal lainnya.

⁴⁷ Ibid, hlm. 39-45.

Penetapan Rupiah terhadap mata uang lokal lainnya tersebut disebabkan banyaknya mata uang lokal yang digunakan sebagai alat pembayaran sehingga diperlukan nilai penukaran antarmata uang guna mempermudah transaksi. Sebagai langkah awal pada 6 Maret 1945, 1 Rupiah Jepang disamakan dengan 3 sen *Netherlands Indie Civil Administration* (NICA) sebagai pengganti uang Jepang di daerah yang diduduki sekutu.

Kedua, Kebijakan Nilai Tukar Pada Periode Ekonomi Terpimpin (1959-1966). Periode ekonomi pada masa ini sering dinamakan sebagai periode ekonomi terpimpin ketika semua unsur bangsa berperan sebagai alat untuk mencapai tujuan revolusi. Pada masa ini, perekonomian Indonesia menghadapi masalah yang lebih berat dibandingkan dengan periode perjuangan kemerdekaan sebagai akibat dari kebijakan pemerintah lebih mengutamakan kepentingan politik dibandingkan dengan kepentingan ekonomi. Perekonomian pada periode ini ditandai dengan pertumbuhan ekonomi yang rendah, inflasi yang membumbung tinggi (635% pada tahun 1966), dan investasi merosot tajam. Sementara itu, kebijakan devisa yang ketat menghambat perdagangan dan lalu lintas modal internasional, serta menciptakan pasar gelap dan kegiatan spekulasi valuta asing.

Ketiga, Kebijakan Nilai Tukar pada Periode Stabilisasi, Rehabilitasi dan Pembangunan Ekonomi (1966-1983). Kondisi perekonomian pada periode ini diwarnai dengan inflasi yang sangat tinggi. Sejalan dengan kondisi ekonomi tersebut, kebijakan ekonomi kabinet Amanat Penderitaan Rakyat (Ampera) diarahkan pada program stabilisasi dan rehabilitasi, ekonomi. Program tersebut berhasil menekan laju inflasi dari 635% pada tahun 1965 menjadi 85,10% pada tahun 1968, dan sebesar 9,90% pada tahun 1969. Sementara itu, dalam rangka meningkatkan ekspor pada tahun 1967 pemerintah mengganti sistem bukti ekspor dengan *multiple exchange rate system* menjadi sistem bonus ekspor dengan sistem nilai tukar mengambang. Dalam sistem bonus ekspor tersebut devisa hasil ekspor dapat diperdagangkan di pasar bebas.

Keempat, Kebijakan Nilai Tukar Periode Deregulasi Ekonomi (1983-1996). Sebagaimana periode sebelumnya, perekonomian Indonesia pada periode deregulasi ekonomi menghadapi masa pasang surut. Pada awal periode ini (tahun 1982/83), perekonomian Indonesia menghadapi tekanan berat terutama disebabkan oleh menurunnya harga minyak di pasar dunia dan berlanjutnya resesi ekonomi dunia. Pada masa tersebut, perekonomian diwarnai dengan pertumbuhan ekonomi menurun tajam dan defisit neraca pembayaran yang semakin membesar. Selain itu, tingginya laju inflasi

dibandingkan dengan beberapa negara pesaing dan mitra dagang utama Indonesia mengakibatkan nilai tukar rupiah *over-valued* dan menurunkan daya saing barang ekspor Indonesia di luar negeri. Dalam rangka meningkatkan daya saing barang-barang ekspor, kebijakan nilai tukar yang dilakukan adalah mendevaluasi kembali nilai tukar Rupiah pada 30 Maret 1983 sebesar 38,1% dari Rp. 702,50 menjadi Rp 970 per USD. Selanjutnya, pada September 1986 Pemerintah kembali mendevaluasi nilai tukar rupiah sebesar 45% dari sebesar Rp1.134 per USD menjadi sebesar Rp1.644 USD.

Kelima, Kebijakan Nilai Tukar pada Periode Saat dan Setelah Krisis Ekonomi dan Moneter (1997- 2003). Krisis nilai tukar yang dialami oleh *Bath* Thailand pada pertengahan tahun 1997 telah menyebar dengan cepat ke negara-negara Asia, seperti Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Korea. Untuk mencegah terjadinya penularan dari krisis nilai tukar negara tetangga tersebut, Bank Indonesia melakukan kebijakan-kebijakan untuk mengurangi terjadinya serangan terhadap nilai tukar rupiah. Kebijakan yang dilakukan Bank Indonesia tersebut meliputi kebijakan pelebaran rentang intervensi (*spread*) dan intervensi pasar valuta asing. Sebagai langkah pertama, pada 11 Juli 1997, Bank Indonesia memperlebar rentang intervensi nilai tukar dari 8% menjadi 12% dengan batas bawah Rp 2.374 dan batas atas Rp 2.678. Kebijakan ini

ditempuh untuk memberi keleluasaan pada pelaku pasar dalam menentukan kurs rupiah dan mengurangi intervensi Bank Indonesia di pasar valas. Selain itu, Bank Indonesia juga melakukan kebijakan moneter yang ketat dan intervensi di pasar valuta asing untuk meredam melemahnya nilai tukar rupiah. Untuk mengurangi permintaan terhadap valuta asing maka transaksi forward jual rupiah antara bank dengan nonresident dibatasi menjadi hanya USD lima juta per nasabah.

Selanjutnya Mankiw menjelaskan bahwa nilai tukar mata uang suatu negara dibedakan atas nilai tukar nominal dan nilai tukar riil. Nilai tukar nominal merupakan harga relatif mata uang dua negara⁴⁸. Misalnya, 1 US\$ untuk 9.000 rupiah di pasar uang. Sedangkan nilai tukar riil merupakan harga relatif dari barangbarang di antara dua negara. Nilai tukar riil menyatakan tingkat, di mana pelaku ekonomi dapat memperdagangkan barangbarang dari suatu negara untuk barangbarang dari negara lain.

Selanjutnya nilai tukar riil di antara kedua negara dihitung dari nilai tukar nominal dikalikan dengan rasio tingkat harga di kedua negara. Hubungan nilai tukar riil dengan nilai tukar nominal, dapat diformulasikan sebagai:

$$REER = ER * PF / PD$$

⁴⁸ N. Gregory Mankiw, *Pengantar Ekonomi Makro*, Jakarta: Salemba Empat, 2006, hlm. 127.

Dimana:

REER : *Real Effective Exchange Rate* (Nilai tukar riil);

ER : *Exchange rate nominal* yang dapat dinyatakan dalam *direct term* (dalam rupiah/1 dollar) ataupun *indirect term* (dollar/1 rupiah);

PF : Indeks harga mitra dagang (*foreign*);

PD : Indeks Harga domestik.

Dari formulasi di atas dapat dijelaskan bahwa pada dasarnya daya saing perdagangan luar negeri ditentukan oleh dua hal, yaitu ER dan rasio harga kedua Negara. Jika ER (*direct term*) meningkat (terdepresiasi), dengan asumsi rasio harga konstan, maka ada hubungan positif dengan neraca perdagangan. Hal ini disebabkan ER yang lebih tinggi akan memberikan indikasi rendahnya harga produk Indonesia (domestik) relatif terhadap asing, karena dengan dollar yang sama memberikan jumlah rupiah yang lebih banyak. Sebaliknya dengan asumsi kurs tidak fluktuatif, maka daya saing sangat ditentukan oleh kemampuan negara (domestik) atau otoritas moneter dalam mengendalikan laju harga dengan berbagai instrumen yang menjadi kewenangannya. Patut pula diperhatikan bahwa indeks yang digunakan dapat berbagai macam diantaranya: PPI, CPI, WPE ataupun GDP deflator⁴⁹. Selanjutnya nilai kurs

⁴⁹ Idah Zuhroh dan David Kaluge, Dampak Pertumbuhan Nilai Tukar Riil Terhadap Pertumbuhan Neraca Perdagangan Indonesia (Suatu Aplikasi

dalam penelitian ini menggunakan kurs riil dengan pertimbangan, bahwa nilai tukar riil suatu negara akan berpengaruh pada kondisi perekonomian makro suatu negara khususnya dengan ekspor netto atau neraca perdagangan.

G. Hakikat Suku Bunga Acuan

Variabel suku bunga acuan merupakan variabel yang sangat penting untuk menjaga perekonomian suatu negara. Baik di Malaysia, Singapura dan Indonesia sekalipun memiliki tingkat suku bunga acuan yang biasanya diatur oleh bank sentral kalau di Indonesia adalah Bank Indonesia. Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, perbankan dan sistem pembayaran, tugas utama Bank Indonesia tidak saja menjaga keseimbangan dan stabilitas moneter, namun juga stabilitas sistem keuangan (perbankan dan sistem pembayaran).

Keberhasilan Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas moneter tanpa diikuti oleh stabilitas sistem keuangan, tidak akan banyak artinya dalam mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dalam jangka panjang. Stabilitas moneter dan stabilitas keuangan ibarat dua sisi mata uang yang terintegrasi dan tidak dapat dipisahkan. Kebijakan moneter memiliki dampak yang signifikan terhadap stabilitas keuangan begitu pula sebaliknya, stabilitas keuangan merupakan pilar

Model Vector Autoregressive, VAR), *Journal of Indonesian Applied Economics*, Vol.1 No.1 Oktober 2007, hlm. 62

utama yang mendasari efektivitas kebijakan moneter khususnya di Indonesia.

Sistem keuangan merupakan salah satu alur transmisi kebijakan moneter, sehingga bila terjadi ketidakstabilan sistem keuangan maka transmisi kebijakan moneter tidak dapat berjalan secara normal. Sebaliknya, ketidakstabilan moneter secara fundamental akan mempengaruhi stabilitas sistem keuangan akibat tidak efektifnya fungsi sistem keuangan. Inilah yang menjadi latar belakang mengapa stabilitas sistem keuangan juga masih merupakan tugas dan tanggung jawab Bank Indonesia.

BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. BI Rate diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas (*liquidity management*) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter. Sasaran operasional kebijakan moneter dicerminkan pada perkembangan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N). Pergerakan di suku bunga PUAB ini diharapkan akan diikuti oleh perkembangan di suku bunga deposito, dan pada gilirannya suku bunga kredit perbankan. Dengan

mempertimbangkan pula faktor-faktor lain dalam perekonomian, Bank Indonesia pada umumnya akan menaikkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan melampaui sasaran yang telah ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan⁵⁰.

Untuk lebih memahamkan dalam kaitannya dengan *BI Rate*, berikut ini diuraikan tentang posisi *BI Rate* sebagai salah satu alat untuk menjaga keseimbangan perekonomian nasional sebagaimana dikemukakan oleh Johansyah, bahwa *BI rate* itu ibarat mekanisme perpindahan gigi persneling mobil yang harus diambil sesuai kondisi yang dihadapi. Kalau gigi persneling naik, artinya jalan ke depan mulus. Kalau gigi turun, artinya harus hati-hati menghadapi jalan yang tidak rata atau tikungan. Dengan analogi persneling, *BI rate* punya prinsip serupa. Namun kehati-hatian justru diisyaratkan ketika *BI rate* naik, misalnya saat inflasi mulai naik laju ekonomi saat itu dinilai terlalu cepat, bisa mengakibatkan ketidakseimbangan. Sebaliknya *BI rate* akan turun saat inflasi bukan lagi bahaya dan ekonomi dapat melaju lebih kencang. *BI rate* itu adalah biangnya suku bunga. Semua suku bunga yang ada, dari deposito, sampai yield obligasi, akan mengacu kepada *BI rate*

⁵⁰ Bank Indonesia, *BI Rate*, <http://www.bi.go.id/id/moneter/bi-rate/penjelasan/Contents/Default.aspx>, akses 28 oktober 2016.

dengan penyesuaian terhadap jangka waktunya. Jadi, *BI rate* adalah indikator keseimbangan. Mirip keseimbangan yang mengatur gigi persneling mobil dalam berbagai kondisi jalan. Karena itu, *BI rate* hanya berubah kalau keseimbangan itu terganggu secara fundamental dan dampaknya jangka panjang. *BI rate* bukan untuk perubahan jangka pendek agar ekonomi tidak naik turun secara tiba-tiba. Selain penjaga keseimbangan, *BI rate* juga pemberi kepastian kepada pelaku usaha akan medan ekonomi ke depan. Karena sebagai nahkoda moneter, Bank Indonesia harus memberikan kepastian kepada penumpang akan kepastian jalan yang ditempuh ke depan⁵¹.

H. Kajian Penelitian Terdahulu

1. Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara

Penelitian terdahulu yang dipaparkan dalam penelitian ini tidak terbatas pada jenis surat berharga syariah tertentu saja, tetapi bersifat umum mengingat keterbatasan penelitian terdahulu terkait SBSN.

Dalam kaitannya pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara dilakukan oleh Rini dan Beik, bahwa penerbitan sukuk di Indonesia juga tidak terlepas dari kondisi makroekonomi yang ada di negara ini. Hal ini

⁵¹ Difi A. Johansyah, Penjaga Keseimbangan, *Gerai Info Bank Indonesia*, Edisi 40, Juli 2013, Tahun 4, hlm. 2.

dibuktikan oleh penelitian kuantitatif menggunakan alat analisis *Vector Error Correction Model* (VECM), bahwa pada jangka panjang penerbitan sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh indikator makroekonomi, yaitu pertumbuhan ekonomi dan jumlah uang beredar dengan hubungan yang positif. Ketika pertumbuhan ekonomi meningkat, maka penerbitan sukuk juga akan mengalami peningkatan karena kondisi makro ekonomi domestik dalam keadaan baik⁵².

Dalam konteks ekonomi makro, pertumbuhan ekonomi didasarkan pada pertumbuhan GDP pada periode pengamatan. Sedangkan nilai GDP ditentukan oleh pengeluaran agregatif yaitu konsumsi, investasi, pengeluaran pemerintah, ekspor dan impor. Ketika GDP meningkat berarti terdapat kemampuan dan keberdayaan masyarakat untuk melakukan kegiatan ekonomi pada obligasi syariah dalam bentuk sukuk.

Menggunakan Uji Kausalitas Granger, penerbitan sukuk juga memberikan dampak terhadap indikator makroekonomi Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian dapat dilaporkan bahwa penerbitan sukuk berpengaruh hanya pada pertumbuhan ekonomi. Hal ini dikarenakan sukuk merupakan

⁵² Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi, *Jurnal Ekonomi Islam Republika IQTISHODIA*, Republika Kamis, 28 Juni 2012, hlm. 23

instrument investasi yang diperuntukkan bagi pembangunan di sektor riil⁵³.

Haron dan Ibrahim dalam penelitian yang menggunakan data panel. Perusahaan-perusahaan dari sektor keuangan seperti bank, asuransi dan perusahaan pembiayaan merupakan sampel perusahaan. Penelitian ini menggunakan 10 tahun periode data dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2009 dimana data tingkat perusahaan bersumber dari database *Datastream*. Untuk tujuan observasi, hanya perusahaan dengan minimal tiga pengamatan berturut-turut menjelang akhir periode pengganti termasuk dalam kumpulan data. Ini berarti bahwa perusahaan setidaknya harus terdaftar di bursa saham dari tahun 2007. Secara ringkas hasil penelitian melaporkan bahwa variabel seperti profitabilitas, kinerja harga saham, pengembangan pasar saham, pertumbuhan ekonomi dan tingkat suku bunga telah menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pembiayaan perusahaan. Pembiayaan perusahaan untuk kasus di Malaysia ini dalam bentuk pembiayaan sukuk⁵⁴.

Penelitian dengan pendekatan yang berbeda dilakukan oleh Echchabi, *et al*. Menurut Echchabi, *et al*, selama beberapa

⁵³ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk, hlm. 23

⁵⁴ Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim, The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence, *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1 (2012), pp. 1-11.

dekade terakhir, keuangan Islam telah memberlakukan dirinya sebagai sistem alternatif melengkapi sistem keuangan konvensional yang sudah ada. Namun penelitian baru-baru ini telah menyatakan bahwa praktik keuangan Islam seperti saat ini, tidak mendorong pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk secara empiris menguji klaim ini, dengan memeriksa efek potensi keuangan Islam dalam bentuk spesifik penerbitan Sukuk pada pertumbuhan ekonomi yang diwakili oleh tiga proxy, yaitu, Produk Domestik Bruto (PDB), Gross Capital Formation (GCF) atau pembentukan modal bruto dan kegiatan perdagangan (TRD). Disamping itu, penelitian ini juga bertujuan untuk menguji pengaruh potensi pembiayaan sukuk pada pertumbuhan ekonomi di negara-negara menerbitkan sukuk yaitu Malaysia, Indonesia, Turki, Pakistan, Singapura, China, Brunei Darussalam, Kazakhstan, Jerman, Inggris, Gambia dan Perancis. Temuan menunjukkan bahwa penerbitan sukuk memiliki pengaruh terhadap PDB dan GCF. Temuan ini memiliki kontribusi yang signifikan terhadap khasanah ilmiah, regulator dan pembuat kebijakan serta praktisi. Secara khusus, penelitian ini memperkaya kajian empiris dengan memperluas studi keuangan Islam. Meskipun penelitian ini telah membawa kontribusi yang signifikan namun juga ditemukan sejumlah keterbatasan yaitu: (1) penelitian ini difokuskan pada penerbitan negara besar; (2) menggunakan data 2005-2012, dan

periode ini menyaksikan sejumlah gelombang krisis yang diabaikan dalam penelitian ini. Oleh karena itu, studi yang akan datang dianjurkan untuk mempertimbangkan kemungkinan pengaruh krisis yang terjadi selama periode penelitian. Demikian pula, peneliti yang akan datang dianjurkan untuk menggunakan berbagai variabel kontrol di negara-negara seperti tingkat korupsi dan budaya⁵⁵.

Hasil penelitian Echchabi, *et al* relevan dengan penelitian Khiyar dan al Galfy yang menjelaskan bahwa inovasi baru dalam hal keuangan Islam telah mengubah dinamika industri keuangan Islam terutama di bidang sekuritas, yang dikenal sebagai Sukuk atau obligasi syariah. Dalam sepuluh tahun terakhir sukuk telah menjadi semakin populer baik sebagai sarana meningkatkan keuangan pemerintah maupun sebagai cara bagi perusahaan untuk mendapatkan dana melalui penawaran sukuk korporasi. Hasil penelitian Khiyar dan al Galfy yang menggunakan periode penelitian tahun 2001 - 2010 menemukan bahwa perkembangan pasar Sukuk tumbuh cepat serta berkontribusi untuk

⁵⁵ Abdelghani ECHCHABI; Hassanuddeen ABD.AZIZ and Umar IDRIS, Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis On The Major Issuing Countries, *Turkish Journal of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, August 2016, pp. 63

pembangunan dan mempunyai peran dalam pembangunan ekonomi negara-negara yang menerbitkan Sukuk⁵⁶.

2. Pengaruh pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara

Keterbukaan perdagangan dan pendapatan per kapita berpengaruh positif dan signifikan terhadap perkembangan sukuk yaitu: sukuk murabahah, sukuk ijarah dan sukuk musyarakah. Penelitian tentang faktor-faktor penentu pengembangan pasar Sukuk untuk periode 2003-2012 di Arab Saudi, Kuwait, UEA, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan dan Gambia menunjukkan bahwa secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa banyak variabel kunci yang mempengaruhi perkembangan pasar sukuk. Variabel tersebut yaitu faktor ekonomi makro pendapatan per kapita yang memiliki kontribusi positif bagi perkembangan pasar Sukuk⁵⁷.

Berdasar penelitian Said dan Grassa tersebut, pertumbuhan penerbitan sukuk khususnya di negara-negara pada setting penelitian dipengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi makro dan faktor ini menjadi variabel kunci sehingga perlu mendapat

⁵⁶ Khiyar Abdalla Khiyar and Ahmad Al Galfy, *The Role of Sukuk (Islamic Bonds) in Economic Development*, JFAMM-2-2014, www.psp-ltd.com/JFAMM_10_2_2014.pdf, akses 18 Maret 2015.

⁵⁷ Ali Said and 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, 251-267.

perhatian serius oleh pemerintah. Dalam kurun waktu tahun 2003-2012 pendapatan per kapita memiliki pengaruh positif bagi perkembangan pasar sukuk.

Selain itu, Said dan Grassa menemukan bahwa krisis keuangan baru-baru ini memiliki dampak negatif pada pasar sukuk. Namun, mereka menegaskan bahwa krisis utang Dubai tidak memiliki efek negatif pada pasar sukuk. Disamping itu pasar obligasi memiliki dampak positif pada pasar sukuk. Mereka juga menyarankan bahwa negara-negara dengan regulasi tinggi mendukung perkembangan pasar sukuk, terutama yang telah mengadopsi hukum syariah Islam yang diintegrasikan dengan hukum umum, karena syariah memberikan prinsip-prinsip berdasarkan keuangan Islam.

Elkarim dalam studinya yang menguji pengaruh Gross Domestic Product terhadap penerbitan sukuk di Malaysia pada masa krisis ekonomi. Hasil penelitian menggunakan analisis regresi menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan variabel GDP terhadap penerbitan sukuk⁵⁸. Dalam konteks penelitian Elkarim yang menggunakan data pada periode tahun 1990-2011 menunjukkan bahwa ketika GDP mengalami peningkatan ternyata animo masyarakat untuk melakukan investasi pada obligasi syariah dalam bentuk sukuk mengalami

⁵⁸ Ghemari Abd Elkarim, Factors Influence Sukukand Conventional Bonds in Malaysia, A project paper submitted to Othman Yeop Abdullah Graduate School of Business Universiti Utara Malaysia, 2012.

penurunan. Begitu juga sebaliknya, pada saat GDP mengalami penurunan maka animo masyarakat melakukan investasi sukuk mengalami peningkatan. Hasil ini tidak bisa dilepaskan dari periodisasi penelitian dimana pada tahun 1998 terjadi krisis ekonomi yang tentunya berkontribusi pada menurunnya kegiatan perekonomian dan keuangan syariah di Malaysia.

Berdasarkan pendapatan per bulan, persentase responden dengan pendapatan >10 juta rupiah per bulan ada lah sebesar 36 persen, rentang pendapatan 5-10 juta rupiah dan < 5 juta rupiah memiliki persentase masing-masing sebesar 32%. Sesuai sumber informasi, sebesar 59% responden mendapat informasi sukuk negara ritel dengan seri SR dari promosi di tempat pembelian (bank atau perusahaan sekuritas), sebesar 22% dari keluarga/teman, 16% dari media elektronik, dan 3% dari sumber lain. Sesuai dengan preferensi responden terhadap risiko, 52% responden memilih tidak mengambil risiko dan memilih produk investasi yang aman. Hal ini disebabkan SR merupakan produk investasi dengan risiko rendah. Sebesar 29% memilih percaya pada keputusan sendiri, 15% memilih meminta saran konsultan keuangan, dan 4% lainnya memilih mengambil risiko. Sedangkan berdasarkan alasan pemilihan SR, mayoritas responden yaitu sebesar 65% memilih berinvestasi pada SR karena menganggap SR sebagai produk investasi yang aman. Aman dalam hal ini adalah

aman karena dijamin pemerintah dan memiliki tingkat risiko yang rendah⁵⁹.

Berdasar temuan Rini dan Beik di atas dapat dijelaskan bahwa masyarakat berminat untuk melakukan investasi pada SR karena menganggap SR sebagai produk investasi yang aman karena dijamin pemerintah dan memiliki tingkat risiko yang rendah. Bahkan menurut Maftuh dalam studinya melaporkan bahwa, daya beli masyarakat terhadap sukuk ritel SR 003 sangatlah tinggi sampai melebihi target yang ditetapkan pemerintah walau imbal hasil yang diberikan lebih kecil dari SR 001. Masyarakat mulai menyadari betapa menguntungkannya investasi pada sukuk ritel SR 003 dengan imbal hasil 8,15% dibayarkan setiap bulan dengan jangka waktu 3 tahun. Hal tersebut karena imbal hasil yang diberikan sebesar 8,15% lebih besar dibanding dengan suku bunga bank⁶⁰.

Sehingga dapat diperluas bahwa daya beli masyarakat ditentukan oleh pendapatan per kapita. Disamping itu juga ditentukan oleh produk yang akan dibelinya. Semakin aman suatu produk yang didukung oleh jaminan pemerintah serta menguntungkan secara financial maka produk tersebut cenderung

⁵⁹ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, *Dampak Sukuk*, hlm. 23

⁶⁰ Muhammad Maftuh, *Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Tingkat Inflasi, BI Rate dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel SR 003*, Penelitian Program Studi Keuangan Islam Fakultas Syariah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2014, hlm. 4.

diminati oleh masyarakat. Menurut pengamatan Rini dan Beik, masyarakat yang membeli sukuk SR 003 mayoritas masyarakat yang berpenghasilan kurang dari 10 juta rupiah per bulan, dan mereka tidak suka risiko serta cenderung berminat melakukan investasi pada produk yang aman dan digaransi oleh pemerintah.

Realitas tersebut relevan dengan penelitian Yusuf dan Nurmalah, yang menggunakan regresi data panel tahunan dari tahun 2010 hingga tahun 2014. Objek penelitian adalah daerah Wilayah III Cirebon, yaitu Kota Cirebon, Kabupaten Cirebon, Kabupaten Indramayu, Kabupaten Majalengka, dan Kabupaten Kuningan, obyek dipilih dengan menggunakan teknik sampel penuh. Sumber data penelitian yang digunakan adalah sumber data sekunder yang berasal dari publikasi Badan Pusat Statistik Provinsi Jawa Barat dan Badan Pusat Statistik masing-masing daerah. Faktor-faktor yang diuji pengaruhnya terhadap tingkat daya beli adalah pendapatan per kapita, investasi dan belanja pemerintah. Model estimasi yang digunakan adalah model data panel dengan fixed Effect Model dengan bantuan software STATA 12.0. Hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa pendapatan per kapita, investasi dan belanja pemerintah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat daya beli. Hal tersebut berdasarkan pada nilai koefisien semua variabel bernilai positif dan berdasarkan nilai uji t didapatkan hasil t test lebih besar t table dari semua

variabel dan nilai $p > |t|$ lebih kecil dari nilai alpha. Selain itu, hasil pengujian secara serentak atau uji F menghasilkan nilai yang signifikan, artinya secara bersama-sama pendapatan per kapita, investasi dan belanja pemerintah berpengaruh pada daya beli⁶¹.

3. Pengaruh inflasi terhadap penerbitan sukuk Negara

Penelitian Elkarim yang bertujuan menganalisis pengaruh inflasi terhadap penerbitan sukuk di Malaysia untuk periode tahun 1990-2011. Pada periode krisis ekonomi ini hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan inflasi terhadap penerbitan sukuk. Selanjutnya dijelaskan bahwa inflasi memiliki efek negatif terhadap penerbitan sukuk⁶². Yaitu jika inflasi meningkat maka kecenderungan masyarakat untuk melakukan investasi pada obligasi syariah yaitu sukuk mengalami penurunan terutama pada masa krisis ekonomi di Malaysia. Sebaliknya ketika inflasi turun maka kecenderungan masyarakat melakukan investasi pada obligasi syariah yaitu sukuk mengalami peningkatan.

Selanjutnya Said dan Grassa dalam studinya menemukan bahwa inflasi tidak memiliki dampak yang kuat terhadap

⁶¹ Ayus Ahmad Yusuf dan Sinta Nurmalah, Pengaruh Pendapatan Perkapita, Investasi, dan Belanja Pemerintah terhadap Daya Beli Masyarakat di Wilayah III Cirebon Tahun 2010-2014, *Al Amwal* Vol 8, No 1 (2016), hlm. 257.

⁶² Ghemari Abd. Elkarim, *Factors Influence Sukuk*, 2012.

pertumbuhan pasar sukuk secara umum⁶³. Hasil penelitian Elkarim bertentangan dengan penelitian Said dan Grassa. Perbedaan ini karena *setting* penelitian yang berbeda, dimana Said dan Grassa melakukan analisis pada negara-negara: Saudi Arabia, Kuwait, UAE, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan, and Gambia pada periode tahun 2003 - 2012 menggunakan analisis regresi. Sedangkan Elkarim di Malaysia pada tahun 1990 - 2011 menggunakan analisis regresi.

Yuliati dalam penelitiannya tentang minat masyarakat berinvestasi sukuk. Studi ini bertujuan untuk menganalisis interrelasi antara faktor-faktor risiko dengan atribut produk yang mempengaruhi minat publik terhadap investasi Sukuk Islam SR001 dan untuk mengetahui daya tarik Sukuk Bank Islam SR001 menurut para investor. Metode yang digunakan dalam kajian ini adalah survei, sementara responden adalah investor sukuk SR 001 sejumlah 100 orang. Penelitian dilaksanakan dengan cara membagi kuisisioner dengan skala Likert. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi ganda. Berdasarkan hasil penelitian dan diskusi yang dilakukan dapat disimpulkan bahwa minat masyarakat berinvestasi sukuk dipengaruhi oleh risiko investasi dan atribut produk islami. Dalam kaitannya dengan atribut produk islami, indikatornya yaitu; default risk (risiko gagal bayar), tingkat

⁶³ Ali Said and Rihab Grassa, *The Determinants*, 2013.

suku bunga, risiko pembelian kembali (*call risk*), biaya investasi, pengaruh deposito, risiko likuiditas dan inflasi. Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel minat investasi dapat dijelaskan oleh variabel risiko investasi dan atribut produk islami sebesar 49,4% sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak masuk dalam model penelitian. Dengan kata lain, kontribusi atau pengaruh variabel independen (Risiko Investasi dan Atribut Produk Islami) terhadap variabel dependen (minat berinvestasi) adalah sebesar 49,4% sedangkan 50,6% dipengaruhi oleh variabel lain. Sedangkan kontribusi secara individual variabel risiko investasi terhadap minat berinvestasi 0,412 (41,2%) dengan tingkat signifikansi 0,008 dan variabel atribut islami 0,879 (87,9%) dengan tingkat signifikansi 0,000⁶⁴.

Hal ini dapat diterjemahkan bahwa terdapat pengaruh positif variabel atribut islami antara lain inflasi terhadap minat masyarakat berinvestasi sukuk. Jika inflasi rendah maka minat masyarakat turun, dan jika inflasi meningkat maka minat masyarakat berinvestasi sukuk juga mengalami peningkatan. Hasil penelitian Yuliati di atas berbeda dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Elkarim. Perbedaan hasil penelitian ini disebabkan oleh data penelitian, dimana Elkarim menggunakan

⁶⁴ Lilis Yuliati, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk, *Walisongo*, Volume 19, Nomor 1, Mei 2011, hlm. 117-119.

data sekunder di Malaysia sedangkan Yuliati menggunakan data primer di Indonesia.

Penerbitan sukuk sebagai instrumen investasi bisa dimanfaatkan oleh pemerintah untuk mengurangi masalah makroekonomi, yaitu inflasi. Hal ini dibuktikan oleh penelitian kuantitatif menggunakan alat analisis Vector Error Correction Model (VECM), bahwa pada jangka panjang penerbitan sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh indikator makroekonomi, yaitu inflasi dengan hubungan yang negatif. Ketika tingkat inflasi mengalami kenaikan maka penerbitan sukuk akan mengalami penurunan yang diakibatkan kondisi makroekonomi domestik dalam keadaan tidak baik. Menggunakan Uji Kausalitas Granger, penerbitan sukuk tidak mempengaruhi inflasi karena sukuk merupakan surat berharga yang sampai saat ini belum dijadikan instrumen pada operasi pasar terbuka oleh Bank Indonesia untuk menarik peredaran uang yang ada di masyarakat⁶⁵.

Haron dan Ibrahim dalam studinya menjelaskan dalam kerangka kerja yang dinamis, umumnya perusahaan mengejar target dalam struktur modal dan juga negara dalam melakukan pembiayaan. Pasar sukuk Malaysia telah menunjukkan kemajuan luar biasa sejak diperkenalkan pada tahun 1990 dan Malaysia telah berhasil menciptakan pasar di daerah ini. Diperkirakan bahwa

⁶⁵ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk, hlm. 23

72% (pada tahun 2011) dari total obligasi syariah global telah dikeluarkan dan diterbitkan di Malaysia, membuat Malaysia menjadi salah satu pasar terbesar sukuk yang paling dinamis di dunia. Efek khas dari pengembangan pasar obligasi dengan elemen sukuk pada struktur modal perusahaan Malaysia memberikan kontribusi literatur yang ada dengan menghubungkan keuangan Islam dan keuangan perusahaan dan menyoroti dampak dari sukuk dalam pengembangan pasar obligasi sebagai salah satu penentu yang signifikan dari struktur modal target melalui model dinamis. Hasil penelitian melaporkan bahwa variabel tingkat suku bunga telah menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pembiayaan perusahaan⁶⁶. Dalam kaitannya dengan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), Pasaribu dan Firdaus dalam studinya menemukan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif pada ISSI⁶⁷.

Berkaitan dengan pergerakan yield sukuk ritel, nilai koefisien harga estimasi VAR juga menunjukkan inkonsistensi atas hubungan inflasi dengan pergerakan yield sukuk ritel. Dari hasil uji kausalitas Granger memperlihatkan bahwa inflasi bukan merupakan faktor yang signifikan mempengaruhi pergerakan yield sukuk ritel. Bahkan dampak dari *shock* inflasi tidak terlalu

⁶⁶ Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim, *The Impact*, pp. 1-11.

⁶⁷ Rowland Bismark Fernando Pasaribu dan Mikail Firdaus, Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia, *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol. 7, No. 2, Juli 2013, hlm. 117-128.

signifikan dan tidak berlangsung lama. Sedangkan dari hasil analisis *variance decomposition* dapat disimpulkan bahwa inflasi memiliki peran hanya sekitar 0,4% atas pergerakan yield sukuk ritel pada hampir semua lag⁶⁸.

Sedangkan studi Salem, *et al* melaporkan bahwa, investasi dianggap sebagai salah satu pilar dasar pembangunan ekonomi, khususnya di negara-negara terbelakang, berkat partisipasi yang luar biasa dalam meningkatkan produksi. Ini juga merupakan salah satu cara yang paling efektif untuk mengubah struktur ekonomi nasional untuk mengatasi ketidakseimbangan struktural. Seiring dengan meningkatnya ukuran investasi, laju pertumbuhan ekonomi juga meningkatkan melalui nilai tambahan ditambahkan, produktivitas dan penyerapan tenaga kerja. Sebagai salah satu pilihan dan bentuk dari investasi, sukuk dipengaruhi secara positif oleh inflasi. Alasannya adalah bahwa instrumen ini merupakan aset riil dalam bentuk benda dan jasa, sedemikian rupa bahwa kenaikan harga mereka dengan kenaikan umum dalam harga, sehingga meningkatkan pengembalian sukuk⁶⁹.

⁶⁸ Imam Khadiqotul Il'mi, Pengaruh Variabel Ekonomi Makro pada Yield Surat Berharga Syariah Negara (Studi pada Sukuk Ritel Seri SR-001, Penelitian, Fakultas Ekonomi Program Studi Ekstensi Manajemen Universitas Indonesia, 2012, hlm. 64.

⁶⁹ Marwa Ben Salem, Mohamed Fakhfehkh and Nejjib Hachicha, Sukuk Issuance and Economic Growth: The Malaysian Case, *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol.12, No.2, April-June, pp. 208.

4. Pengaruh tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara

Studi tentang produk keuangan syariah yang saat ini berkembang di Indonesia, salah satunya adalah sukuk yang merupakan instrumen surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang diberikan oleh penerbit kepada pemegang obligasi syariah. Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mendeskripsikan tentang sukuk dan pembangunan di Indonesia menggunakan metode analisis deskriptif. Instrumen sukuk yang telah banyak diperdagangkan di Indonesia sampai sekarang adalah sukuk Ijarah dan Mudharabah. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada risiko yang melekat pada instrumen investasi sukuk seperti risiko sistematis yang meliputi risiko suku bunga, risiko nilai tukar, risiko nilai ekuitas dan risiko nilai komoditas⁷⁰.

Nilai tukar juga memainkan peran dalam pergerakan yield sukuk ritel. Pola hubungan kedua variabel sangat selaras dimana titik-titik maksimum dan minimum dicapai pada saat yang hamper bersamaan. Demikian juga pergerakan harga yang selalu berlawanan, yaitu pada saat nilai tukar naik, bila dilihat dari koefisien-koefisien hasil estimasi VAR menunjukkan inkonsistensi hubungan keduanya. Dari analisis kausalitas Granger juga diketahui bahwa nilai tukar merupakan salah satu variabel yang

⁷⁰ Irni Yunita, The Development, Scheme, Risk and Fair Market Value Model of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia, *American Journal of Economics*, 2015, 5(2): 56-63.

tidak signifikan mempengaruhi pergerakan yield sukuk ritel. Namun demikian dari analisis IRF diketahui bahwa *shock* atas nilai tukar langsung dirasakan dampaknya pada pergerakan yield sukuk ritel dan baru menghilang pada periode keenam. Sedangkan analisis *variance decomposition* didapati bahwa pergerakan nilai tukas mempunyai andil hampir 2% atas pergerakan yield sukuk pada hampir semua lag⁷¹.

5. Pengaruh tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara

Sebagaimana dijelaskan dalam kajian teoretik bahwa suku bunga acuan yang dalam kasus di Indonesia disebut dengan *BI Rate* merupakan salah satu instrument dalam sistem moneter Indonesia yang berfungsi sebagai acuan perkembangan suku bunga pasar uang antar bank. Implementasinya suku bunga acuan ini menjadi acuan dan sekaligus mengatur tingkat suku bunga deposito dan kredit perbankan.

Tingkat bunga terhadap penerbitan sukuk di Malaysia menunjukkan pengaruh yang negatif signifikan di Malaysia dalam kurun waktu tahun 1990-2011⁷². Hasil ini menunjukkan bahwa krisis ekonomi sangat sensitif terhadap indikator makro ekonomi antara lain tingkat bunga. Dimana ketika tingkat bunga tinggi maka investor akan mengurangi kegiatan investasinya pada

⁷¹ Imam Khadiiqotul Il'mi, Pengaruh Variabel, hlm. 63.

⁷² Ghemari Abd Elkarim, Factors Influence Sukuk, 2012.

obligasi syariah (sukuk). Hasil ini tidak bisa dilepaskan dengan krisis ekonomi yang melanda negara-negara ASEAN termasuk Malaysia, mengingat pada periode penelitian terdapat event krisis ekonomi.

Yuliati dalam studinya menemukan bahwa kontribusi atau pengaruh variabel independen Atribut Produk Islami terhadap variabel dependen (minat masyarakat berinvestasi sukuk) adalah sebesar 49,4%, sedangkan 50,6% dipengaruhi oleh variabel lain. Sedangkan kontribusi secara individual variabel atribut islami 0,879 (87,9) dengan tingkat signifikansi 0,000⁷³. Hasil tersebut mengisyaratkan bahwa pada saat tingkat suku bunga rendah maka minat masyarakat berinvestasi sukuk mengalami penurunan, dan jika tingkat suku bunga naik maka minat masyarakat berinvestasi sukuk mengalami peningkatan. Hasil penelitian Yuliati ini bertentangan dengan penelitian Elkarim karena Yuliati menggunakan data primer di Indonesia sedangkan Elkarim menggunakan data sekunder di Malaysia.

Sukuk merupakan salah satu instrument di pasar modal syariah yang menunjukkan peningkatan baik secara kuantitas maupun kualitas di banyak negara. Pasaribu dan Firdaus dalam studinya menjelaskan bahwa pasar modal syariah merupakan salah satu investasi yang bisa dipilih oleh muslim

⁷³ Lilis Yuliati, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk, Walisongo , Volume 19, Nomor 1, Mei 2011, hlm. 117-119.

pada khususnya dan masyarakat pada umumnya. Untuk mengukur kinerja harga saham syariah di pasar modal digunakan alat ukur yaitu Index Saham Syariah Indonesia (ISSI). Pergerakan indeks saham syariah diduga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro. Tujuan dari makalah ini adalah untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi pada ISSI selama periode Mei 2011 hingga April 2013. Metode analisis yang digunakan dalam makalah ini adalah regresi linier menggunakan SPSS versi 20. Penelitian ini menggunakan data sekunder dari harga penutupan bulanan untuk variabel ISSI yang diperoleh dari www.duniainvestasi.com. Kemudian data bulanan untuk variabel makroekonomi dari Badan Pusat Statistik dan laporan bulanan Bank Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel suku bunga memiliki pengaruh positif pada ISSI⁷⁴.

Penelitian dalam kaitannya dengan yield sukuk ritel dilaporkan oleh Il'mi, bahwa berdasar hasil kausalitas Granger menunjukkan bahwa suku bunga SBI 3 bulan signifikan dalam mempengaruhi yield sukuk ritel. Dari analisis IRF dapat disimpulkan bahwa perubahan suku bunga SBI 3 bulan mengakibatkan dampak *shock* pada pergerakan yield sukuk ritel meskipun tidak berdampak lama. *Variance decomposition*

⁷⁴ Rowland Bismark Fernando Pasaribu dan Mikail Firdaus, Analisis Pengaruh, hlm. 117.

lebih menjelaskan hubungan Suku Bunga SBI 3 bulan dengan pergerakan yield sukuk. Suku bunga SBI 3 bulan mampu menjelaskan sekitar 4% atas pergerakan yield sukuk ritel pada hampir semua lag⁷⁵.

I. Sintesa Kesimpulan

Dimasukkannya sintesa kesimpulan dalam bab ini didasarkan pada penjelasan Sugiyono, bahwa melalui analisis kritis dan komparatif terhadap teori-teori dan hasil penelitian yang relevan dengan semua variabel yang diteliti, selanjutnya peneliti dapat melakukan sintesa atau kesimpulan sementara. Perpaduan sintesa antara variabel satu dengan variabel yang lain akan menghasilkan kerangka berpikir yang selanjutnya dapat digunakan untuk merumuskan hipotesis⁷⁶.

Pendekatan statistik dalam melakukan sintesis hasil penelitian kuantitatif disebut dengan “meta-analisis”. Secara definisi, meta-analisis adalah teknik melakukan agregasi data untuk mendapatkan kekuatan statistik (*statistical power*) dalam identifikasi hubungan sebab akibat antara faktor risiko atau perlakuan dengan suatu efek (*outcome*). Sementara itu, pendekatan kualitatif dalam *systematic review* digunakan untuk mensintesis (merangkum) hasil-hasil penelitian yang bersifat

⁷⁵ Imam Khadiiqotul Il’mi, Pengaruh Variabel, hlm. 63.

⁷⁶ Sugiyono, Metode Penelitian Kombinasi (*Mixed Methods*), Bandung: ALFABETA, 2014, hlm. 95.

deskriptif kualitatif. Metode mensintesis (merangkum) hasil-hasil penelitian kualitatif ini disebut dengan “meta-sintesis”. Secara definisi, meta-sintesis adalah teknik melakukan integrasi data untuk mendapatkan teori maupun konsep baru atau tingkatan pemahaman yang lebih mendalam dan menyeluruh⁷⁷.

Sedangkan Siswanto mengemukakan bahwa sintesis bertujuan untuk menjawab pertanyaan penelitian (review question) dengan cara merangkum berbagai hasil penelitian (*summarizing*)⁷⁸. Berdasar pemikiran tersebut dapat dikemukakan bahwa sintesa atau sintesis adalah rangkuman atau agregasi data tentang penelitian terdahulu yang menunjukkan hubungan antar variabel penelitian. Berikut ini disajikan rangkuman dan agregasi data penelitian terdahulu.

Tabel 2.1: Rangkuman Penelitian Terdahulu

Peneliti (Tahun)	Variabel	Hasil	Sumber
Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik (2012)	1. Pertumbuhan ekonomi 2. Inflasi 3. Sukuk	1. Pertumbuhan ekonomi mempunyai hubungan yang positif dengan penerbitan sukuk 2. Dalam jangka panjang	<i>Jurnal Ekonomi Islam Republika IQTISHODI</i>

⁷⁷ Amanda E. Perry and Nick Hammond, Systematic Review: The Experience of a PhD Student, *Psychology Learning and Teaching*, 2(1), 2002, pp. 32–35.

⁷⁸ Siswanto, Systematic Review Sebagai Metode Penelitian Untuk Mensintesis Hasil-Hasil Penelitian (Sebuah Pengantar), *Buletin Penelitian Sistem Kesehatan*, Vol. 13 No. 4, Oktober, 2010, hlm. 331.

		<p>penerbitan sukuk di Indonesia dipengaruhi inflasi dengan hubungan yang negative</p> <p>3. Sukuk tidak mempengaruhi inflasi</p> <p>4. Pendapatan per kapita mempengaruhi masyarakat memilih produk investasi yang aman yaitu sukuk negara.</p>	<p>A, Republika Kamis, 28 Juni 2012</p>
<p>Khiyar Abdalla Khiyar and Ahmad Al Galfy (2015)</p>	<p>1. Pertumbuhan ekonomi</p> <p>2. Sukuk</p>	<p>Penerbitan sukuk berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi</p>	<p><i>Journal of Financial and Actuarial Mathematics and Management (JFAMM)-2-2014</i></p>
<p>Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim (2012)</p>	<p>Antara Lain:</p> <p>1. <i>Economic Growth,</i></p> <p>2. <i>Interest Rates,</i></p> <p>3. <i>Sukuk</i></p>	<p>Pertumbuhan ekonomi dan tingkat suku bunga berpengaruh yang signifikan terhadap pembiayaan perusahaan</p>	<p><i>Journal of Islamic Finance, Vol. 1 No. 1</i></p>
<p>Ali Said and Rihab Grassa (2013)</p>	<p>1. Pendapatan per kapita,</p> <p>2. Inflasi,</p> <p>3. Sukuk</p>	<p>1. Pendapatan per kapita yang memiliki kontribusi positif bagi perkembangan pasar Sukuk</p> <p>2. Inflasi tidak memiliki dampak yang kuat terhadap pertumbuhan pasar sukuk secara umum</p>	<p><i>Journal of Applied Finance & Banking, Vol. 3, No. 5, 2013</i></p>
<p>Ghemari Abd Elkarim</p>	<p>1. GDP,</p> <p>2. Inflasi,</p>	<p>1. Pada periode krisis ekonomi terdapat</p>	<p><i>A project paper</i></p>

(2012)	<ol style="list-style-type: none"> 3. Tingkat bunga, 4. Sukuk 	<p>pengaruh negatif signifikan inflasi terhadap penerbitan sukuk</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. Terdapat pengaruh negatif signifikan variabel GDP terhadap penerbitan sukuk 3. Tingkat bunga terhadap penerbitan sukuk di Malaysia menunjukkan pengaruh yang signifikan negatif 	<p><i>submitted to Othman Yeop Abdullah Graduate School of Business Universiti Utara Malaysia</i></p>
Lilis Yuliati (2011)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Minat masyarakat berinvestasi sukuk, 2. Risiko investasi 3. Atribut produk islami. <p>Atribut produk islami antara lain: tingkat suku bunga dan inflasi</p>	<p>Variabel atribut produk islami berpengaruh positif signifikan terhadap minat berinvestasi</p>	<p><i>Walisongo , Volume 19, Nomor 1, Mei.</i></p>
Irni Yunita (2015)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Risiko suku bunga, 2. Risiko nilai tukar, 3. Risiko nilai ekuitas, 4. Risiko nilai komoditas, 5. Sukuk 	<p>Ada risiko yang melekat pada instrumen investasi sukuk seperti risiko sistematis yang meliputi risiko suku bunga, risiko nilai tukar, risiko nilai ekuitas dan risiko nilai komoditas</p>	<p><i>American Journal of Economics, 5(2)</i></p>

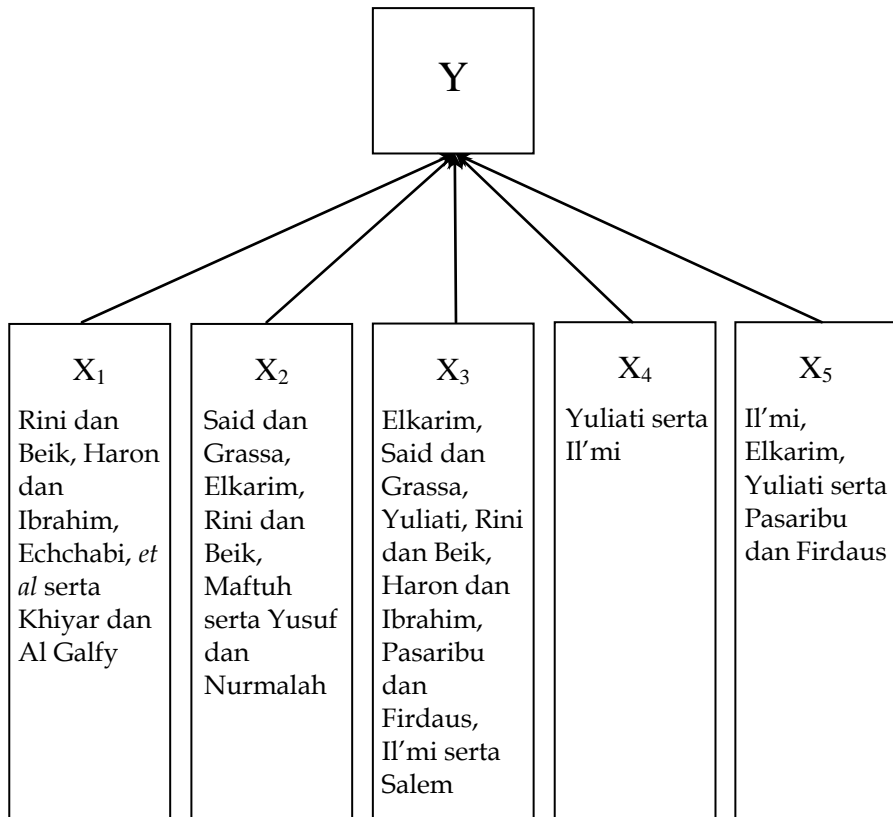
Abdelghani Echchabi, Hassanuddeen Abd.Aziz, Umar Idriss (2016)	<ol style="list-style-type: none"> 1. (GDP, 2. Gross Capital Formation (GCF), 3. Trade activities (TRD), 4. Sukuk 	Penerbitan Sukuk memiliki pengaruh terhadap PDB, GCF dan kegiatan perdagangan (TRD) khususnya di beberapa negara yaitu: Malaysia, Indonesia, Turki, Pakistan, Singapura, China, Brunei Darussalam, Kazakhstan, Jerman, Inggris, Gambia dan Perancis	<i>Turkish Journal of Islamic Economics, Vol. 3, No. 2, August</i>
Rowland Bismark Fernando Pasaribu dan Mikail Firdaus (2013)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Indeks Saham Syariah Indonesia, 2. Inflasi. 3. BI Rate 4. Jumlah uang beredar 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Inflasi berpengaruh negatif pada ISSI, 2. Suku bunga berpengaruh positif pada ISSI, 3. Uang beredar memiliki pengaruh positif pada ISSI. 	<i>Jurnal Ekonomi & Bisnis (JEB) Vol. 7, No. 2, Juli</i>
Imam Khadiiqotul Il'mi (2012)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Inflasi, 2. Tingkat suku bunga bank sentral, 3. Nilai tukar USD/IDR. 4. Yield SBSN. 	Faktor pergerakan yield itu sendiri menjadi faktor yang paling signifikan dalam perubahan yield sukuk ritel, diikuti oleh variabel tingkat suku bunga, perubahan kurs dan inflasi	Manajemen FE UI
Marwa Ben Salem, Mohamed Fakhfekh, Nejb Hachicha,	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pertumbuhan ekonomi, 2. Inflasi, 3. Sukuk 	Sukuk dipengaruhi secara positif oleh inflasi	<i>Journal of Islamic Economic, Banking and Finance, Vol.12, No.2</i>

Sumber: Literatur Primer dan Sekunder, Diolah

J. Kerangka Berpikir Penelitian

Berdasar kajian teoretik, penelitian terdahulu yang relevan dan sintesa kesimpulan berikut ini disajikan tentang kerangka berpikir penelitian. Sugiyono menjelaskan bahwa setelah sintesa atau kesimpulan sementara dapat dirumuskan maka selanjutnya disusun kerangka berpikir. Kerangka berpikir yang dihasilkan dapat berupa kerangka berpikir yang asosiatif/hubungan maupun komparatif/perbandingan⁷⁹.

Gambar 2.5: Kerangka Berpikir Penelitian



⁷⁹ Sugiyono, Metode Penelitian, hlm. 97.

Keterangan:

1. R_1 menunjukkan rumusan masalah pertama terkait pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara didasarkan pada penelitian Rini dan Beik⁸⁰, Haron dan Ibrahim⁸¹, Echchabi, *et al*⁸², Khiyar dan Al Galfy⁸³.
2. R_2 menunjukkan rumusan masalah kedua terkait pengaruh pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara didasarkan pada penelitian Said dan Grassa⁸⁴, Elkarim⁸⁵, Rini dan Beik⁸⁶, Maftuh⁸⁷ serta Yusuf dan Nurmalah⁸⁸.
3. R_3 menunjukkan rumusan masalah ketiga terkait pengaruh inflasi terhadap penerbitan sukuk negara didasarkan pada penelitian Elkarim⁸⁹, Said dan Grassa⁹⁰, Yuliati⁹¹, Rini dan Beik⁹², Haron dan Ibrahim⁹³, Pasaribu dan Firdaus⁹⁴, Il'mi⁹⁵ dan Salem⁹⁶.

⁸⁰ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk, hlm. 23.

⁸¹ Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim, The Impact of Sukuk, pp. 1-11.

⁸² Abdelghani Echchabi; Hassanuddeen Abd. Aziz and Umar Idriss, Does Sukuk, pp. 63

⁸³ Khiyar Abdalla Khiyar and Ahmad Al Galfy, The Role of Sukuk, akses 18 Maret 2015.

⁸⁴ Ali Said and Rihab Grassa, The Determinants of Sukuk, pp. 251-267.

⁸⁵ Ghemari Abd Elkarim, Factors Influence, 2012.

⁸⁶ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk, hlm. 23.

⁸⁷ Muhammad Maftuh, Pengaruh Harga hlm. 4.

⁸⁸ Ayus Ahmad Yusuf dan Sinta Nurmalah, Pengaruh Pendapatan, hlm. 257.

⁸⁹ Ghemari Abd Elkarim, Factors Influence, 2012.

⁹⁰ Ali Said and Rihab Grassa, The Determinants of Sukuk, pp. 251-267.

⁹¹ Lilis Yuliati, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi, hlm. 117-119.

⁹² Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk, hlm. 23.

4. R₄ menunjukkan rumusan masalah keempat terkait Pengaruh tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara didasarkan pada penelitian Yunita⁹⁷ dan Il'mi⁹⁸.
5. R₅ menunjukkan rumusan masalah kelima terkait pengaruh tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara didasarkan pada penelitian Il'mi⁹⁹, Elkarim¹⁰⁰, Yuliati¹⁰¹, Pasaribu dan Firdaus¹⁰².

K. Pengembangan Hipotesis

Hipotesis adalah hubungan yang diperkirakan secara logis diantara dua atau lebih variabel yang diungkapkan dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji¹⁰³. Sedangkan Sugiyono mendefinisikan bahwa, hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk

⁹³ Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim, *The Impact of Sukuk*, pp. 1-11.

⁹⁴ Rowland Bismark Fernando Pasaribu dan Mikail Firdaus, *Analisis Pengaruh*, hlm. 117-128.

⁹⁵ Imam Khadiiqotul Il'mi, *Pengaruh Variabel*, hlm. 64.

⁹⁶ Marwa Ben Salem, Mohamed Fakhfekkh pp. 208.

⁹⁷ Irni Yunita, *The Development*, pp. 56-63.

⁹⁸ Imam Khadiiqotul Il'mi, *Pengaruh Variabel*, hlm. 64.

⁹⁹ Ibid.

¹⁰⁰ Ghemari Abd Elkarim, *Factors Influence*, 2012.

¹⁰¹ Lilis Yuliati, *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi*, hlm. 117-119.

¹⁰² Rowland Bismark Fernando Pasaribu dan Mikail Firdaus, *Analisis Pengaruh*, hlm. 117-128.

¹⁰³ Uma Sekaran, *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*, Jakarta: Salemba Empat, 2006, hlm. 135.

kalimat pertanyaan. Dikatakan sementara, karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data. Jadi hipotesis juga dapat dinyatakan sebagai jawaban teoritis terhadap rumusan masalah penelitian, belum jawaban empirik¹⁰⁴.

Berdasar landasan teori, berikut ini disajikan hipotesis penelitian secara umum dan khusus untuk selanjutnya dilakukan pengujian statistika menggunakan alat uji yang relevan berdasar pernyataan rumusan masalah. Hipotesis penelitian secara umum:

“Terdapat pengaruh signifikan stabilitas ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam”.

Sedangkan hipotesis penelitian secara khusus yaitu:

1. Terdapat pengaruh signifikan pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;
2. Terdapat pengaruh signifikan pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;
3. Terdapat pengaruh signifikan inflasi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;

¹⁰⁴ Sugiyono, *Metode Penelitian*, hlm. 99.

4. Terdapat pengaruh signifikan tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam;
5. Terdapat pengaruh signifikan tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Rancangan Penelitian

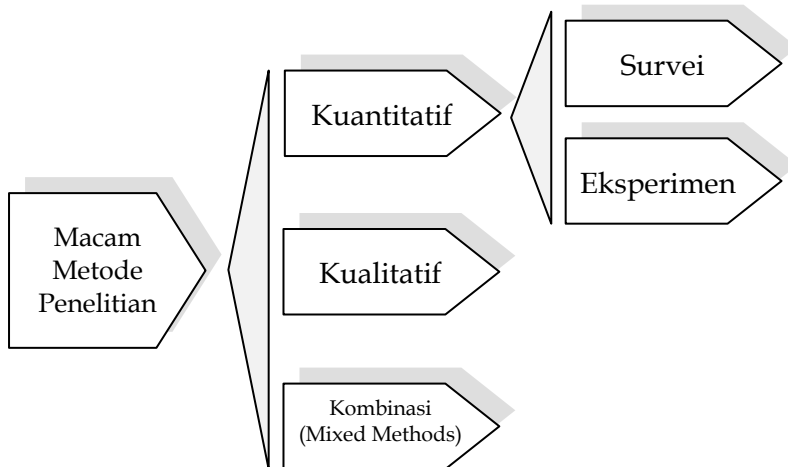
Rancangan penelitian dalam penelitian ini dibedakan menjadi jenis penelitian dan pendekatan peneliti. Namun sebelum membahas tentang pengertian dua hal tersebut perlu dikemukakan terlebih dahulu mengenai rancangan penelitian. Jogiyanto menjelaskan, riset yang baik perlu dirancang aktivitas dan sumberdayanya dengan baik. Rancangan riset atau disain riset adalah rencana dari struktur riset yang mengarahkan proses dan hasil riset sedapat mungkin menjadi valid, obyektif, efisien dan efektif¹.

¹ Jogiyanto, *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah Dan Pengalaman-Pengalaman*, Yogyakarta: BPFE, 2004, Hlm. 53.

1. Pendekatan Penelitian

Berangkat dari aksioma dasar dalam kaitannya dengan kemungkinan generalisasi, pendekatan penelitian ini termasuk dalam penelitian kuantitatif karena cenderung membuat generalisasi terkait pengaruh indikator makro ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Daussalam. Gambar di bawah ini merupakan anatomi metode penelitian yang dibagi menjadi tiga pendekatan yaitu: kuantitatif, kualitatif dan kombinasi. Mengingat data utama penelitian ini dalam bentuk angka atau numerik, alat analisis data menggunakan statistika dan hubungan variabelnya sebab-akibat (kausalitas) maka pendekatan penelitian ini yaitu kuantitatif.

Gambar 3.1: Macam Metode Penelitian



Sumber: Sugiyono, disederhanakan²

² Ibid, Hlm. 9.

Metode kuantitatif dinamakan metode tradisional karena metode ini sudah cukup lama digunakan sehingga sudah mentradisi sebagai metode untuk penelitian. Metode ini disebut sebagai metode positivistic karena berlandaskan pada filsafat positivisme. Dalam hal ini metode kuantitatif dapat dibagi menjadi dua, yaitu metode eksperimen dan metode survei. Metode penelitian eksperimen adalah metode penelitian yang digunakan untuk mencari pengaruh *treatment* tertentu (perlakuan) dalam kondisi yang terkontrol (laboratorium). Penelitian survei adalah penelitian yang dilakukan pada populasi besar maupun kecil, tetapi data yang dipelajari adalah data dari sampel yang diambil dari populasi tersebut untuk menemukan kejadian-kejadian relative, distribusi dan hubungan-hubungan antar variabel sosiologis maupun psikologis. Dalam penelitian survei peneliti menanyakan ke beberapa orang (yang disebut dengan responden) tentang keyakinan, pendapat, karakteristik suatu obyek dan perilaku yang telah lalu atau sekarang. Penelitian survei berkenaan dengan pertanyaan tentang keyakinan dan perilaku dirinya sendiri³.

Menurut teori tersebut dapat disimpulkan bahwa pendekatan penelitian ini yaitu kuantitatif survei, mengingat

³ Sugiyono, *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*, Bandung: ALFABETA, 2014, Hlm. 10-12.

penelitian ini tidak melakukan *treatment* tertentu (perlakuan). Sebagaimana dikemukakan oleh Jogiyanto, bahwa eksperimen adalah suatu studi yang melibatkan keterlibatan peneliti memanipulasi beberapa variabel, mengamati dan mengobservasi efeknya. Variabel-variabel yang dimanipulasi atau yang diberi *treatment* adalah variabel-variabel independen dan variabel yang diamati efeknya adalah variabel dependen⁴.

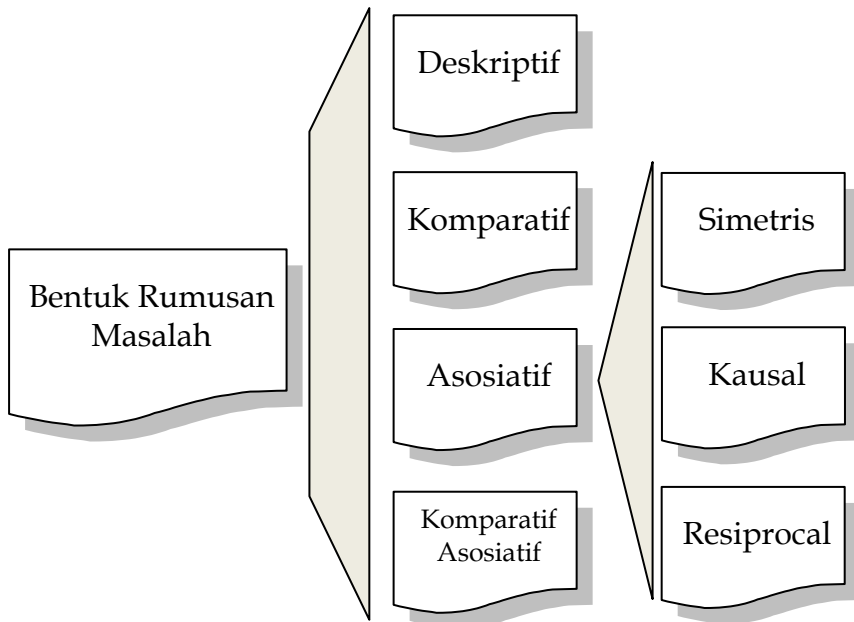
2. Jenis Penelitian

Berdasar bentuk rumusan masalah, jenis penelitian ini yaitu asosiatif kausal karena terdapat variabel independen (yaitu: pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, tingkat kurs dan tingkat suku bunga acuan) serta dependen (yaitu: penerbitan sukuk negara). Pemilihan jenis penelitian didasarkan pada teori yang dikemukakan oleh Sugiyono yang mendeskripsikan bahwa, bentuk-bentuk rumusan masalah penelitian dikembangkan berdasarkan penelitian menurut tingkat eksplanasi. Berdasarkan gambar di bawah ini terlihat bahwa rumusan masalah dikelompokkan menjadi tiga bentuk yaitu: rumusan masalah deskriptif, komparatif, asosiatif dan komparatif asosiatif⁵.

⁴ Jogiyanto, *Metodologi Penelitian*, Hlm. 53.

⁵ *Ibid*, Hlm. 59.

Gambar 3.2: Bentuk-Bentuk Rumusan Masalah



Sumber: Sugiyono⁶

Selanjutnya Sugiyono menjelaskan bahwa rumusan masalah asosiatif adalah suatu rumusan masalah penelitian yang bersifat menanyakan hubungan antara dua variabel atau lebih. Terdapat tiga bentuk hubungan yaitu: hubungan simetris, hubungan kausal, dan interaktif/resiprokal/timbal balik. Hubungan simetris adalah suatu hubungan antara dua variabel atau lebih yang kebetulan munculnya bersama. Hubungan kausal adalah hubungan yang bersifat sebab akibat. Jadi disini ada variabel independen (variabel yang

⁶ Ibid

mempengaruhi) dan dependen (dipengaruhi). Hubungan interaktif/resiprokal/timbal balik adalah hubungan yang saling mempengaruhi. Disini tidak diketahui mana variabel independen dan dependen⁷.

B. Data dan Sumber Data

1. Data

Data penelitian ini menggunakan data panel, yaitu data yang menggabungkan antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*). Data runtut waktu dalam konteks penelitian ini meliputi data variabel penelitian yaitu: pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, tingkat kurs, tingkat suku bunga acuan dan penerbitan sukuk negara dengan periodisasi tahunan sebanyak 7 (tujuh) tahun mulai tahun 2008 sampai dengan tahun 2014. Dipilihnya tahun 2008 sebagai *starting data* mengingat pemerintah Indonesia menerbitkan sukuk mulai tahun 2008, Malaysia tahun 1996 dan Brunei Darussalam pada tahun 2006. Sehingga untuk menjamin ketersediaan data ketiga negara ini maka diputuskan tahun 2008 sebagai tahun awal pengamatan. Sehingga jumlah pengamatan penelitian ini sebanyak 21 *pooled data*.

Sedangkan data silang terdiri dari beberapa atau banyak objek, yang dalam penelitian ini objek penelitiannya yaitu

⁷ Ibid, 61-62.

Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam. Menurut Hsiao, data panel (disebut juga data longitudinal) mempunyai dua dimensi yaitu data silang (*cross section*) dan runtut waktu (*time series*), dimana seluruh data silang (*cross section*) diamati pada periode waktu tertentu⁸.

2. Sumber Data

Sumber data utama penelitian ini yaitu sumber data sekunder, yaitu sumber data tidak langsung yang memberikan data kepada peneliti tetapi melalui dokumen-dokumen yang relevan dengan variabel-variabel penelitian ini. Indriantoro dan Supomo menjelaskan bahwa data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain). Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan⁹.

Dokumen-dokumen tersebut diperoleh dari data statistik masing-masing negara sebagai setting penelitian yang diakses berdasar dokumen yang disediakan atau dipublikasikan oleh

⁸ Cheng Hsiao, *Analysis Of Panel Data*, Second Edition, Cambridge University Press, 2003.

⁹ Nur Indriantoro Dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi Dan Manajemen*, Yogyakarta: BPFE, 1999, Hlm. 147.

Bank Dunia, Bank Pembangunan Asia, Bank Sentral Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam serta Kementerian Keuangan masing-masing negara yang diamati. Sehingga dapat dikatakan bahwa tipe data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini yaitu tipe data sekunder eksternal.

C. Populasi, Sampel dan Teknik Sampling

1. Populasi

Sugiyono menjelaskan, dalam penelitian kualitatif tidak menggunakan populasi, karena penelitian kualitatif berangkat dari kasus tertentu yang ada pada situasi sosial tertentu dan hasil kajiannya tidak akan diberlakukan ke populasi, tetapi ditransferkan ke tempat lain pada situasi sosial yang memiliki kesamaan dengan situasi sosial pada kasus yang dipelajari¹⁰. Berdasar pernyataan tersebut populasi sangat terkait dengan penelitian khususnya untuk pendekatan kuantitatif dan tidak untuk kualitatif.

Populasi adalah semua individu atau unit¹¹. Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan. Jadi populasi bukan hanya orang tetapi juga obyek

¹⁰ Sugiyono, *Metode Penelitian*, Hlm. 298.

¹¹ Bret Hanlon And Bret Larget, *Samples And Populations*, University Of Wisconsin Madison, September 8, 2011, Pp. 1.

dan benda-benda alam yang lain. Populasi juga bukan sekedar jumlah yang ada pada obyek/subyek yang dipelajari, tetapi meliputi seluruh karakteristik/sifat yang dimiliki oleh subyek atau obyek itu¹². Sedangkan Morissan mendefinisikan bahwa populasi adalah suatu kumpulan subyek, variabel, konsep atau fenomena¹³. Senada dengan pendapat di atas, bahwa Indriartono dan Supomo mendefinisikan bahwa populasi yaitu sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu¹⁴.

Jika diimplementasikan pada penelitian ini, populasi merupakan semua individu/unit variabel yang memiliki karakteristik tertentu dan memiliki makna ekonomi. Variabel yang diteliti dalam penelitian ini terdiri dari penerbitan sukuk negara, pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, tingkat kurs dan tingkat suku bunga acuan yang masing-masing memiliki karakteristik serta makna ekonomi.

Jika dikaitkan dengan data dan sumber data bahwa penelitian ini menggunakan data panel serta sumber data sekunder, maka data penelitian ini yaitu data variabel-variabel penelitian untuk negara Indonesia, Malaysia dan Brunei

¹² Sugiyono, *Metode Penelitian*, Hlm. 110.

¹³ Morissan, *Metode Penelitian Survei*, Jakarta: Prenadamedia Group, 2012, Hlm. 109.

¹⁴ Nur Indriantoro Dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian*, Hlm. 115.

Darussalam dalam kurun waktu tahun 1996 sampai dengan tahun 2014 menggunakan data tahunan (*annual*).

2. Sampel

Sampel adalah bagian dari individu-individu dalam suatu populasi¹⁵. Sampel juga merupakan bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut¹⁶. Morissan mendefinisikan bahwa sampel adalah bagian dari populasi yang mewakili keseluruhan anggota populasi yang bersifat representatif¹⁷. Sedangkan Indriantoro dan Supomo mendefinisikan, bahwa sampel merupakan kegiatan meneliti sebagian dari elemen-elemen populasi (disebut dengan penelitian sampel). Lawan dari penelitian sampel yaitu penelitian sensus dimana peneliti dapat meneliti seluruh elemen populasi¹⁸.

Berdasar teori di atas dan jika diimplementasikan pada penelitian ini maka secara teknis penelitian ini termasuk penelitian sampel. Alasan pemilihan penelitian sampel diperluas berdasar rekomendasi Indriantoro dan Supomo, bahwa ada beberapa faktor yang menjadi alasan peneliti melakukan penelitian sampel daripada sensus diantaranya

¹⁵ Bret Hanlon And Bret Larget, *Samples And*, Pp. 1.

¹⁶ Sugiyono, *Metode Penelitian*, Hlm. 120.

¹⁷ Morissan, *Metode Penelitian*, Hlm. 109.

¹⁸ Nur Indriantoro Dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian*, Hlm. 115.

karena kualitas data yang dihasilkan oleh penelitian sampel sering lebih baik dibandingkan dengan hasil sensus¹⁹. Telah dijelaskan bahwa data awal penelitian yaitu tahun 1996 merupakan tahun dimana Malaysia pertama kali menerbitkan sukuk negara. Namun karena Brunei Darussalam menerbitkan sukuk negara pada tahun 2006 dan Indonesia pada tahun 2008 maka penelitian ini mengambil sampel yaitu data variabel-variabel penelitian yang dipublikasikan oleh instansi terkait mulai tahun 2008 sampai dengan tahun 2014 (dengan pertimbangan ketersediaan data atau *available data*).

3. Teknik Sampling

Teknik sampling disebut juga *sampling methods* atau metode pemilihan sampel. Ada banyak cara yang dapat digunakan untuk memilih sampel. Metode-metode pemilihan sampel secara garis besar dikelompokkan menjadi dua: metode pemilihan sampel probabilitas dan metode pemilihan sampel non probabilitas²⁰. Metode pemilihan sampel probabilitas (*probability sampling methods*) atau metode pemilihan sampel secara acak (*randomly sampling method*), yaitu terdiri atas metode-metode: *simple random sampling*, *systematic sampling*, *stratified random sampling*, *cluster sampling* dan *area sampling*. Metode pemilihan sampel non probabilitas (*non-probability*

¹⁹ Ibid, Hlm. 116.

²⁰ Ibid, Hlm. 120.

sampling methods) atau metode pemilihan sampel secara tidak acak (*non-randomly sampling method*), yang terdiri atas metode-metode: *convenience sampling* dan *purposive sampling* (yang terdiri dari *judgment sampling* dan *quota sampling*).

Berdasar teori di atas dapat dikemukakan bahwa untuk penelitian ini metode pemilihan sampel yang digunakan yaitu metode pemilihan sampel bertujuan (*purposive sampling*) jenis *judgment sampling*. Indriantoro dan Supomo menjelaskan *judgment sampling* (pemilihan sampel berdasarkan pertimbangan) merupakan tipe pemilihan sampel secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu (umumnya disesuaikan dengan tujuan atau masalah penelitian). Elemen populasi yang dipilih sebagai sampel dibatasi pada elemen-elemen yang dapat memberikan informasi berdasarkan pertimbangan²¹. Pertimbangan yang digunakan yaitu: (1) ketersediaan data pada masing-masing negara setiap tahunnya; (2) data bersifat numerik; (3) data merupakan hasil publikasi oleh lembaga/instansi terkait pada masing-masing negara serta (4) instansi tersebut merepresentasikan lembaga yang secara kelembagaan bertanggung jawab terhadap negara atas informasi/dokumen yang dipublikasikannya.

²¹ Ibid, Hlm. 131.

D. Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data penelitian ini menggunakan teknik Reviuw Dokumen. Metode reviuw dokumen banyak digunakan dalam tahap-tahap audit kinerja²² dan mengingat sumber data utama penelitian ini yaitu data sekunder maka penelitian ini termasuk pada penelitian arsip. Indriantoro dan Supomo menjelaskan, metode penelitian yang umumnya menggunakan data sekunder adalah penelitian arsip (*archival research*) yang memuat kejadian masa lalu (historis)²³.

Hasil reviuw dokumen atau arsip mengenai indikator makro ekonomi yaitu pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, tingkat kurs dan tingkat suku bunga acuan dan penerbitan sukuk negara ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang kondisi atau fakta terkait fundamental ekonomi Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2014. Disamping pengungkapan fakta ekonomi, penelitian ini juga diarahkan untuk menyusun model yang menunjukkan hubungan dua variabel atau lebih yang dalam hal ini menggunakan alat analisis regresi data panel.

²² Pusat Pendidikan Dan Pelatihan Pengawasan Badan Pengawasan Keuangan Dan Pembangunan, *Pengumpulan & Pengolahan Data*, Kerjasama Pusdiklat Pengawasan Dengan Deputi Akuntan Negara, 2007.

²³ Nur Indriantoro Dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian*, Hlm. 147.

E. Teknik Analisis Data

Berdasar rumusan masalah, alat analisis data penelitian ini yaitu regresi linear berganda dengan menggunakan data panel atau disebut juga dengan model regresi data panel yang mengintegrasikan data *time series* dan *cross section*. Silalahi, et al menjelaskan, data panel merupakan gabungan dari data *cross section* dan data *time series*, sehingga jumlah pengamatan menjadi sangat banyak. Hal ini bisa merupakan keuntungan tetapi model yang menggunakan data ini menjadi lebih kompleks (parameternya banyak). Oleh karena itu diperlukan teknik tersendiri dalam mengatasi model yang menggunakan data panel²⁴. Teori yang lain, bahwa data panel adalah data yang merupakan hasil dari pengamatan pada beberapa individu atau (unit *cross-sectional*) yang merupakan masing-masing diamati dalam beberapa periode waktu yang berurutan (unit waktu)²⁵.

Sedangkan Winarno menyebutkan, berdasarkan strukturnya, data ada dua jenis, yaitu data seksi silang (*cross section*) dengan data runtut waktu (*time series*). Data seksi silang terdiri atas beberapa atau banyak objek, atau disebut observasi. Data runtut waktu biasanya meliputi satu objek tetapi meliputi

²⁴ Doni Silalahi, Rachmad Sitepu, Gim Tarigan, Analisis Ketahanan Pangan Provinsi Sumatera Utara Dengan Metode Regresi Data Panel, *Saintia Matematika*, Vol. 02, No. 03 (2014), hlm. 239.

²⁵ Badi H. Baltagi, *Econometrics Analysis of Panel Data* (3 rd ed). Chicester, England: John Wiley & Sons Ltd., 2005.

beberapa periode. Gabungan data seksi silang (*cross section*) dan data runtut waktu (*time series*) akan membentuk data panel dan data *pool* yang sebenarnya sama saja²⁶.

Analisis regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan tahapan-tahapan sebagaimana teori yang dikemukakan oleh Winarno yaitu: (1) uji asumsi model; (2) uji model regresi *common effect* (CE); (3) uji model regresi *fixed effect* (FE); (4) memilih model; (5) analisis regresi serta (6) uji kecocokan²⁷. Berikut ini penjelasan dari keenam tahapan regresi data panel.

Pertama, Asumsi Model. Analisis regresi memerlukan dipenuhinya berbagai asumsi agar model dapat digunakan sebagai alat prediksi yang baik. Namun tidak jarang peneliti menghadapi masalah dalam modelnya. Berbagai masalah yang sering dijumpai dalam analisis regresi yaitu: multikolinieritas, heteroskedastisitas, autokorelasi dan normalitas. Multikolinieritas adalah kondisi adanya hubungan linier antarvariabel independen. Heteroskedastisitas berarti ada varian variabel pada model regresi yang tidak sama (konstan). Otokorelasi adalah hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya. Normalitas dilakukan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandarisasi pada

²⁶ Wing Wahyu Winarno, *Analisis Ekonometrika Dan Statistika Dengan Eviews*, Yogyakarta: STIM YKPN, 2011, Hlm. 9.1.

²⁷ Ibid, Hlm. 4.8-10.13

model regresi berdistribusi normal atau tidak. Namun demikian, pada regresi data panel tidak semua uji asumsi klasik yang ada pada metode OLS dipakai, hanya multikolinieritas dan heteroskedastisitas saja yang diperlukan sebagaimana direkomendasikan oleh Iqbal²⁸. Uji multikolinieritas dapat dideteksi menggunakan uji *Pair Wise Correlation*, sedangkan heteroskedastisitas dideteksi dengan Metode Park.

Multikolinier dan outlier merupakan kasus yang sering terjadi ketika membuat pemodelan menggunakan regresi. Multikolinier menyebabkan kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel respon. Sementara outlier menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi normalitas dalam regresi. Dengan menggunakan transformasi logaritma natural dan *partial least squares* diperoleh model yang nilai *variance inflation factor* kurang dari sepuluh dan sudah dapat mengatasi adanya outlier²⁹.

Kedua, Uji Model Regresi *Common Effect* (CE). Model *common effect* (CE) disebut juga dengan *Pooled Least Square*. *Pooled Least Square* merupakan metode regresi yang

²⁸ Muhammad Iqbal, Regresi Data Panel (2) "Tahap Analisis", <https://dosen.perbanas.id/regresi-data-panel-2-tahap-analisis/>, 2015.

²⁹ Margaretha Ohlyver, Penerapan Metode Transformasi Logaritma Natural dan Partial Least Squares untuk Memperoleh Model Bebas Multikolinier dan Outlier, Jurnal Mat Stat, Vol. 13 No. 1 Januari 2013, hlm. 42.

mengestimasi data panel dengan *Ordinary Least Square*. Ketiga, Uji Model Regresi *Fixed Effect* (FE). Model *fixed effect* (FE) merupakan suatu model yang dapat menunjukkan perbedaan konstanta antar objek. Keempat, Memilih Model. Keputusan untuk memilih model terbaik dilakukan menggunakan beberapa jenis estimasi yaitu: F Test (*Chow Test*), *Hausman Test* dan *Langrangge Multiplier* (LM) *Test*. Penelitian ini menggunakan F Test (*Chow Test*) dalam menguji pemilihan model yang paling tepat/sesuai dengan tujuan penelitian.

Kelima, Analisis Data Statistik dengan Data Panel. Analisis statistika pada bagian ini yaitu statistika deskriptif, analisis akar unit, uji kointegrasi dan analisis regresi. Statistika deskriptif menghitung mean, median, maximum, minimum, standar deviasi, skewness, kurtosis, Jarque-Bera dan probability. Uji akar unit melalui *Unit Root Test* untuk mendeteksi stasioneritas data menggunakan beberapa cara yaitu: (1) *Levin, Lin & Chu t*; (2) *Im, Pesaran and Shin W-stat*; (3) *ADF - Fisher Chi-square* serta (4) *PP - Fisher Chi-square*. Pada penelitian ini untuk menguji stasioneritas data menggunakan *Levin, Lin & Chu t* (disingkat LLC) dengan pertimbangan bahwa signifikansi nilai probabilitas LLC penting untuk uji stasioneritas poolnya (secara keseluruhan yaitu N jumlah observasi dikali T jumlah periode waktu). Sedangkan uji kointegrasi merupakan salah satu metode untuk

mengindikasikan kemungkinan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang variabel dependen dan variabel independen. Analisis regresi digunakan untuk menilai pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen.

Mengingat satuan ukur masing-masing variabel terdapat perbedaan dan untuk kepentingan memperoleh pengetahuan mengenai kontribusi variabel bebas terhadap variabel terikat, maka persamaan regresi penelitian ini terlebih dahulu dilinearkan fungsinya dengan cara mentransformasikan persamaan ke dalam persamaan linear dengan menggunakan logaritma natural (ln).

Penggunaan logaritma natural ini didasarkan pada penelitian Ohyver, bahwa penggunaan transformasi logaritma natural didasarkan pada identifikasi awal. Berdasarkan identifikasi tersebut diketahui bahwa hanya dengan transformasi logaritma natural, asumsi normalitas untuk data yang digunakan menjadi terpenuhi³⁰. Sehingga persamaan regresi yang diuji dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\ln S U K U K_{i t} = \beta_0 + \beta_1 \ln P E_{i t} + \beta_2 \ln P P K_{i t} + \beta_3 \ln I N F_{i t} + \beta_4 \ln K U R S_{i t} + \beta_5 \ln S B A_{i t} + e_{i t}$$

³⁰ Margaretha Ohyver, Penerapan Metode, hlm. 45.

Keenam, Uji kecocokan model. untuk melakukan uji kecocokan model dalam penelitian ini menggunakan uji *goodness of fit*, yaitu dengan menghitung koefisien determinasi yang dilambangkan dengan R^2 . Nilai R^2 selalu berada diantara 0 dan 1. R^2 yang tinggi tidak selalu menunjukkan kualitas model sudah baik. Dalam analisis runtut waktu, yang biasanya semua variabel mengalami kenaikan seiring berjalannya waktu, nilai R^2 akan cenderung tinggi. Pada analisis seksi silang, nilai R^2 cenderung rendah.

Untuk mencapai ketepatan dalam proses perhitungan data-data penelitian, penelitian ini menggunakan software EViews. Software ini dipilih karena sangat relevan untuk menganalisis data-data makro ekonomi dan memiliki kemampuan dalam memilih model regresi khususnya regresi yang menggunakan data panel atau data longitudinal.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

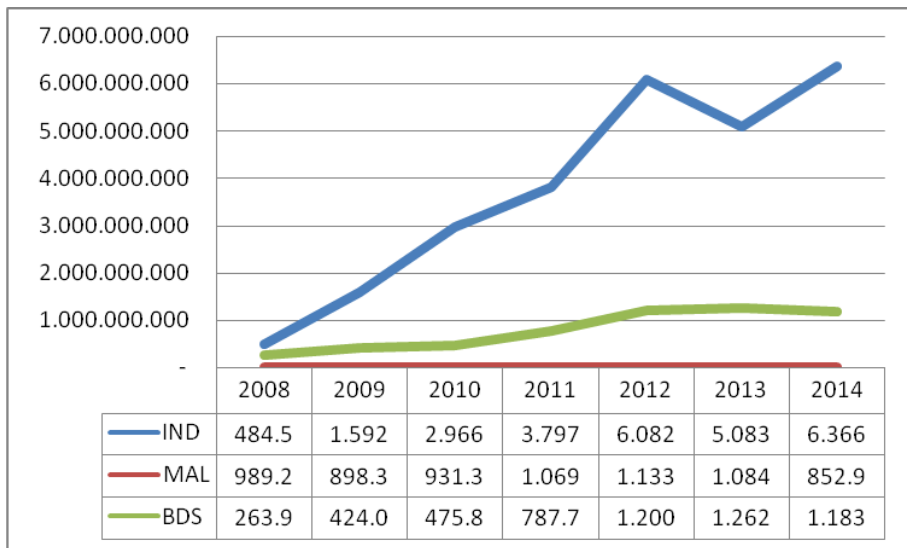
A. Hasil Penelitian

1. Deskripsi Penerbitan Sukuk

Berdasar hasil olah data dapat dikemukakan dalam kaitannya dengan penerbitan sukuk negara (SBSN) Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam periode tahun 2008 sampai dengan 2014. Gambar 4.1 di bawah ini merupakan perkembangan sukuk negara dalam satuan unit uang (US\$). Penerbitan sukuk negara di Indonesia lebih tinggi jika dibandingkan Malaysia dan Brunei Darussalam. Berdasar pengamatan, tingginya nilai sukuk negara di Indonesia ini tidak bisa dilepaskan oleh mayoritas masyarakat Indonesia yang beragama Islam dan jumlahnya banyak. Jumlah masyarakat muslim yang banyak ini menjadi kekuatan bagi

pemerintah Indonesia untuk menerbitkan sukuk negara yang kecenderungannya meningkat dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2014, sebagaimana dalam Gambar 4.1.

Gambar 4.1: Perkembangan SBSN dalam Milliar US\$



Sumber: Lampiran 1, Diolah (2016)

Gambar di atas dengan jelas memberikan penjelasan bahwa Indonesia merupakan negara terbesar dalam hal penerbitan sukuk negara di kawasan Asia Tenggara. Demikian halnya pada negara-negara anggota OKI di Asia Tenggara, Indonesia masih menduduki rangking pertama dalam hal nilai penerbitan sukuk negara. Dalam kaitannya dengan ekonomi Indonesia, Ryandini dalam studi empirisnya menemukan bahwa pembangunan ekonomi secara positif dipengaruhi oleh Obligasi Nasional dalam jangka pendek dan jangka panjang.

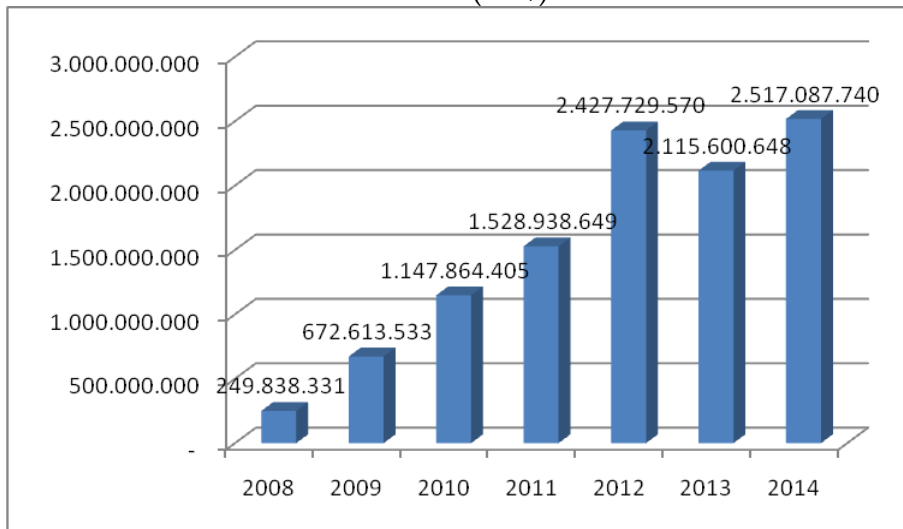
Tetapi, pembangunan ekonomi secara negatif dipengaruhi oleh Sukuk Nasional baik dalam jangka pendek dan jangka panjang¹.

Walaupun Malaysia sejak tahun 1996 dan Brunei Darussalam sejak tahun 2006, yang berarti lebih dahulu dalam menerbitkan sukuk negara, namun demikian Indonesia yang baru pada tahun 2008 menerbitkan sukuk negara mampu mengejar ketertinggalan. Prestasi Indonesia dalam penerbitan sukuk negara ini tidak bisa dilepaskan oleh jumlah penduduk yang banyak, animo masyarakat melakukan investasi pada sektor keuangan syariah yang tinggi, sektor-sektor yang ditawarkan oleh pemerintah banyak dan menguntungkan, disamping juga masyarakatnya yang mayoritas beragama Islam. Sedangkan secara rata-rata nilai penerbitan sukuk negara pada ketiga negara sebagaimana dalam gambar 4.2.

Kecenderungan rata-rata sukuk negara Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam mengalami peningkatan sampai dengan tahun 2012 sebagaimana dijelaskan pada gambar 4.2. Pada tahun 2013 mengalami penurunan, tetapi hanya dalam jangka pendek karena setahun kemudian yaitu tahun 2014 rata-rata sukuk negara mengalami kenaikan.

¹ Tya Ryandini, Pengaruh Dana Investasi Melalui Instrumen SUN dan SBSN Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia, *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, Vol. 6 No. 1, 2014, hlm. 73-84.

Gambar 4.2: Rata-rata Sukuk Negara Indonesia, Malaysia, Brunei (US\$)



Sumber: Lampiran 1, Diolah (2016)

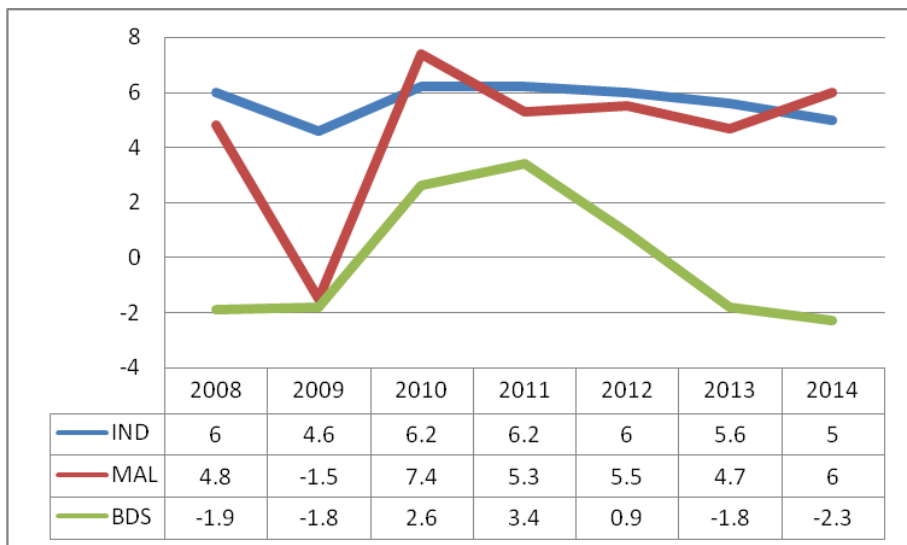
Disamping itu, secara umum penelitian ini juga menginformasikan bahwa dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2014 nilai rata-rata penerbitan sukuk negara Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sebesar US\$ 1.522.810.411 (Satu Milliar Lima Ratus Dua Puluh Dua Juta Delapan Ratus Sepuluh Ribu Empat Ratus Sebelas Dollar United States) yang dibuktikan dalam statistika deskriptif (*Mean*) sebagaimana dalam lampiran 2.

2. Deskripsi Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi menggambarkan prestasi ekonomi suatu negara dalam kurun waktu tertentu biasanya satu tahun. Pertumbuhan ekonomi juga menjelaskan tentang pertumbuhan

GDP pada sepanjang tahun tertentu. Berdasar hasil olah data statistika dapat dikemukakan bahwa nilai pertumbuhan ekonomi rata-rata Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam selama 7 tahun yaitu tahun 2008 sampai dengan 2014 sebesar 3,376%. Sedangkan perbandingan pertumbuhan ekonomi pada masing-masing negara dapat digambarkan dalam gambar di bawah ini.

Gambar 4.3: Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi (%)



Sumber: Lampiran 1, Diolah (2016)

Berdasar gambar 4.3 di atas dapat dijelaskan bahwa secara agregatif pertumbuhan ekonomi Indonesia lebih tinggi dibandingkan dengan Malaysia bahkan dengan Brunei Darussalam sekalipun. Namun demikian secara statistika terdapat persamaan jika didasarkan pada nilai tertinggi pertumbuhan ekonomi. Yaitu pertumbuhan ekonomi Indonesia

mencapai puncaknya pada tahun 2010 sebesar 6,2% dan konsisten pada tahun 2011.

Demikian halnya dengan Malaysia dimana pertumbuhan ekonomi tertinggi dicapai pada tahun 2010 yaitu sebesar 7,4%, dan tidak demikian halnya dengan Brunei Darussalam yang mencapai puncaknya pada tahun 2011 yaitu sebesar 3,4%. Brunei Darussalam. Secara umum di ketiga negara menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi mencapai titik terendah pada tahun 2009. Bahkan Malaysia dan Brunei Darussalam mencatatkan nilai pertumbuhan ekonomi yang negatif yaitu -1,5% (untuk Malaysia) dan -1,8% (untuk Brunei Darussalam), kemudian titik puncak pada tahun 2010/2011 dan turun pada tahun berikutnya.

Sesuatu yang unik terjadi pada tahun 2009, 2010 dan tahun 2014. Dimana pada tahun 2009 pertumbuhan ekonomi ketiga negara mengalami penurunan. Kemudian pada tahun 2010 pertumbuhan ekonomi ketiga negara mengalami peningkatan, dan cenderung turun pada sampai dengan tahun 2014 (kecuali Malaysia). Pertumbuhan ekonomi Malaysia pada tahun 2014 mengalami peningkatan di tengah penurunan pertumbuhan ekonomi Indonesia dan Brunei Darussalam.

Kajian statistika lainnya bahwa secara umum penelitian ini juga menginformasikan dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2014 nilai rata-rata pertumbuhan ekonomi

Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sebesar 3,376% yang dibuktikan dalam statistika deskriptif (*Mean*) sebagaimana dalam lampiran 2.

Hasil penelitian ini mendeskripsikan bahwa pada dekade 7 tahun terakhir yaitu tahun 2008 sampai dengan tahun 2014 Indonesia mencatatkan diri sebagai negara dengan pertumbuhan ekonomi tertinggi dibandingkan Malaysia dan Brunei Darussalam. Hal ini menunjukkan bahwa Indonesia menganut sistem ekonomi terbuka yang diukur oleh aktivitas perdagangan internasional sebagaimana dikemukakan oleh Suliswanto, bahwa meskipun secara peringkat keterbukaan ekonomi Indonesia menduduki peringkat 4 tetapi rata-rata pertumbuhan ekonomi selama 10 tahun terakhir pada peringkat 2 setelah Singapura. Hal ini disebabkan faktor domestik yang mampu menunjang pertumbuhan ekonomi di Indonesia, dalam arti lain tingkat ketergantungan di Indonesia lebih rendah jika dibandingkan dengan negara ASEAN-5 lainnya².

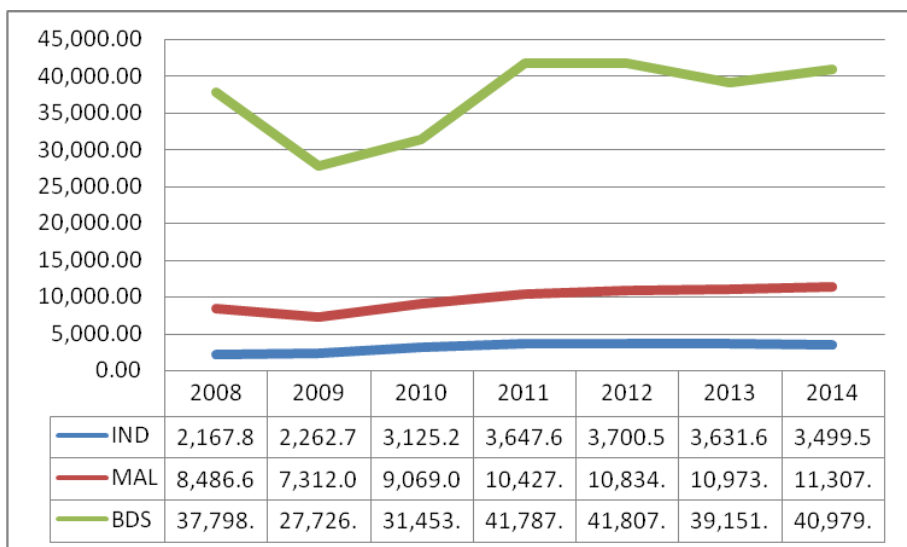
3. Deskripsi Pendapatan per Kapita

Pendapatan per kapita menunjukkan pendapatan rata-rata penduduk suatu negara pada tahun tertentu. Nilai pendapatan per kapita ini diperoleh dari perbandingan produk

² Muhammad Sri Wahyudi Suliswanto, Tingkat Keterbukaan Ekonomi di Negara ASEAN-5, *Neo-Bis.*, Vol. 10 No. 1, 2016, hlm. 33-48.

domestik bruto dengan jumlah penduduk. Semakin tinggi pendapatan per kapita maka secara teori kesejahteraan masyarakat juga mengalami peningkatan. Oleh karenanya pemerintah dengan kebijakan di bidang perekonomian selalu berorientasi pada peningkatan pendapatan per kapita sehingga diperoleh kesejahteraan masyarakat secara luas.

Gambar 4.4: Perkembangan Pendapatan per Kapita (US\$)



Sumber: Lampiran 1, Diolah (2016)

Berdasar pengolahan data, gambar 4.4 di atas menjelaskan perkembangan rata-rata pendapatan per kapita Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam selama 7 tahun yaitu tahun 2008 sampai dengan tahun 2014 yang diukur dalam satuan unit uang (US\$). Gambar di atas menginformasikan bahwa kinerja ekonomi berdasar rata-rata pendapatan per kapita Brunei

Darussalam lebih baik jika dibandingkan dengan Malaysia bahkan Indonesia.

Berbeda dengan penerbitan sukuk dan pertumbuhan ekonomi dimana Indonesia menduduki ranking pertama disusul Malaysia dan Brunei Darussalam, negara petro dollar di Asia Tenggara ini menunjukkan prestasinya dalam hal pencapaian pendapatan per kapita. Dalam konteks variabel ini, Indonesia justru berada pada posisi terbawah karena faktor pembanding yaitu jumlah penduduk yang banyak. Sehingga dengan tingkat produk domestik bruto tertentu, dan ketika jumlah penduduknya banyak maka pendapatan per kapita juga relatif kecil.

Sedangkan menurut analisis statistika lainnya yaitu *Mean*, bahwa nilai rata-rata pendapatan per kapita ketiga Negara yaitu Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam selama 7 tahun yaitu 2008 sampai dengan 2014 sebesar US\$ 16.721,41 (Enam Belas Ribu Tujuh Ratus Dua Puluh Satu Ribu Dollar *United States*).

4. Deskripsi Inflasi

Sebagai salah satu permasalahan, bahkan menjadi permasalahan paling penting pada sektor makro ekonomi di suatu negara, inflasi menjadi tolak ukur kemampuan dan daya beli masyarakat secara luas. Ketika inflasi meningkat dan jika

tidak diikuti oleh peningkatan pendapatan per kapita penduduk maka tentu akan merugikan pelaku usaha (perusahaan). Perusahaan merugi karena output produksinya tidak terserap oleh pasar, oleh karenanya diperlukan kebijakan untuk menstimulasi stabilitas perekonomian.

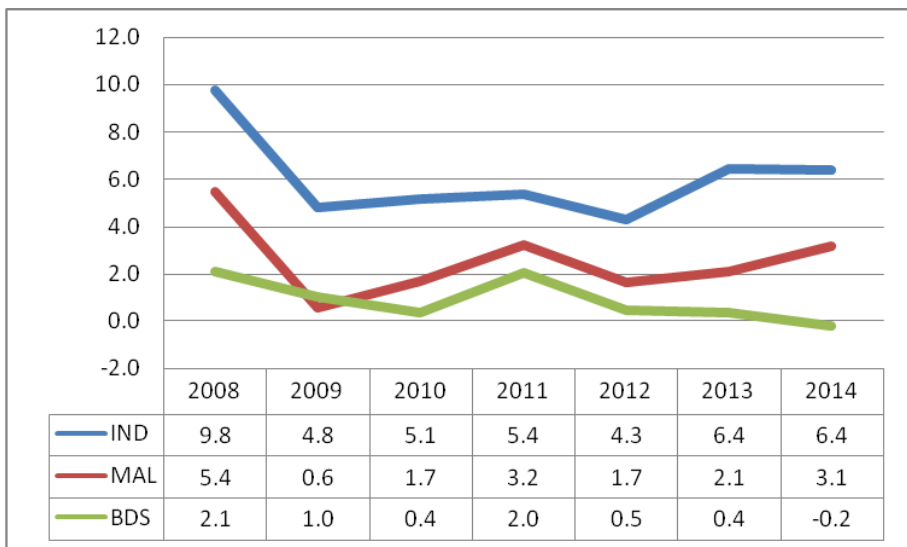
Kebijakan tersebut antara lain optimalisasi produksi dengan sistem padat karya, kemudahan bagi masyarakat untuk melakukan investasi, prasarana dan sarana yang berkualitas dan lain sebagainya. Kebijakan optimalisasi sistem padat karya misalnya dengan merekrut tenaga kerja setempat/lokal di lingkungan perusahaan baru dibangun. Kebijakan kemudahan bagi masyarakat melakukan investasi yaitu dengan memberikan kepastian hukum dan proses perizinan yang tidak berbelit-belit. Dan yang tidak kalah pentingnya yaitu kebijakan prasarana dan sarana yang berkualitas untuk menunjang investasi dalam negeri.

Inflasi yang meningkat sebenarnya juga menguntungkan perusahaan dari aspek pendapatan. Karena meningkatnya harga, berarti total pendapatan juga mengalami peningkatan (dengan asumsi kuantitas produk yang diminta konsumen tetap). Namun jika peningkatan inflasi tidak diikuti oleh meningkatnya alokasi upah karyawan maka daya beli masyarakat konsumen rendah dan tentunya tidak terdapat

permintaan potensial. Atau, output produksi perusahaan tidak terserap oleh pasar sehingga total pendapatan perusahaan.

Oleh karenanya inflasi pada titik tertentu dibutuhkan, dengan catatan masih dalam kontrol pemerintah dan tidak lebih dari 10% per tahun (Inflasi ringan di bawah 10% setahun) sebagaimana dikemukakan Boediono³ dan Waluyo⁴.

Gambar 4.5: Perkembangan Inflasi (%)



Sumber: Lampiran 1, Diolah (2016)

Berdasar gambar 4.5, tingkat inflasi di Brunei Darussalam dan Malaysia sangat terkendali karena jauh di bawah 10% per tahun. Bahkan pada tahun 2010, 2011 sampai dengan 2014 Brunei Darussalam mengalami deflasi. Dalam ekonomi, deflasi

³ Boediono, *Ekonomi Moneter*, Yogyakarta: BPFE, 1998, hlm. 162.

⁴ Dwi Eko Waluyo, *Ekonomika Makro*, Malang: Universitas Muhammadiyah Malang, 2007, hlm. 172

adalah adalah suatu periode di mana harga secara umum jatuh dan nilai uang bertambah. Deflasi adalah kebalikan dari inflasi. Bila inflasi terjadi akibat banyaknya jumlah uang yang beredar di masyarakat, maka deflasi terjadi karena kurangnya jumlah uang yang beredar. Dengan kata lain, inflasi sepertinya telah menjadi musuh besar yang oleh suatu negara selalu dihindari. Kenaikan harga barang dianggap memperburuk kondisi perekonomian. Sebaliknya penurunan harga barang atau deflasi adalah kabar baik.

Namun demikian nilai inflasi rata-rata Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam dalam kurun waktu pengamatan yaitu tahun 2008 sampai dengan 2014 aman dan terkendali pada angka 3,15%.

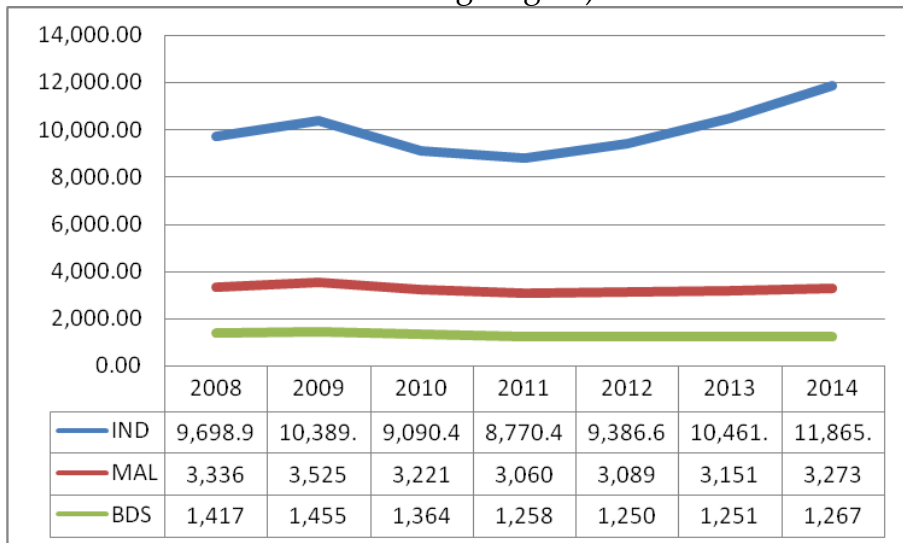
5. Deskripsi Kurs

Kurs (*exchange rates*) valuta asing merupakan nilai tukar atau harga sebuah mata uang dari satu negara (misalnya rupiah Indonesia) yang diukur atau dinyatakan dalam mata uang lainnya (*Dollar United States*). Sistem kurs ini menjadi penting dalam ilmu ekonomi karena dalam sistem ekonomi terbuka suatu negara melakukan kegiatan atau interaksi luar negeri dalam bentuk perdagangan internasional. Secara ekonomi kurs dibedakan menjadi dua yaitu: kurs nominal dan kurs nyata atau kurs riil. Menurut penelitian Erjavec, *et al*,

guncangan dalam ekonomi makro pada sekelompok negara-negara Eropa Timur (CEE) berdampak pada guncangan nilai tukar baik nominal maupun riil atau nyata⁵.

Kurs dalam penelitian ini diproxy oleh kurs riil atau kurs nyata dengan pertimbangan bahwa nilai tukar riil suatu negara akan berpengaruh pada kondisi perekonomian makro suatu negara khususnya dengan ekspor netto atau neraca perdagangan. Gambar 4.6 menjelaskan pergerakan kurs Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam tahun 2008 sampai dengan 2014 (dalam kurun waktu 7 tahun pengamatan).

Gambar 4.6: Nilai Kurs (dalam Satuan Unit Uang Masing-masing Negara)



Sumber: Lampiran 1, Diolah (2016)

⁵ *Nataša Erjavec, Boris Cota, Saša Jakšić*, Monetary Shocks And Real Exchange Rate Fluctuations in CEE Countries, *Croatian Operational Research Review*, 2012;3(1)300-309.

Berdasar gambar 4.6 bahwa rupiah memiliki nilai tukar terhadap Dollar United States paling rendah dibandingkan dengan mata uang lainnya. Sementara Brunei Dollar memiliki nilai tukar terhadap Dollar United States yang paling kuat dibanding mata uang rupiah dan ringgit.

Lebih jauh Harahap dalam studinya menjelaskan bahwa depresiasi nilai tukar rupiah yang disebabkan oleh krisis nilai tukar tahun 1997/1998 telah menyebabkan para pengusaha mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban luar negeri yang jatuh tempo dan untuk mengimpor bahan baku yang diperlukannya. Nilai tukar efektif riil atau *Real Effective Exchange Rate* (REER) berpengaruh negatif terhadap krisis nilai tukar, sedangkan pertumbuhan impor berpengaruh positif terhadap krisis nilai tukar Indonesia⁶.

Implementasinya dalam penelitian ini, jika terjadi apresiasi nilai mata uang suatu negara maka akan memudahkan negara tersebut dalam melakukan kegiatan perdagangan luar negeri khususnya impor. Sedangkan menurut analisis statistika deskriptif dapat dijelaskan bahwa nilai rata-rata kurs rupiah, ringgit dan dollar Brunei dalam kurun waktu 7 tahun yaitu tahun 2008 sampai dengan 2014 sebesar 4.837.

⁶ Siti Romida Harahap, Deteksi Dini Krisis Nilai Tukar Indonesia: Identifikasi Variabel Makro Ekonomi, *JEJAK: Jurnal Ekonomi dan Kebijakan*, Vol. 6 No. 1, 2015, 17-28.

6. Deskripsi Suku Bunga Acuan

Variabel bebas yang terakhir atau yang ke 5 penelitian ini yaitu suku bunga acuan yang kalau di Indonesia disebut BI rate. Tingkat suku bunga acuan ditentukan oleh bank sentral pada masing-masing negara, yang keberadaannya sangat menentukan untuk terwujudnya percepatan perkembangan perekonomian. Perkembangan perekonomian ini tentu tidak bisa dilepaskan dari faktor investasi, sedangkan investasi sangat ditentukan oleh tingkat suku bunga.

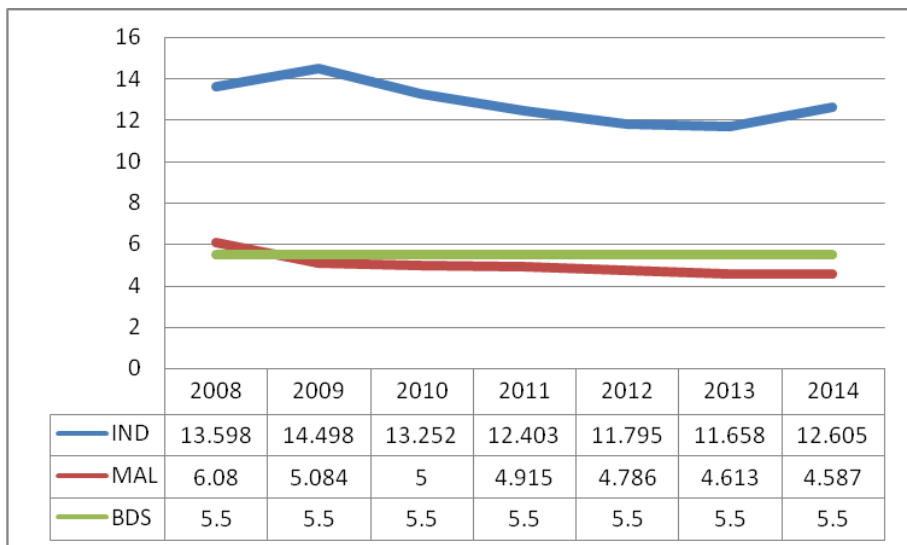
Studi Sihono dan Yusof menjelaskan, terjadinya peningkatan investasi di awal 2012 seiring dengan pembangunan infrastruktur dan penurunan BI rate sehingga memberikan iklim yang kondusif dan persepsi positif bagi investor⁷. Berdasar penelitian Sihono dan Yusof dapat diperluas bahwa pembangunan infrastruktur dan penurunan BI rate dapat mendorong peningkatan investasi, karena investor memiliki persepsi positif pada iklim ekonomi yang kondusif.

Berangkat dari pengamatan pada negara-negara anggota Organisasi Kerjasama Islam di ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam dapat dikemukakan bahwa tingkat suku bunga acuan yang tertinggi adalah Indonesia

⁷ Teguh Sihono dan Rohaila Yusof, Bauran Kebijakan Moneter dan Makroprudensial Bank Indonesia Semenjak Maret 2011 Hingga Maret 2012, *Jurnal Economia*, Vol. 8 No. 1, 2012, hlm. 97-115.

disusul Brunei Darussalam dan yang terendah yaitu Malaysia. Tingginya suku bunga acuan ini perimplikasi pada rendahnya pendapatan per kapita Indonesia sebagaimana pada gambar 4.4. Sedangkan rendahnya suku bunga acuan secara praktis akan meningkatkan pendapatan per kapita seperti yang dialami oleh Malaysia dan Brunei Darussalam.

Gambar 4.7: Suku Bunga Acuan (%)



Sumber: Lampiran 1, Diolah (2016)

Secara rata-rata dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan tahun 2014 tingkat suku bunga acuan Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sebesar 7,78%.

7. Uji Asumsi Model Multikolinearitas

Uji asumsi multikolinearitas sangat penting dilakukan pada regresi data panel. Untuk mendeteksi terjadinya

multikolinearitas dalam penelitian ini menggunakan nilai *Pair-Wise Correlation* antar variabel bebas. Jika nilai koefisien korelasi antar masing-masing variabel bebas tidak lebih dari 0,7 maka model tersebut tidak mengandung gejala multikolinearitas. Sedangkan untuk menguji gejala multikolinearitas dengan melihat nilai *Pair Wise Correlation* antar variabel bebas.

Tabel 4.1: Uji Multikolinearitas
Coefficient Correlations^a

Model		SBA	PE	PpK	INF	Kurs
Correlations	SBA	1.000	.116	-.559	-.243	-.902
	PE	.116	1.000	.375	-.317	-.032
	PpK	-.559	.375	1.000	.123	.676
	INF	-.243	-.317	.123	1.000	-.056
	Kurs	-.902	-.032	.676	-.056	1.000

a. Dependent Variable: Penerbitan Sukuk

Sumber: Lampiran 3

Berdasar tabel di atas dapat dijelaskan bahwa melihat nilai koefisien *Pair Wise Correlation* antar variabel bebas yang lebih kecil dari 0,7, maka dapat dijelaskan bahwa model regresi yang terbentuk tidak mengalami gejala multikolinearitas. Tabel di bawah ini merupakan kesimpulan uji *Pair Wise Correlation* antar masing-masing variabel bebas dan semuanya lebih kecil dari 0,7 (terhindar dari masalah multikolinearitas).

Tabel 4.2: Kesimpulan Uji Multikolinearitas

Variabel		Coefficient Correlations
PE	PpK	.375
	INF	-.317
	Kurs	-.032
	SBA	.116
PpK	INF	.123
	Kurs	.676
	SBA	-.559
INF	Kurs	-.056
	SBA	-.243
Kurs	SBA	-.902

Sumber: Lampiran 3

8. Uji Asumsi Model Heteroskedastisitas

Selain terbebas dari asumsi model multikolinearitas, penelitian ini juga melakukan uji model heteroskedastisitas. Uji model heteroskedastisitas yang dipilih dalam penelitian ini yaitu menggunakan Metode Park. Ketentuan yang digunakan dalam metode Park, bahwa gejala heteroskedastisitas yang ditunjukkan oleh koefisien regresi dari logaritma natural (disingkat ln) masing-masing variabel bebas terhadap nilai ln residual kuadrat $\ln U^2$. Keputusannya jika nilai probabilitas lebih besar dari nilai alphanya (atau $\text{Sig} > \alpha$) maka keputusan statistika dapat dipastikan model tidak mengandung gejala heteroskedastisitas. Tabel 4.3 berikut ini merupakan hasil uji model heteroskedastisitas variabel-variabel bebas yang telah di ln-kan menggunakan software SPSS.

Tabel 4.3: Uji Heteroskedastisitas

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	201.161	74.293		2.708	.022
1 InPE	.075	2.819	.013	.027	.979
InPPK	-8.327	3.968	-2.734	-2.099	.062
InINF	.941	1.653	.291	.570	.582
InKURS	-10.888	5.194	-2.951	-2.096	.062
InSBA	1.480	4.066	.235	.364	.723

a. Dependent Variable: lnU2

Sumber: Lampiran 3

Berdasar tabel di atas, dapat diterjemahkan bahwa pada model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas. Hal ini dikarenakan nilai Sig. variabel lnPE sebesar $0,979 > 0,05$, Sig. variabel lnPPK sebesar $0,062 > 0,05$, Sig. variabel lnINF sebesar $0,582 > 0,05$, Sig. variabel lnKURS sebesar $0,062 > 0,05$ dan Sig. variabel lnSBA sebesar $0,723 > 0,05$.

9. Uji Model Regresi *Common Effect*

Uji model regresi menggunakan pendekatan *common effect* digunakan ketika data sudah dalam kondisi terbebas dari masalah-masalah asumsi klasik yaitu multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Berdasar pengamatan dan hasil pengolahan data menunjukkan bahwa data secara statistika sudah terbebas dari asumsi klasik tersebut. Sedangkan uji model regresi *common effect* merupakan salah satu cara yang digunakan untuk melakukan estimasi (pembuatan) model regresi dalam data

panel. Berikut ini disajikan hasil pengujian regresi data panel menggunakan software EViews menggunakan pendekatan *common effect*.

Tabel 4.4: Hasil Uji Estimasi Model Regresi Data Panel
(Common Effect)

Dependent Variable: LOG(SUKUK)
Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(PE)	0.640692	0.431827	1.483677	0.1687
LOG(PPK)	6.980886	0.607795	11.48559	0.0000
LOG(INF)	-0.895423	0.253136	-3.537319	0.0054
LOG(KURS)	4.895480	0.795545	6.153616	0.0001
LOG(SBA)	12.00188	0.622860	19.26898	0.0000
C	-109.4870	11.37978	-9.621182	0.0000
R-squared	0.991574	Mean dependent var		18.55027
Adjusted R-squared	0.987361	S.D. dependent var		3.864731
S.E. of regression	0.434485	Akaike info criterion		1.450687
Sum squared resid	1.887774	Schwarz criterion		1.740407
Log likelihood	-5.605492	Hannan-Quinn criter.		1.465523
F-statistic	235.3613	Durbin-Watson stat		1.621298
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Lampiran 4

Berdasar tabel 4.4 dapat dikemukakan model regresi data panel menggunakan pendekatan *common effect* sebagai berikut:

$$\ln \text{SUKUK}_{it} = -109,487 + 0,6407 \ln \text{PE}_{it} + 6,9809 \ln \text{PPK}_{it} - 0,8954 \ln \text{INF}_{it} + 4,8955 \ln \text{KURS}_{it} + 12,0018 \ln \text{SBA}_{it} + e_{it}$$

Persamaan di atas secara umum menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara. Demikian halnya dengan pendapatan per kapita, kurs dan suku bunga acuan yang secara statistika

memiliki kontribusi positif terhadap pertumbuhan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam. Sedangkan kontribusi negatif terhadap penerbitan sukuk negara ditunjukkan oleh variabel inflasi.

10. Uji Model Regresi *Fixed Effect*

Disamping uji model regresi data panel *common effect*, penelitian ini juga melakukan uji model regresi data panel menggunakan pendekatan *fixed effect* untuk mengestimasi model. Tabel di bawah ini merupakan hasil uji regresi data panel menggunakan pendekatan *fixed effect*.

Tabel 4.5: Hasil Uji Estimasi Model Regresi Data Panel (*Fixed Effect*)

Dependent Variable: LOG(SUKUK)
Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(PE)	0.180232	0.209723	0.859384	0.4151
LOG(PPK)	4.931854	0.508048	9.707459	0.0000
LOG(INF)	-0.492644	0.136910	-3.598314	0.0070
LOG(KURS)	2.360255	0.750140	3.146420	0.0137
LOG(SBA)	5.448262	1.213267	4.490570	0.0020
C	-56.24773	9.899904	-5.681644	0.0005
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.998601	Mean dependent var	18.55027	
Adjusted R-squared	0.997377	S.D. dependent var	3.864731	
S.E. of regression	0.197939	Akaike info criterion	-0.094863	
Sum squared resid	0.313439	Schwarz criterion	0.291431	
Log likelihood	8.758905	Hannan-Quinn criter.	-0.075082	
F-statistic	815.7576	Durbin-Watson stat	2.193624	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Lampiran 5

Berdasar tabel 4.5 dapat dikemukakan model regresi data panel menggunakan pendekatan *fixed effect* sebagai berikut:

$$\ln\text{SUKUK}_{it} = - 56,2477 + 0,1802 \ln\text{PE}_{it} + 4,9318 \ln\text{PPK}_{it} - 0,4926 \\ \ln\text{INF}_{it} + 2,3603 \ln\text{KURS}_{it} + 5,4483 \ln\text{SBA}_{it} + e_{it}$$

Persamaan di atas secara umum menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara. Demikian halnya dengan pendapatan per kapita, kurs dan suku bunga acuan yang secara statistika memiliki kontribusi positif terhadap pertumbuhan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam. Sedangkan kontribusi negatif terhadap penerbitan sukuk negara ditunjukkan oleh variabel inflasi.

11. Pemilihan Model dengan *F Test (Chow Test)*

Setelah dilakukan uji estimasi model regresi data panel menggunakan pendekatan *common effect* dan *fixed effect*, langkah selanjutnya dilakukan pemilihan model yang direkomendasikan secara statistika. Pengujian pemilihan model dalam penelitian ini menggunakan teknik *F Test (Chow Test)*. Berikut ini disajikan hasil pengujian pemilihan model dalam penelitian ini menggunakan teknik *F Test (Chow Test)*.

Tabel 4.6: Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel dengan *F Test (Chow Test)*

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	20.091137	(2,8)	0.0008
Cross-section Chi-square	28.728794	2	0.0000

Sumber: Lampiran 6

Berdasar tabel di atas (tabel 4.6) terlihat bahwa nilai *Prob. Cross-section F* sebesar 0,0008 yang nilainya $< 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan dengan model *Common Effect*.

12. Analisis Regresi

Berdasar bentuk rumusan masalah dan tujuan penelitian, dibutuhkan alat analisis yang dapat menjawab dengan tepat sesuai dengan kaidah statistika. Rumusan permasalahan umum penelitian ini yaitu: "Bagaimana pengaruh stabilitas ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?". Sedangkan rumusan permasalahan khusus penelitian ini yaitu: (1) Bagaimana pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?; (2) Bagaimana pengaruh pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?; (3)

Bagaimana pengaruh inflasi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?; (4) Bagaimana pengaruh tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam? Serta (5) Bagaimana negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam?.

Untuk menjawab rumusan masalah dan berdasar hasil uji *F Test (Chow Test)* maka direkomendasikan untuk memilih model terbaik yaitu menggunakan model *Fixed Effect* sebagaimana pada tabel 4.6. Keputusan memilih pendekatan atau model ini didasarkan pada hasil pengujian bahwa nilai *Prob. Cross-section F* sebesar 0,0008 yang nilainya $< 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang terbaik menggunakan *Fixed Effect*.

Asumsi yang digunakan dalam penelitian ini bahwa atau memberikan simbol logaritma natural (\ln) pada setiap variabel. Perubahan dalam bentuk \ln ini dimaksudkan untuk beberapa tujuan, seperti merubah satuan variabel dari satuan unit uang model dari masalah heteroskedastisitas. Pemberian \ln pada model bukan merupakan suatu keharusan, melainkan pilihan, jadi boleh saja variabelnya tidak di- \ln -kan. Hanya saja, karena penelitian ini menguji pengaruh antar variabel sehingga diketahui kontribusi masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat yaitu penerbitan sukuk negara, maka menggunakan model \ln pada model *Fixed Effect*.

Berdasar tabel 4.6 dapat dikemukakan bahwa variabel terikat penelitian yaitu sukuk, dan variabel bebasnya yaitu: pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, kurs dan suku bunga acuan. Untuk analisis statistika lanjutan sebagaimana dikemukakan pada bab III, bahwa persamaan regresi penelitian ini terlebih dahulu dilinearakan fungsinya dengan cara mentransformasikan persamaan ke dalam persamaan linear dengan menggunakan logaritma natural (ln).

Hasil olah data sekunder menggunakan EViews 8 dapat dikemukakan persamaan regresi dalam bentuk ln berikut ini.

$$\ln SUKUK_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln PE_{it} + \beta_2 \ln PPK_{it} - \beta_3 \ln INF_{it} + \beta_4 \ln KURS_{it} + \beta_5 \ln SBA_{it} + e_{it}$$

atau

$$\ln SUKUK_{it} = -56,2477 + 0,1802 \ln PE_{it} + 4,9319 \ln PPK_{it} - 0,4926 \ln INF_{it} + 2,3603 \ln KURS_{it} + 5,4483 \ln SBA_{it} + e_{it}$$

Persamaan regresi logaritma natural di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. Nilai penerbitan sukuk negara sebesar $\beta_0 = -56,2477$, yaitu merupakan intercept yang merupakan nilai penerbitan sukuk negara (disebut juga variabel terikat) pada saat nilai prediktor (disebut juga variabel bebas yaitu pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, kurs dan suku bunga acuan) sebesar nol.

- b. Nilai β_{1-5} yaitu koefisien regresi jika hanya ada satu prediktor, dan koefisien regresi parsial jika terdapat lebih dari satu prediktor. Oleh karena penelitian ini menggunakan lebih dari satu prediktor atau variabel bebas maka disebut dengan koefisien regresi parsial.

Nilai ini juga mewakili koefisien regresi baku (*standardized*) dan koefisien regresi tidak baku (*unstandardized*). Koefisien regresi ini merupakan jumlah perubahan yang terjadi pada Y yang disebabkan oleh perubahan nilai X. Untuk menghitung perubahan ini dapat dilakukan dengan cara mengkalikan nilai prediktor sebenarnya (observasi) untuk kasus (data) tertentu dengan koefisien regresi prediktor tersebut.

- c. Berdasar hasil pengolahan data dapat dikemukakan bahwa nilai β_1 untuk prediktor atau variabel bebas pertumbuhan ekonomi sebesar 0,1802. Nilai ini mengandung pengertian bahwa jika pertumbuhan ekonomi berubah sebesar 1% maka akan berimplikasi terhadap perubahan penerbitan sukuk negara sebesar 0,1802. Sedangkan notasi positif pada koefisien pertumbuhan ekonomi mencerminkan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara, yaitu jika pertumbuhan ekonomi meningkat maka penerbitan sukuk negara

kecenderungannya juga mengalami peningkatan (variabel-variabel yang lain diasumsikan konstan).

- d. Nilai β_2 untuk prediktor atau variabel bebas pendapatan per kapita berdasar hasil pengolahan data sebesar 4,9319. Nilai ini mengandung pengertian bahwa jika pendapatan per kapita berubah sebesar US\$ 1 maka akan berimplikasi terhadap perubahan penerbitan sukuk negara sebesar 4,9319. Notasi positif pada koefisien pendapatan per kapita mencerminkan bahwa pendapatan per kapita memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara, yaitu jika pendapatan per kapita meningkat maka penerbitan sukuk negara kecenderungannya juga mengalami peningkatan (variabel-variabel yang lain diasumsikan konstan).
- e. Berdasar hasil pengolahan data dapat dikemukakan bahwa nilai β_3 untuk prediktor atau variabel bebas inflasi sebesar 0,4926. Nilai ini mengandung pengertian bahwa jika inflasi berubah sebesar 1% maka akan berimplikasi terhadap perubahan penerbitan sukuk negara sebesar 0,4926. Sedangkan notasi negatif pada koefisien inflasi mencerminkan bahwa inflasi memiliki kontribusi negatif terhadap penerbitan sukuk negara. Yaitu jika inflasi meningkat maka penerbitan sukuk negara kecenderungannya mengalami penurunan, atau sebaliknya

jika inflasi turun maka penerbitan sukuk Negara kecenderungannya mengalami peningkatan (variabel-variabel yang lain diasumsikan konstan).

- f. Nilai β_4 untuk prediktor atau variabel bebas kurs berdasar hasil pengolahan data sebesar 2,3603. Nilai ini mengandung pengertian bahwa jika kurs berubah sebesar US\$ 1 maka akan berimplikasi terhadap perubahan penerbitan sukuk negara sebesar 2,3603. Notasi positif pada koefisien kurs mencerminkan bahwa kurs memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara, yaitu jika kurs menguat maka penerbitan sukuk negara kecenderungannya juga mengalami peningkatan (variabel-variabel yang lain diasumsikan konstan).
- g. Berdasar hasil pengolahan data dapat dikemukakan bahwa nilai β_5 untuk prediktor atau variabel bebas suku bunga acuan sebesar 5,4483. Nilai ini mengandung pengertian bahwa jika suku bunga acuan berubah sebesar 1% maka akan berimplikasi terhadap perubahan penerbitan sukuk negara sebesar 5,4483. Sedangkan notasi positif pada koefisien suku bunga acuan mencerminkan bahwa suku bunga acuan memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara. Yaitu jika suku bunga acuan meningkat maka penerbitan sukuk negara kecenderungannya juga mengalami peningkatan, atau

sebaliknya jika suku bunga acuan turun maka penerbitan sukuk negara kecenderungannya mengalami penurunan (variabel-variabel yang lain diasumsikan konstan).

13. Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis umum penelitian yaitu “Terdapat pengaruh signifikan stabilitas ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam” dengan membandingkan nilai Prob (F-statistic) dengan nilai $\alpha = 0,05$ atau 5%. Keputusannya jika nilai Prob (F-statistic) $> \alpha$ maka menerima H_0 dan menolak H_a . Dan sebaliknya jika nilai Prob (F-statistic) $< \alpha$ maka menerima H_a dan menolak H_0 .

Adapun ketentuan untuk menguji hipotesis ini yaitu:

H_0 : Tidak terdapat pengaruh signifikan stabilitas ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

H_a : Terdapat pengaruh signifikan stabilitas ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

Berdasar tabel 5 di atas dapat dikemukakan bahwa nilai Prob (F-statistic) sebesar $0,000000 <$ dari nilai $\alpha = 0,05$ atau 5% maka dapat dikemukakan bahwa hipotesis umum penelitian ini teruji, bahwa ada pengaruh signifikan stabilitas ekonomi makro

terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

Sedangkan untuk menguji hipotesis khusus penelitian yaitu: (1) Terdapat pengaruh signifikan pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam; (2) Terdapat pengaruh signifikan pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam; (3) Terdapat pengaruh signifikan inflasi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam; (4) Terdapat pengaruh signifikan tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam serta (5) Terdapat pengaruh signifikan tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, yaitu dengan membandingkan nilai Prob (t-statistic) dengan nilai $\alpha = 0,05$ atau 5%. Keputusannya jika nilai Prob (t-statistic) $> \alpha$ maka menerima H_0 dan menolak H_a . Dan sebaliknya jika nilai Prob (t-statistic) $< \alpha$ maka menerima H_a dan menolak H_0 .

Adapun ketentuan untuk menguji hipotesis ini yaitu:

H_0 : Tidak ada pengaruh signifikan variabel prediktor terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

H_a : Ada pengaruh signifikan variabel prediktor terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

Berdasar tabel 5 di atas dapat dikemukakan bahwa nilai Prob (t-statistic) untuk masing-masing prediktor yaitu: (1) 0,4151 (pertumbuhan ekonomi); (2) 0,0000 (pendapatan per kapita); (3) 0,0070 (inflasi); (4) 0,0137 (kurs) dan (5) 0,0020 (suku bunga acuan). Selanjutnya nilai Prob (t-statistic) ini dibandingkan dengan $\alpha = 0,05$ atau 5%, yaitu jika nilai Prob (t-statistic) $> \alpha$ maka menerima H_0 dan menolak H_a .

Dengan demikian hasil pengujian hipotesis khusus dapat dijelaskan bahwa hipotesis pertama hasilnya tidak teruji. Sedangkan hipotesis kedua sampai dengan kelima hasilnya teruji, dengan rincian masing-masing hipotesis sebagai berikut:

1. Terdapat pengaruh signifikan pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, adalah menerima H_0 atau hipotesis tidak teruji.
2. Terdapat pengaruh signifikan pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, adalah menerima H_a atau hipotesis teruji.
3. Terdapat pengaruh signifikan inflasi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, adalah menerima H_a atau hipotesis teruji;

4. Terdapat pengaruh signifikan tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, adalah menerima H_a atau hipotesis teruji;
5. Terdapat pengaruh signifikan tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, adalah menerima H_a atau hipotesis teruji.

14. Uji Kecocokan Model

Uji *goodness of fit* digunakan dalam penelitian ini untuk melakukan uji kecocokan model, yaitu dengan menghitung koefisien determinasi (R^2). Uji kecocokan model ini disebut juga dengan uji kelayakan model, dimana nilai R^2 yang tinggi tidak selalu menunjukkan kualitas model sudah baik. Dalam analisis runtut waktu atau *time series* nilai R^2 akan cenderung tinggi. Sedangkan pada analisis seksi silang atau *cross section* nilai R^2 cenderung rendah.

Berdasar tabel 4.5 diketahui bahwa nilai R^2 yang ditunjukkan oleh nilai *R-squared* sebesar $0,998601 = 0,9986$. Nilai ini mengandung pengertian bahwa variabel bebas dalam model penelitian ini dapat menjelaskan perubahan penerbitan sukuk negara secara baik yakni sebesar $0,9986$ atau $99,86\%$. Koefisien determinasi juga menjelaskan variasi pengaruh variabel-variabel independent terhadap variabel dependent. Atau dapat pula dikatakan sebagai proporsi pengaruh seluruh variabel

bebas terhadap variabel terikat. Koefisien determinasi sebesar 99,86% menunjukkan bahwa proporsi pengaruh variabel log(pertumbuhan ekonomi), log(pendapatan per kapita), log(inflasi), log(kurs) dan log(suku bunga acuan) terhadap variabel log(penerbitan sukuk negara) adalah sebesar 99,86%. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 0,14% (100% - 99,86%) dipengaruhi oleh variabel lain yang belum dimasukkan dalam model regresi data panel ini.

B. Pembahasan

1. Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro terhadap Penerbitan Sukuk Negara

Hasil pengujian terhadap hipotesis umum penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh signifikan stabilitas ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sehingga hipotesis teruji. Hasil ini relevan dengan penelitian Rini dan Beik, bahwa pada jangka panjang penerbitan sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh indikator makroekonomi, yaitu pertumbuhan ekonomi dengan hubungan yang positif. Ketika pertumbuhan ekonomi meningkat, maka penerbitan sukuk juga akan mengalami

peningkatan karena kondisi makro ekonomi domestik dalam keadaan baik⁸.

Penelitian ini juga mendukung kebijakan Badan Perencanaan Pembangunan Nasional (Bappenas), bahwa dalam mencapai stabilitas ekonomi yang mantap, arah kebijakan Fiskal yang ditempuh Pemerintah pada 2009 di antaranya adalah dengan mengupayakan pengendalian defisit APBN secara terukur. Pada tahun 2009 pembiayaan anggaran yang direncanakan bersumber dari pembiayaan dalam negeri dan pembiayaan luar negeri. Pembiayaan dalam negeri pada RAPBN 2009 masih memprioritaskan pada SBN neto yang, antara lain, bersumber dari SUN, surat perbendaharaan negara (SPN), dan SBSN (Sukuk)⁹.

2. Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Penebitan Sukuk Negara

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2014. Secara ekonomi pertumbuhan ekonomi dalam penelitian ini diukur oleh

⁸ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi, *Jurnal Ekonomi Islam Republika IQTISHODIA*, Republika Kamis, 28 Juni 2012, hlm. 23

⁹ Bappenas, BAB 24 STABILITAS EKONOMI MAKRO, www.bappenas.go.id/files/7613/5022/.../bab-24__20090202204616__1756__25.pdf

pertumbuhan Produk Domestik Produk (PDB) atau oleh *Annual Percentage Changes in GDP*. Kemudian secara statistika dapat dikemukakan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara.

Hal di atas mengandung pengertian bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi dapat berimplikasi positif terhadap penerbitan sukuk negara. Meningkatnya pertumbuhan ekonomi ini didorong oleh meningkatnya konsumsi masyarakat, investasi sektor usaha, pengeluaran pemerintah, ekspor dan tentunya impor bisa diminimalkan. Konsumsi masyarakat yang meningkat berarti terdapat keberdayaan ekonomi yang disebabkan oleh pendapatan masyarakat yang meningkat. Sedangkan peningkatan pendapatan ini karena masyarakat memiliki pekerjaan yang ditawarkan oleh sektor usaha. Singkatnya, bahwa untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi diperlukan kontribusi masyarakat dalam bentuk konsumsi (C).

Dalam kaitannya dengan penelitian terdahulu, hasil penelitian relevan dengan penelitian Rini dan Beik, dimana menurutnya pada jangka panjang penerbitan sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi dengan hubungan yang positif. Ketika pertumbuhan ekonomi meningkat, maka penerbitan sukuk juga akan mengalami peningkatan karena kondisi makro ekonomi domestik dalam keadaan baik. Disamping itu menurut Rini dan Beik bahwa

penerbitan sukuk berpengaruh hanya pada pertumbuhan ekonomi. Hal ini dikarenakan sukuk merupakan instrumen investasi yang diperuntukkan bagi pembangunan di sektor riil¹⁰.

Disamping itu dapat dinyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi mendorong penerbitan sukuk negara dan sebaliknya penerbitan sukuk negara juga mendorong pertumbuhan ekonomi (terdapat hubungan kausalitas). Walaupun menggunakan uji statistika yang berbeda, dimana Rini dan Beik menggunakan uji kausalitas granger dan penelitian ini menggunakan regresi data panel namun secara statistika dapat ditampilkan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara.

Studi ini juga mendukung penelitian Haron dan Ibrahim¹¹ dimana perusahaan-perusahaan sektor keuangan seperti bank, asuransi dan perusahaan pembiayaan menunjukkan bahwa variabel seperti profitabilitas, kinerja harga saham, pengembangan pasar saham, pertumbuhan ekonomi dan tingkat suku bunga telah menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pembiayaan perusahaan sukuk di Malaysia pada periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2009.

¹⁰ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, *Dampak Sukuk*, hlm. 23

¹¹ Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim, *The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence*, *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1 (2012), pp. 1-11.

Penelitian ini secara khusus menguji pengaruh pertumbuhan ekonomi (variabel prediktor) terhadap penerbitan sukuk negara (variabel terikat), dan hasilnya menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan pertumbuhan ekonomi terhadap penerbitan sukuk negara. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Echchabi, *et al.* Perbedaan ini disebabkan oleh kerangka berfikir yang tidak sama, dimana Echchabi, *et al* memposisikan variabel penerbitan sukuk negara sebagai variabel prediktor, dan pertumbuhan ekonomi yang diproxoy oleh GDP sebagai variabel terikat.

Studi Echchabi, *et al* bertujuan untuk menguji pengaruh potensi pembiayaan sukuk pada pertumbuhan ekonomi di negara-negara yang menerbitkan sukuk yaitu Malaysia, Indonesia, Turki, Pakistan, Singapura, China, Brunei Darussalam, Kazakhstan, Jerman, Inggris, Gambia dan Perancis. Temuan menunjukkan bahwa penerbitan sukuk memiliki pengaruh terhadap PDB selama tahun 2005-2012¹².

Demikian halnya dengan studi Khiyar dan Al Galfy yang menempatkan penerbitan sukuk sebagai variabel terikat dan pembangunan ekonomi (pertumbuhan ekonomi) sebagai variabel prediktor. Hasil penelitian Khiyar dan al Galfy

¹² Abdelghani ECHCHABI; Hassanuddeen ABD.AZIZ and Umar IDRIS, Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis On The Major Issuing Countries, *Turkish Journal of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, August 2016, pp. 63

menjelaskan bahwa perkembangan pasar Sukuk tumbuh cepat serta berkontribusi untuk pembangunan dan mempunyai peran dalam pembangunan ekonomi negara-negara yang menerbitkan sukuk selama kurun waktu tahun 2001 – 2010¹³.

3. Pengaruh Pendapatan per Kapita terhadap Penerbitan Sukuk Negara

Dalam kaitannya dengan pendapatan per kapita, secara khusus temuan penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan pendapatan per kapita terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam sehingga hipotesis penelitian ini teruji. Dalam kaitannya dengan pendapatan per kapita, Sukirno menjelaskan bahwa tingkat dan pertambahan kemakmuran penduduk perlu dihitung pendapatan per kapita di berbagai tahun¹⁴.

Jika kemakmuran penduduk meningkat maka kecenderungan masyarakat untuk melakukan investasi mengalami peningkatan. Investasi yang dimaksud salah satunya yaitu investasi pada pasar modal syariah. Studi Haanurat menjelaskan, perkembangan pasar modal syariah telah mengalami kemajuan sehingga menimbulkan niat bagi investor melakukan investasi pada pasar modal syariah.

¹³ Khiyar Abdalla Khiyar and Ahmad Al Galfy, *The Role of Sukuk (Islamic Bonds) in Economic Development*, JFAMM-2-2014, www.psp-ltd.com/JFAMM_10_2_2014.pdf, akses 18 Maret 2015.

¹⁴ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Teori*, hlm. 18.

Investasi di pasar modal merupakan kegiatan muamalah yang dianjurkan, dan merupakan bentuk aktif dari ekonomi syariah. Saham yang tergabung dalam JII memiliki kriteria, yaitu terbebas dari unsur riba atau dengan kata lain harus sesuai dengan prinsip syariah Islam¹⁵.

Menurut Haanurat di atas bahwa investasi lebih dikhususkan pada investasi pada pasar modal syariah, sebagaimana juga dikemukakan oleh Rudiyanto, bahwa industri pasar modal syariah merupakan salah satu jenis industri yang banyak digalakkan di Indonesia. Sebagai salah satu negara dengan penduduk muslim terbesar di dunia, potensi yang bisa digarap sangat besar. Berbicara pasar modal syariah, selain tentang saham dan obligasi syariah ada juga reksadana syariah¹⁶.

Tinjauan yang lebih luas bentuk investasi misalnya investasi pada aset-aset riil sebagaimana yang dikemukakan oleh Halim, bahwa pada umumnya investasi dibedakan menjadi dua, yaitu: investasi pada aset-aset finansial (*financial assets*) dan investasi pada aset-aset riil (*real assets*). Investasi pada aset-aset finansial dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial papper*, surat berharga

¹⁵ A. Ifayani Haanurat, Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Ekonomi Makro terhadap Return Saham Syariah yang Listing Di Jakarta Islamic Index, *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 3 No. 2 April 2013, hlm. 116.

¹⁶ Rudiyanto, *Sukses Finansial dengan Reksa Dana*, Jakarta: PT Elex Media Komputindo, 2013, hlm. 57.

pasar uang, dan lainnya. Investasi dapat juga dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi, dan lain-lain. Sedangkan investasi pada aset-aset riil dapat berbentuk pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan dan lainnya¹⁷.

Relevansinya dengan penelitian terdahulu dikemukakan oleh Said dan Grassa, bahwa pendapatan per kapita memiliki pengaruh positif bagi perkembangan pasar sukuk khususnya di negara-negara seperti Arab Saudi, Kuwait, UEA, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan dan Gambia dalam kurun waktu tahun 2003-2012¹⁸. Hasil penelitian ini juga relevan dengan pengamatan Rini dan Beik, bahwa masyarakat yang membeli sukuk SR 003 mayoritas masyarakat yang berpenghasilan kurang dari 10 juta rupiah per bulan, dan mereka tidak suka risiko serta cenderung berminat melakukan investasi pada produk yang aman dan digaransi oleh pemerintah¹⁹.

Hasil relevan dilakukan oleh Maftuh dalam studinya yang melaporkan bahwa, daya beli masyarakat terhadap sukuk ritel SR 003 sangatlah tinggi sampai melebihi target yang ditetapkan

¹⁷ Abdul Halim, *Analisis Investasi*, Jakarta: Salemba Empat, 2005, hlm. 4.

¹⁸ Ali Said and 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, 251-267.

¹⁹ Mustika Rini dan Irfan Sauqi Beik, *Dampak Sukuk*, 2012, hlm. 23.

pemerintah walau imbal hasil yang diberikan lebih kecil dari SR 001. Masyarakat mulai menyadari betapa menguntungkannya investasi pada sukuk ritel SR 003 dengan imbal hasil 8,15% dibayarkan setiap bulan dengan jangka waktu 3 tahun. Hal tersebut karena imbal hasil yang diberikan sebesar 8,15% lebih besar dibanding dengan suku bunga bank²⁰.

Demikian halnya temuan Yusuf dan Nurmala, bahwa pendapatan per kapita, investasi dan belanja pemerintah berpengaruh pada daya beli masyarakat daerah Wilayah III Cirebon, yaitu Kota Cirebon, Kabupaten Cirebon, Kabupaten Indramayu, Kabupatena Majalengka, dan Kabupaten Kuningan²¹.

Sedangkan hasil yang berbeda dilakukan oleh Elkarim dalam studinya yang menguji pengaruh Gross Domestic Product terhadap penerbitan sukuk di Malaysia pada masa krisis ekonomi. Hasil penelitian menggunakan analisis regresi yang menyatakan

²⁰ Muhammad Maftuh, Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Tingkat Inflasi, BI Rate dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel SR 003, Penelitian Program Studi Keuangan Islam Fakultas Syariah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2014, hlm. 4.

²¹ Ayus Ahmad Yusuf dan Sinta Nurmalah, Pengaruh Pendapatan Perkapita, Investasi, dan Belanja Pemerintah terhadap Daya Beli Masyarakat di Wilayah III Cirebon Tahun 2010-2014, *Al Amwal* Vol 8, No 1 (2016), hlm. 257.

bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan variabel GDP terhadap penerbitan sukuk pada periode tahun 1990-2011²².

Hasil yang tidak sama ini disebabkan oleh beberapa hal antara lain: (1) penelitian ini menggunakan data panel tiga negara sedangkan penelitian Elkarim menggunakan data *time series* Malaysia; (2) faktor teknikal negara-negara dalam penelitian ini bersifat heterogen sehingga mempunyai karakter ekonomi yang berbeda, sedangkan Malaysia sebagaimana yang diteliti oleh Elkarim bersifat homogen; (3) karakter faktor teknikal dalam penelitian ini bersifat *uncontrollable* sedangkan penelitian Elkarim bersifat *controllable* karena hanya satu negara; (4) dalam kaitannya dengan pendapatan per kapita dimana angka penyebutnya yaitu jumlah penduduk, penelitian ini jumlah penduduknya lebih banyak (tiga negara) jika dibandingkan dengan penelitian Elkarim yang hanya satu negara dan (5) periodisasi penelitian yang berbeda.

4. Pengaruh Inflasi terhadap Penerbitan Sukuk Negara

Hasil uji hipotesis secara khusus penelitian ini menunjukkan, terdapat pengaruh signifikan inflasi terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, sehingga hipotesis teruji. Inflasi merupakan

²² Ghemari Abd Elkarim, Factors Influence Sukuk and Conventional Bonds in Malaysia, A project paper submitted to Othman Yeop Abdullah Graduate School of Business Universiti Utara Malaysia, 2012.

permasalahan ekonomi makro yang ditandai dengan kenaikan harga-harga secara umum dan terus menerus pada suatu perekonomian.

Sedangkan sukuk negara merupakan salah satu bentuk investasi pada pasar modal syariah sebagaimana disampaikan oleh Haanurat bahwa perkembangan pasar modal syariah telah mengalami kemajuan sehingga menimbulkan niat bagi investor melakukan investasi pada pasar modal syariah. Investasi di pasar modal merupakan kegiatan muamalah yang dianjurkan, dan merupakan bentuk aktif dari ekonomi syariah. Saham yang tergabung dalam JII memiliki kriteria, yaitu terbebas dari unsur riba atau dengan kata lain harus sesuai dengan prinsip syariah Islam²³.

Berdasar pengolahan data, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh inflasi terhadap penerbitan sukuk negara yaitu negatif. Artinya jika inflasi meningkat maka penerbitan sukuk negara akan turun. Dan sebaliknya jika inflasi rendah atau turun maka penerbitan sukuk negara mengalami peningkatan. Hasil ini relevan dengan penelitian Purnomo dan Widyawati yang menyebutkan bahwa jika inflasi meningkat satu satuan maka akan menurunkan *return* saham dengan asumsi variabel bebas yang

²³ A. Ifayani Haanurat, Pengaruh Karakteristik, hlm. 116.

lain konstan²⁴. Namun demikian hasil penelitian Purnomo dan Widyawati tidak signifikan sedangkan dalam penelitian ini yang menguji pengaruh inflasi terhadap penerbitan sukuk negara menunjukkan hasil yang signifikan. Perbedaan utama tentang uji signifikansi ini karena variabel terikatnya yang berbeda, objek riset yang berbeda, dan periodisasi penelitian juga tidak sama.

5. Pengaruh Kurs terhadap Penerbitan Sukuk Negara

Berdasar pengujian hipotesis dapat dikemukakan bahwa terdapat pengaruh signifikan tingkat kurs terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, dengan demikian hipotesis penelitian teruji. Di Indonesia kurs merupakan salah satu indikator yang digunakan untuk menyusun Anggaran Pendapatan Belanja Negara (APBN) disamping juga untuk melakukan transaksi perdagangan internasional atau perdagangan luar negeri. Indikator perdagangan internasional berarti suatu negara menganut pola ekonomi terbuka dalam bentuk ekspor dan impor. Ekspor akan meningkatkan GDP dan pertumbuhan ekonomi, sedangkan impor menurunkan GDP dan pertumbuhan ekonomi.

Hasil penelitian ini relevan dengan penelitian Yunita bahwa risiko yang melekat pada instrumen investasi sukuk

²⁴ Tri Hendra Purnomo dan Nurul Widyawati, Pengaruh Nilai Tukar, Suku Bunga, dan Inflasi terhadap Return Saham pada Perusahaan Properti, *Jurnal Ilmu & Riset Manajemen*, Vol. 2 No. 10, 2013, hlm. 15.

seperti risiko sistematis yang meliputi risiko suku bunga, risiko nilai tukar, risiko nilai ekuitas dan risiko nilai komoditas²⁵. Risiko nilai tukar yaitu risiko yang diakibatkan karena adanya perubahan nilai tukar mata uang asing. Pada umumnya, transaksi-transaksi bisnis luar negeri dalam bentuk perdagangan internasional yang berhubungan dengan mata uang asing (valuta asing) akan menghadapi masalah perubahan nilai kurs mata uang tersebut.

6. Pengaruh Suku Bunga Acuan terhadap Penerbitan Sukuk Negara

Hasil pengujian hipotesis secara khusus menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan tingkat suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis teruji. Dalam konteks pemerintah Indonesia, penetapan suku bunga acuan dalam rangka untuk mempengaruhi kegiatan perekonomian secara nasional. Penetapan suku bunga acuan yang lebih rendah akan memotivasi investor untuk melakukan investasi, dan meningkatnya suku bunga acuan dapat mendorong turunnya iklim investasi.

²⁵ Irni Yunita, The Development, Scheme, Risk and Fair Market Value Model of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia, *American Journal of Economics*, 2015, 5(2): 56-63.

Pemikiran di atas relevan dengan teori yang dikemukakan Sukirno bahwa faktor-faktor utama yang menentukan tingkat investasi adalah: (1) tingkat keuntungan investasi yang diramalkan akan diperoleh; (2) tingkat bunga; (3) ramalan mengenai keadaan ekonomi di masa depan; (4) kemajuan teknologi; (5) tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya serta (6) keuntungan yang diperoleh perusahaan-perusahaan²⁶.

Selanjutnya Sukirno menggambarkan dalam bentuk kurva yang menjelaskan bahwa apabila tingkat bunga lebih tinggi dari tingkat pengembalian modal, investasi yang direncanakan tidak menguntungkan, oleh sebab itu rencana perusahaan untuk melakukan investasi akan dibatalkan. Kegiatan investasi hanya akan dilaksanakan apabila tingkat pengembalian modal lebih besar atau sama dengan tingkat bunga (perhatikan Gambar 4.8 berikut ini)²⁷.

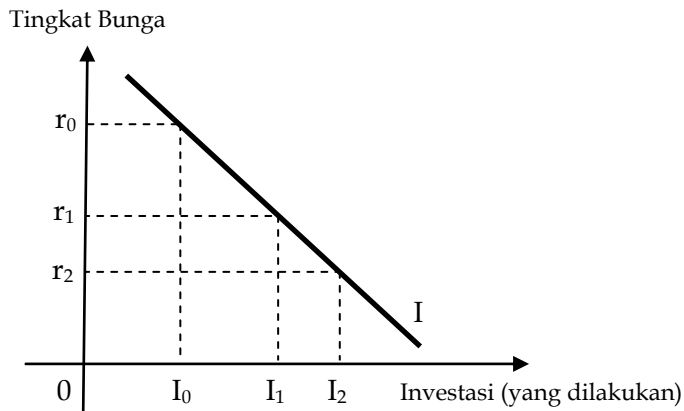
Berdasar Gambar di bawah ini, bahwa menurut Sukirno terdapat hubungan negatif tingkat bunga dengan investasi. Hal ini dapat dijelaskan dari Gambar 4.8, yaitu ketika tingkat bunga sebesar r_0 maka investasi sebesar I_0 . Penurunan tingkat bunga menjadi r_2 akan memotivasi investor untuk mengalokasikan dananya dalam bentuk investasi. Begitu juga sebaliknya, jika

²⁶ Sadono Sukirno, *Pengantar Teori*, hlm. 109.

²⁷ Ibid, 113.

terdapat kenaikan tingkat bunga dari r_2 menjadi r_0 maka investor cenderung untuk mengurangi nilai investasinya.

Gambar 4.8: Tingkat Bunga dan Tingkat Investasi



Sumber: Sukirno²⁸

Teori Sukirno yang didasarkan pada Gambar di atas relevan dengan kebijakan Bank Indonesia, dimana Bank Indonesia akan menurunkan BI *Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan²⁹. Saat inflasi mulai naik laju ekonomi saat itu dinilai terlalu cepat, bisa mengakibatkan ketidakseimbangan. Sebaliknya BI *rate* akan turun saat inflasi bukan lagi bahaya dan ekonomi dapat melaju lebih kencang³⁰.

Dalam kaitannya dengan penelitian terdahulu, secara umum Il'mi mendukung teori Sukirno bahwa pergerakan

²⁸ Ibid

²⁹ Bank Indonesia, BI Rate, <http://www.bi.go.id/id/moneter/bi-rate/penjelasan/Contents/Default.aspx>, akses 28 oktober 2016.

³⁰ Difi A. Johansyah, Penjaga Keseimbangan, *Gerai Info Bank Indonesia*, Edisi 40, Juli 2013, Tahun 4, hlm. 2.

tingkat suku bunga acuan menjadi faktor yang signifikan dalam pergerakan sukuk ritel³¹. Demikian halnya dengan penelitian Haron, bahwa tingkat suku bunga berpengaruh yang signifikan terhadap pembiayaan perusahaan³². Disamping itu secara umum Elkarim juga mendukung teori Sukirno bahwa tingkat bunga terhadap penerbitan sukuk di Malaysia menunjukkan pengaruh yang signifikan negatif di Malaysia dalam kurun waktu tahun 1990-2011³³. Hasil ini menunjukkan bahwa krisis ekonomi sangat sensitif terhadap indikator makro ekonomi antara lain tingkat bunga. Dimana ketika tingkat bunga tinggi maka investor akan mengurangi kegiatan investasinya pada obligasi syariah (sukuk). Hasil ini tidak bisa dilepaskan dengan krisis ekonomi yang melanda negara-negara ASEAN termasuk Malaysia, mengingat pada periode penelitian terdapat event krisis ekonomi.

Namun demikian hasil penelitian ini kontradiktif dengan teori Sukirno dan penelitian-penelitian terdahulu lainnya, bahwa dalam penelitian ini tingkat suku bunga acuan memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara. Hasil ini

³¹ Imam Khadiqotul Il'mi, Pengaruh Variabel Ekonomi Makro pada Yield Surat Berharga Syariah Negara (Studi pada Sukuk Ritel Seri SR-001, Penelitian, Fakultas Ekonomi Program Studi Ekstensi Manajemen Universitas Indonesia, 2012, hlm. 64

³² Razali Haron dan Khairunisah Ibrahim, *The Impact of Sukuk*, pp. 1-11.

³³ Ghemari Abd Elkarim, *Factors Influence Sukuk*, 2012.

relevan dengan penelitian Yuliati, bahwa variabel atribut produk islami berpengaruh positif signifikan terhadap minat berinvestasi³⁴.

Penelitian ini juga relevan dengan temuan Pasaribu dan Firdaus, bahwa variabel suku bunga memiliki pengaruh positif pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI). ISSI digunakan untuk mengukur kinerja harga saham syariah di pasar modal³⁵. Mengingat masyarakat Indonesia beragama Islam atau muslim, maka seyogyanya investor yang melakukan investasi pada sukun negara (SBSN) adalah beragama Islam. Dan bagi umat muslim motivasi untuk melakukan investasi pada SBSN sebagai salah satu produk keuangan syariah ini tidak berdasarkan pada tingkat suku bunga tetapi didasarkan pada suatu keyakinan-keyakinan tertentu.

Keyakinan tersebut sebagaimana dikemukakan oleh Nafik, bahwa Islam juga melarang investasi yang mengandung unsur *riba*, *gharar* (mengubah kondisi *certainty* menjadi kondisi *uncertainty* untuk mendapat keuntungan), *gambling*, *maysir* (judi), menjual sesuatu yang tidak dimiliki, dan berbagai transaksi lain yang merugikan salah satu pihak. Islam juga

³⁴ Lilis Yuliati, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk, Walisongo , Volume 19, Nomor 1, Mei 2011, hlm. 117-119.

³⁵ Rowland Bismark Fernando Pasaribu dan Mikail Firdaus, Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia, *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol. 7, No. 2, Juli 2013, hlm. 117-128.

mengharamkan semua tindakan yang merusak dan merugikan. Islam menghendaki aktivitas perekonomian yang didasarkan atas prinsip saling menguntungkan³⁶.

Prinsip saling menguntungkan tersebut tidak terlepas dari keuntungan yang diperoleh investor dari berinvestasi dalam SBSN atau Sukuk Negara³⁷, antara lain: (1) merupakan investasi yang aman, karena pembayaran imbalan dan nilai nominal SBSN sampai dengan jatuh tempo dijamin oleh Pemerintah; (2) berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah, serta aman dan terbebas dari hal-hal yang dilarang syariah, seperti riba, gharar, dan maysir, sehingga selain aman juga menentramkan; (3) memberikan penghasilan berupa imbalan atau bagi hasil yang kompetitif, dibandingkan dengan instrumen keuangan lain; (4) dapat diperdagangkan di pasar sekunder sesuai dengan harga pasar, sehingga investor berpotensi mendapatkan capital gain serta (5) turut berpartisipasi serta mendukung pembiayaan pembangunan nasional.

³⁶ Muhamad Nafik, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, Jakarta: Serambi, 2009, hlm.23

³⁷ Tim Penyusun, *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrument Keuangan Berbasis Syariah*, Jakarta: 2010, hlm. 17.

BAB V

P E N U T U P

A. Kesimpulan

Berdasar hasil penelitian dapat dijelaskan bahwa stabilitas ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap penerbitan sukuk negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam. Indikator stabilitas ekonomi makro dalam studi ini yaitu pertumbuhan ekonomi, pendapatan per kapita, inflasi, kurs dan suku bunga acuan. Hasil yang signifikan ini tidak bisa dilepaskan dari keberadaan sukuk negara sebagai salah satu kebijakan pemerintah (misalnya pemerintah Indonesia) untuk meminimalisir defisit Anggaran Pendapatan Belanja Negara.

Secara khusus atau individual dapat dikemukakan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki kontribusi positif terhadap penerbitan sukuk negara. Pertumbuhan ekonomi yang tinggi berarti terdapat peningkatan GDP dari periode ke periode,

sehingga secara tidak langsung GDP yang meningkat berimplikasi pada peningkatan penerbitan sukuk negara. Namun demikian, kontribusi positif ini tidak bisa dipertanggung jawabkan secara statistik.

Pendapatan per kapita yang menjadi ukuran riil kesejahteraan ekonomi masyarakat suatu negara berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk negara. Sedangkan untuk memperoleh pendapatan per kapita yaitu dengan membagi GDP dengan jumlah penduduk. Sehingga dapat dijelaskan, peningkatan pendapatan per kapita berarti GDP meningkat, dan persentase peningkatannya lebih tinggi jika dibandingkan dengan persentase peningkatan jumlah penduduk. Pengaruh positif ini berarti jika pendapatan per kapita meningkat maka penerbitan sukuk negara juga mengalami peningkatan, dan hasil ini signifikan secara statistik.

Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh inflasi, dimana variabel ini memiliki kontribusi negatif terhadap penerbitan sukuk negara. Yaitu ketika inflasi meningkat maka kecenderungan investor melakukan aksi investasi pada sukuk negara mengalami penurunan, begitu juga sebaliknya. Inflasi merupakan kecenderungan meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus dan untuk mengukur tingkat inflasi menggunakan indeks harga konsumen. Jika inflasi rendah maka konsumen memiliki surplus pendapatan yang akan

dialokasikan pada pasar modal syariah khususnya sukuk negara. Kontribusi negatif ini signifikan secara statistika.

Kurs mata uang domestik terhadap dollar Amerika Serikat sangat sensitif terhadap penerbitan sukuk negara. Pada saat kurs menguat (apresiasi) maka penerbitan sukuk negara mengalami pertumbuhan dan ketika terjadi depresiasi kurs maka penerbitan sukuk negara turun. Hasil ini signifikan, yang berarti jika misalnya rupiah menguat terhadap dollar Amerika Serikat nilai sukuk negara akan meningkat. Peningkatan sukuk negara ini tidak terlepas dari animo investor yang berminat untuk menginvestasikan sejumlah dana pada pasar modal syariah khususnya SBSN.

Secara khusus tingkat suku bunga acuan berimplikasi positif terhadap penerbitan sukuk negara sebagai salah satu komponen pasar modal syariah. Secara teori tingkat suku bunga acuan berpengaruh negatif terhadap investasi. Dalam konteks penelitian ini hasilnya mementahkan teori yang sudah ada, karena ternyata terdapat kontribusi positif suku bunga acuan terhadap penerbitan sukuk negara. Perbedaan ini disebabkan oleh latar belakang investor baik di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam yang mayoritas beragama Islam sehingga mempengaruhi perilaku investasinya pada produk yang sesuai syariah, tidak bergantung pada bunga dan tentunya menguntungkan karena dijamin oleh pemerintah.

B. Saran

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak terkait, sehingga disarankan untuk melakukan perbaikan dan pengembangan kajian. Secara khusus, berikut ini dikemukakan beberapa saran konstruktif.

1. Bagi pengembangan secara teoretik. Disarankan kepada pemerhati ekonomi syariah untuk menyusun buku ajar atau buku referensi tentang pasar modal syariah khususnya tentang sukuk atau surat berharga syariah sebagai bukti perkembangan ilmu ekonomi syariah.
2. Bagi pengembangan secara empirik. Disarankan kepada pemerhati ekonomi syariah untuk terus meneliti tentang pasar modal syariah khususnya tentang sukuk atau surat berharga syariah sebagai bukti perkembangan ilmu ekonomi syariah.
3. Bagi dunia praktik. Dunia praktik yang dimaksud yaitu instansi-instansi yang bersinggungan dengan pasar modal syariah dan sukuk negara misalnya Bursa Efek Indonesia. Bagi Bursa Efek Indonesia disarankan untuk bekerjasama dengan Majelis Ulama Indonesia dalam memberikan pengetahuan tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) kepada masyarakat baik perguruan tinggi, Kamar Dagang dan Industri (KADIN), pelaku-pelaku bisnis dan pihak peduli lainnya dalam bentuk sosialisasi yang berkelanjutan.

4. Bagi pemangku kebijakan yaitu pemerintah. Sukuk merupakan komponen dalam pasar modal syariah dan sebagai salah satu instrumen dalam sistem keuangan Islam. Keberadaannya mendapat dukungan dari pemerintah dalam hal ini Kementerian Keuangan, Otoritas Jasa Keuangan serta Majelis Ulama Indonesia. Disarankan kepada pemerintah untuk terus melakukan pembinaan dan pengaturan dalam bentuk kebijakan-kebijakan strategis menuju sistem keuangan Islam yang lebih baik. Bagi Majelis Ulama Indonesia disarankan untuk bersinergi dengan instansi yang lain dalam rangka sosialisasi kebijakan tentang sukuk negara.
5. Bagi peneliti yang akan datang, disarankan untuk memperluas variabel penelitian dan negara yang dikaji. Variabel penelitian yang direkomendasikan yaitu dengan menambah faktor fundamental dan perilaku investor karena dalam penelitian ini variabel prediktornya hanya faktor-faktor teknikal. Negara yang menjadi objek kajian direkomendasikan diperluas pada satu kawasan yaitu Asia Tenggara yang negaranya menerbitkan sukuk negara.

DAFTAR REFERENSI

- Anoraga, Pandji dan Piji Pakarti, *Pengantar Pasar Modal*, Jakarta: Rineka Cipta, 2008.
- Autoriti Monetari Brunei Darussalam, *Annual Report 2015*
- Ayub, Muhammad, *Understanding Islamic Finance*, England: John Wiley & Sonds Ltd, 2007.
- Badan Perencanaan Pembangunan Nasional, *Masterplan Arsitektur Keuangan Syariah Indonesia*, Jakarta: Badan Perencanaan Pembangunan Nasional, 2016.
- Badan Pusat Statistik Kabupaten Tulungagung Kerja Sama dengan Bappeda Kabupaten Tulungagung, *Indikator Makro Ekonomi Kabupaten Tulungagung tahun 2012*, Tulungagung: BPS Kabupaten Tulungagung Kerja Sama dengan Bappeda Kabupaten Tulungagung, 2012.
- Badan Pusat Statistik Kabupaten Tulungagung, *Indikator Makro Ekonomi Kabupaten Tulungagung tahun 2011*, Tulungagung: BPS Kabupaten Tulungagung, 2011.
- Baltagi, Badi H., *Econometrics Analysis of Panel Data* (3 rd ed). Chicester, England: John Wiley & Sons Ltd., 2005.
- Bank Indonesia, BI Rate, <http://www.bi.go.id/id/moneter/bi-rate/penjelasan/Contents/Default.aspx>, akses 28 oktober 2016.
- Bank Indonesia, BI Rate, <http://www.bi.go.id/id/moneter/bi-rate/penjelasan/Contents/Default.aspx>, akses 28 oktober 2016.
- Bank Indonesia, Peraturan Bank Indonesia Nomor 11/33/PBI/2009 tentang Pelaksanaan *Good Corporate Governance* Bagi Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah, pasal 2 ayat 2.

- Bappenas, BAB 24 STABILITAS EKONOMI MAKRO, www.bappenas.go.id/files/7613/5022/.../bab-24_20090202204616__1756__25.pdf
- Creswell, John W. , *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*, California: SAGE Publications, Inc, 2014.
- Dewianty, Shinta, Sistem Lembaga Keuangan Shari'ah, *Economic: Jurnal Ekonomi dan Hukum Islam*, Vol. 2, No. 1, 2012.
- Direktorat Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan RI sebagaimana dikutip Suminto (Peran Sukuk Negara dalam Pembangunan Nasional) makalah seminar di FEBI IAIN Tulungagung
- Direktorat Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, *Mengenal Sukuk Instrumen Investasi Berbasis Syariah*, Tanpa Tahun, www.djppr.kemenkeu.go.id/uploads/files/.../MENGENAL_SUKUK.pdf
- ECHCHABI, Abdelghani; Hassanuddeen ABD.AZIZ and Umar IDRIS, Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis On The Major Issuing Countries, *Turkish Journal of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, August 2016.
- Elkarim, Ghemari Abd, *Factors Influence Sukukand Conventional Bonds in Malaysia*, A project paper submitted to Othman Yeop Abdullah Graduate School of Business Universiti Utara Malaysia, 2012.
- Ep, Wahyu Adji; Suwerli dan Suratno, *Ekonomi SMA untuk Kelas XI*, Jakarta: Penerbit Erlangga, 2004.
- Erjavec, Nataša; Boris Cota; Saša Jakšić, Monetary Shocks And Real Exchange Rate Fluctuations in CEE Countries, *Croatian Operational Research Review*, Vol. 3 No. 1, 2012.

- Fahmi, Irham, *Pengantar Pasar Modal Panduan Bagi para Akademisi dan Praktisi Bisnis dalam Memahami Pasar Modal Indonesia*, Bandung: ALFABETA, 2012.
- Fatah, Dede Abdul, *Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan*, AL-„ADALAH Vol. X, No. 1 Januari, IAIN Raden Intan Lampung, 2011.
- Fatwa Dewan Syari“ah Nasional (DSN) No: 69/DSN-MUI/VI/2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).
- Haanurat, A. Ifayani, *Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Ekonomi Makro terhadap Return Saham Syariah yang Listing Di Jakarta Islamic Index*, *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 3 No. 2 April 2013.
- Halim, Abdul, *Analisis Investasi*, Jakarta: Salemba Empat, 2005.
- Hanlon, Bret and Bret Larget, *Samples and Populations*, University of Wisconsin Madison, September 8, 2011.
- Harahap, Siti Romida, *Deteksi Dini Krisis Nilai Tukar Indonesia: Identifikasi Variabel Makro Ekonomi*, *JEJAK: Jurnal Ekonomi dan Kebijakan*, Vol. 6 No. 1, 2015.
- Haron, Razali and Khairunisah Ibrahim, *The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence*, *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1, 2012.
- Hasanuddin, *Landasan Fiqih Investasi di Pasar Modal Syariah, Materi Sekolah Pasar Modal Syariah*, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Tulungagung, 16 Nopember 2016.
- Hsio, Cheng, *Analysis of Panel Data*, second edition, Cambridge University Press, 2003.
- Il’mi, Imam Khadiiqotul, *Pengaruh Variabel Ekonomi Makro pada Yield Surat Berharga Syariah Negara (Studi pada Sukuk Ritel Seri SR-001, Penelitian, Fakultas Ekonomi Program Studi Ekstensi Manajemen Universitas Indonesia*, 2012.

- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Yogyakarta: BPFE, 1999.
- Iqbal, Muhammad, Regresi Data Panel (2) "Tahap Analisis", <https://dosen.perbanas.id/regresi-data-panel-2-tahap-analisis/>, 2015.
- Jogiyanto, *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*, Yogyakarta: BPFE, 2004.
- Johansyah, Difi A., Penjaga Keseimbangan, *Gerai Info Bank Indonesia*, Edisi 40, Juli 2013, Tahun 4.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, *Profil Utang Pemerintah Pusat (Pinjaman dan Surat Berharga Negarai)*, Edisi April 2016.
- Khiyar, Khiyar Abdalla and Ahmad Al Galfy, The Role of Sukuk (Islamic Bonds) in Economic Development, JFAMM-2-2014, www.psp-ltd.com/JFAMM_10_2_2014.pdf, akses 18 Maret 2015.
- Labonte, Marc, Inflation: Causes, Costs, and Current Status, *Congressional Research Service*, 2011, pp. 1. <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL30344.pdf>, akses 20 Oktober 2016.
- Lewis, Marvyn K., Islam and Accounting, *Accounting Forum*, Vol 25 no 2 June 2001.
- Maftuh, Muhammad, Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Tingkat Inflasi, BI Rate dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel SR 003, Penelitian Program Studi Keuangan Islam Fakultas Syariah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2014.
- Mankiw, N. Gregory, *Pengantar Ekonomi Makro*, Jakarta: Salemba Empat, 2006.
- Mawutor, John Kwaku Mensah., The Failure of Lehman Brothers: Causes, Preventive Measures and

- Recommendations, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.5, No.4, 2014.
- Morissan, *Metode Penelitian Survei*, Jakarta: Prenadamedia Group, 2012.
- Muchlas, Zainul dan Agus Rahman Alamsyah, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kurs Rupiah Terhadap Dolar Amerika Pasca Krisis (2000-2010), *Jurnal JIBEKA*, Volume 9 Nomor 1 Februari 2015.
- Nafik, Muhamad, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, Jakarta: PT. Serambi Ilmu Sejahtera, 2009.
- Otoritas Jasa Keuangan, IKNB Syariah, Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan, 2014, <http://www.ojk.go.id/id/kanal/iknb/Pages/IKNB-Syariah.aspx>, akses 28 September 2016.
- Pasaribu, Rowland Bismark Fernando dan Mikail Firdaus, Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia, *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol. 7, No. 2, Juli 2013.
- Perry, Amanda E. and Nick Hammond, Systematic Review: The Experience of a PhD Student, *Psychology Learning and Teaching*, 2(1), 2002.
- Purnomo, Tri Hendra dan Nurul Widyawati, Pengaruh Nilai Tukar, Suku Bunga, dan Inflasi terhadap Return Saham pada Perusahaan Properti, *Jurnal Ilmu & Riset Manajemen*, Vol. 2 No. 10, 2013.
- Pusat Pendidikan dan Pelatihan Pengawasan Badan Pengawasan Keuangan dan Pembangunan, *Pengumpulan & Pengolahan Data*, Kerjasama Pusdiklat Pengawasan dengan Deputi Akuntan Negara, 2007.
- Putong, Iskandar, *Pengantar Ekonomi Mikro dan Makro*, Jakarta: Ghalia Indonesia, 2003.
- Rini, Mustika dan Irfan Sauqi Beik, Dampak Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi, *Jurnal Ekonomi Islam Republika IQTISHODIA*, Republika Kamis, 28 Juni 2012.

- Rosyidi, Suherman, *Pengantar Teori Ekonomi Pendekatan kepada Teori Ekonomi Mikro dan Makro*, Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2004.
- Rudiyanto, *Sukses Finansial dengan Reksa Dana*, Jakarta: PT Elex Media Komputindo, 2013.
- Ryandini, Tya, Pengaruh Dana Investasi Melalui Instrumen SUN dan SBSN Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia, *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, Vol. 6 No. 1, 2014.
- Ryandini, Tya, Pengaruh Dana Investasi Melalui Instrumen SUN dan SBSN Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia, *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, Vol. 6 No. 1, 2014.
- Said, Ali and 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, 251-267.
- Salem, Marwa Ben; Mohamed Fakhfekh and Nejib Hachicha, Sukuk Issuance and Economic Growth: The Malaysian Case, *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol.12, No.2, April-June.
- Samuelson, Paul A. dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makroekonomi*, Jakarta: Media Global Edukasi, 2004.
- Samuelson, Paul A. dan William D. Nordhaus, *Ilmu Makroekonomi*, Jakarta: PT Media Global Edukasi, 2004.
- Sekaran, Uma, *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*, Jakarta: Salemba Empat, 2006.
- Setyowati, Endang; Rianasari Damayanti; Subagyo; Rudy Badrudin; Suryawati K.; Algifari; Haryono Subiyakto; Sri Fatmawati; Astuti Purnamawati, *Ekonomi Makro Pengantar*, Yogyakarta: STIE YKPN, 2004.
- Shari'a Standards, *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*, Bahrain, 2015,

<http://aaoifi.com/issued-standards-4/?lang=en>, akses 22 September 2016.

- Sihono, Teguh dan Rohaila Yusof, Bauran Kebijakan Moneter dan Makroprudensial Bank Indonesia Semenjak Maret 2011 Hingga Maret 2012, *Jurnal Economia*, Vol. 8 No. 1, 2012.
- Silalahi, Doni; Rachmad Sitepu; Gim Tarigan, Analisis Ketahanan Pangan Provinsi Sumatera Utara Dengan Metode Regresi Data Panel, *Saintia Matematika*, Vol. 02, No. 03, 2014.
- Silvia, Engla Desnim; Yunia Wardi dan Hasdi Aimon, Analisis Pertumbuhan Ekonomi, Investasi, dan Inflasi di Indonesia, *Jurnal Kajian Ekonomi*, Januari 2013, Vol. I, No. 02.
- Simorangkir, Iskandar dan Suseno, Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar, Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, No. 12, 2004.
- Siswanto, Systematic Review Sebagai Metode Penelitian Untuk Mensintesis Hasil-Hasil Penelitian (Sebuah Pengantar), *Buletin Penelitian Sistem Kesehatan*, Vol. 13 No. 4, Oktober, 2010.
- Sloman, John dan Keith Norris, *Principles of Economics*, Pearson Education Australia, 2005.
- Soediyono, *Ekonomi Makro: Analisa IS-LM dan Permintaan-Penawaran Agregatif*, Yogyakarta: Liberty, 1992.
- Soemitra, Andri, *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia*, Jakarta: Prenada Media Group, 2014.
- Sugiyono, *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*, Bandung: ALFABETA, 2014.
- Sukirno, Sadono, *Makroekonomi Teori Pengantar*, Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2010.
- Sukirno, Sadono, *Pengantar Teori Makroekonomi*, Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 1995.
- Sukirno, Sadono, *Pengantar Teori Makroekonomi*, Jakarta: RajaGrafindo Persada, 1995.

- Suliswanto, Muhammad Sri Wahyudi, Tingkat Keterbukaan Ekonomi di Negara ASEAN-5, *Neo-Bis.*, Vol. 10 No. 1, 2016.
- Suliwanto, Muhammad Sri Wahyudi, Tingkat Keterbukaan Ekonomi di Negara ASEAN-5, *Neo-Bis.*, Vol. 10 No. 1, 2016.
- Suminto, Peran Sukuk, 2015. Menurut Suminto berdasar Prinsip Dasar, perbedaan sukuk, obligasi dan saham yaitu: sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Obligasi merupakan surat pernyataan utang dari issuer serta saham merupakan kepemilikan dalam saham.
- Supartoyo, Yesi Hendriani; Jen Tatum dan Recky H. E. Sendouw, The Economic Growth And The Regional Characteristics: The Case Of Indonesia, *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Juli 2013.
- Suseno dan Siti Astiyah, Inflasi: Seri Kebanksentralan, Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, 2009.
- Sutawijaya, Adrian dan Zulfahmi, Pengaruh Faktor-Faktor Ekonomi Terhadap Inflasi di Indonesia, *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, Volume 8, Nomor 2, September 2012.
- The World Bank, GDP Growth (Annual %), <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?view=chart>, akses 16 September 2016.
- The World Bank, *Official exchange rate (LCU per US\$, period average)*, 2016, <http://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF?view=chart>, akses 10 Oktober 2016.
- Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa, *KAmus Besar Bahasa Indonesia*, Jakarta: Perum Penerbitan dan Percetakan BALAI PUSTAKA, 1990.
- Tim Penyusun, Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrument Keuangan Berbasis Syariah, Jakarta: 2010.

- Umaru, Aminu and Anono Abdulrahman Zubairu, Effect of Inflation on the Growth and Development of the Nigerian Economy (An Empirical Analysis), *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 10 [Special Issue - May 2012].
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 1 Ayat 1.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pasal 1, Ayat 13.
- Waluyo, Dwi Eko, *Ekonomika Makro*, Malang: Universitas Muhamadiyah Malang, 2007.
- Winarno, Wing Wahyu, *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*, Yogyakarta: STIM YKPN, 2011.
- Yulianti, Lilis, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk, *Walisono*, Volume 19, Nomor 1, Mei 2011.
- Yunita, Irni, The Development, Scheme, Risk and Fair Market Value Model of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia, *American Journal of Economics*, 2015, 5(2).
- Yusuf, Ayus Ahmad dan Sinta Nurmalah, Pengaruh Pendapatan Perkapita, Investasi, dan Belanja Pemerintah terhadap Daya Beli Masyarakat di Wilayah III Cirebon Tahun 2010-2014, *Al Amwal* Vol 8, No 1 (2016).
- Zuhroh, Idah dan David Kaluge, Dampak Pertumbuhan Nilai Tukar Riil Terhadap Pertumbuhan Neraca Perdagangan Indonesia (Suatu Aplikasi Model Vector Autoregressive, VAR), *Journal of Indonesian Applied Economics*, Vol.1 No.1 Oktober 2007.

DAFTAR ISTILAH (GLOSARIUM)

Industri Keuangan Non Bank (IKNB) Syariah adalah bidang kegiatan yang berkaitan dengan aktivitas di industri asuransi, dana pensiun, lembaga pembiayaan, dan lembaga jasa keuangan lainnya, yang dalam pelaksanaannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Ilmu ekonomi adalah satu dari antara ilmu-ilmu sosial (*social science*), yaitu ilmu tentang manusia serta masyarakat yang sekelompok manusia hidup di dalamnya. Sukuk adalah istilah yang berasal dari bahasa Arab dan merupakan bentuk jamak (plural) dari kata 'Sakk' yang berarti dokumen atau sertifikat.

Sukuk Negara adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian kepemilikan asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Sukuk Negara Ritel adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, dan dijual kepada individu atau perseorangan Warga Negara Indonesia melalui Agen Penjual di Pasar Perdana.

Pasar keuangan (*financial market*) adalah tempat dimana disana dilaksanakan berbagai aktivitas keuangan baik dalam bentuk penjualan surat berharga (*commercial papper*) yang dilakukan oleh pasar modal (*capital market*) dan juga penjualan mata uang (*currency*) seperti yang dilakukan di pasar uang (*money market*)

pasar modal adalah tempat berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan dana atau untuk memperkuat perusahaan.

Pertumbuhan ekonomi adalah kenaikan pendapatan nasional secara berarti (dengan meningkatnya pendapatan per kapita) dalam suatu periode perhitungan tertentu

Produk Domestik Bruto adalah produk nasional yang diwujudkan oleh faktor-faktor produksi di dalam negeri (milik warga negara dan orang asing) dalam sesuatu negara.

Pendapatan per kapita adalah pendapatan rata-rata untuk masing-masing penduduk dalam suatu negara selama satu periode tertentu. Perhitungan pendapatan per kapita adalah pendapatan nasional dibagi dengan jumlah penduduk.

Inflasi adalah proses kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian. Tingkat inflasi (persentase pertambahan kenaikan harga) berbeda dari satu periode ke periode lainnya, dan berbeda pula dari satu negara ke negara lain

Foreign exchange (FOREX) atau *foreign currency* adalah mata uang asing atau alat pembayaran lainnya yang digunakan untuk melakukan atau membiayai transaksi ekonomi keuangan internasional dan yang mempunyai catatan kurs resmi pada bank sentral.

Kurs adalah harga satu unit mata uang asing dalam mata uang domestik atau dapat juga dikatakan harga mata uang domestik terhadap mata uang asing.

BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik.

INDEKS

A

Adl, 3
Aamanah, 3
Association of Southeast Asian Nations, 7
Autoriti Monetari Brunei Darussalam, 17
Annual Percentage Changes in GDP, 19

B

Bankruptcy, 1
Bukhl, 3
BI Rate, 26
Bond, 49
Bai' Al-musawamah, 50
Based on demand, 50

C

Collapse, 1
Capital gain, 18
Commercial papper, 47
Capital market, 47, 48
Currency, 47

D

E

Earning per share,

O

Outstanding, 34

P

Proceeds, 9
Prime Lending Rate, 26

Q

Qabdh Hukmi, 50

R

Riba, 9, 18

S

Sabr, 3
Social science, 7
Shari'ah Standards The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, 12
Sukuk benchmark, 13

	<i>Sale and Leased Back, 16</i>
	<i>Stock, 49</i>
F	T
<i>Failure, 2</i>	
<i>Fullemployment, 7</i>	
<i>Financial assets, 47</i>	
<i>Financial market, 47</i>	
G	U
<i>Good Corporate Governance, 2</i>	<i>Underlying, 9</i>
<i>Gharar, 9, 18</i>	
<i>GDP Growth, 19</i>	
<i>GDP per capita, 21</i>	
<i>GDP, 31</i>	
<i>Go Publik, 48</i>	
H	V
<i>Hirs, 3</i>	
I	W
<i>Iqtisad, 3</i>	<i>Wakalah, 13</i>
<i>Ihsan, 3</i>	
<i>Infaq, 3</i>	
<i>Ijarah Assets to be Leased, 13</i>	
<i>Ijarah Al-khadamat, 13</i>	
<i>Istislah, 3</i>	
<i>Israf, 4</i>	
<i>Interest rates, 26</i>	
K	X
L	Y
<i>Lending rate, 26</i>	
M	Z
<i>Maysir, 9, 18</i>	<i>Zulm, 3</i>
<i>Monetary Authority of Brunei</i>	
<i>Darussalam, 26</i>	
<i>Mmoney market, 47</i>	
<i>Mustafti, 50, 51</i>	
N	