

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Teori Pasar Modal Syariah

1) Sejarah dan Pengertian Pasar Modal Syariah

Sejarah pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT. Danareksa Investment Management pada 3 Juli 1997. Selanjutnya, Bursa Efek Indonesia bekerja sama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menginvestasikan dananya secara syariah. Dengan hadirnya indeks tersebut para pemodal telah disediakan saham-saham yang dapat dijadikan sarana berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah. Pada tanggal 18 April 2001, untuk pertama kalinya, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu Fatwa Nomor 20/DNS-MUI/IV/2001 tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk Reksa Dana Syariah. Selanjutnya, instrument investasi syariah dipasar modal terus bertambah dengan kehadiran obligasi syariah PT. Indosat Tbk pada awal September 2002.

Sejarah pasar modal syariah juga dapat ditelusuri dari perkembangan institusional yang terlibat dalam pengaturan pasar modal syariah tersebut. Perkembangan tersebut dimulai dari MoU antara Bapepam dan DSN-MUI pada tanggal 14 Maret 2003, MoU menunjukkan adanya

kesepahaman antara Bapepam dan DSN-MUI untuk mengembangkan pasar modal berbasis syariah di Indonesia.¹

Berdasarkan atas Fatwa dewan syariah nasional (DSN) No: 40/ DSN-MUI/ X/ 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.² Secara umum pasar modal merupakan suatu tempat bertemunya para penjual dan pembeli untuk melakukan transaksi dalam rangka memperoleh modal. Penjual dalam pasar modal merupakan perusahaan yang membutuhkan modal (emiten), sedangkan pembeli (investor) adalah pihak yang ingin membeli modal diperusahaan yang menurut mereka menguntungkan.³

Jadi Pasar modal syariah merupakan pasar modal yang diharapkan mampu menjalankan fungsi yang sama dengan pasar modal konvensional, namun dengan kekhususan syariahnya yaitu mencerminkan keadilan dan pemerataan distribusi keuntungan.

2) Instrumen Pasar Modal Syariah

Instrumen pasar modal pada prinsipnya adalah semua surat berharga (efek) yang umum diperjualbelikan melalui pasar modal. Adapun instrumen pasar modal di Indonesia yaitu:

1. Saham Syariah

¹ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah & Praktik Pasar Modal Syariah*, (Bandung: Pustaka Setia, 2013), hlm. 94-95.

² Abdul Aziz, *Manajemen Investasi...*, hlm. 63.

³ Kasmir, *Bank Dan Lembaga Keuangan Lainnya*, (Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada, 2002), hlm. 193.

Saham syariah adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha dan cara pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Penyertaan modal dalam bentuk saham yang dilakukan pada suatu perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariah dapat dilakukan berdasarkan akad *musyarakah* dan *mudharabah*.

2. Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Obligasi syariah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang saham syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/ *margin/ fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

3. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

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 asing.

4. Reksadana Syariah

Adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariat Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/ rabb al-mal*) dengan manajer investasi.

5. Efek Beragun Aset Syariah

Adalah efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif EBA Syariah yang portofolionya terdiri atas aset keuangan berupa tagihan

yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul pada kemudian hari, jual beli pemilikan asset fisik oleh lembaga keuangan, efek bersifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/ arus kas serta asset keuangan setara yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

6. Warran Syariah

Fatwa DSN-MUI Nomor: 66/ DSN-MUI/ III/ 2008 tentang Warran Syariah memastikan bahwa kehalalan investasi di pasar modal tidak hanya berhenti pada instrumen efek yang bernama saham saja, tetapi juga pada produk derivatifnya. Berdasarkan fatwa pengalihan saham dengan imbalan (warran), seorang pemegang saham diperbolehkan untuk mengalihkan kepemilikan sahamnya kepada orang lain dengan mendapat imbalan.⁴

B. Tinjauan Umum Sukuk

1) Pengertian Sukuk

Sukuk atau obligasi syariah adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasarkan suatu transaksi atau akad syariah yang melandasinya (*underlying transaction*), yang dapat berupa ijarah (sewa), mudharabah (bagi-hasil), musyaraah, atau yang lain.⁵ Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah menjelaskan Sukuk merupakan suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip

⁴ M. Nur Rianto Al Arif, *Lembaga Keuangan Syariah: Suatu Kajian Teoritis Praktis*, (Bandung: Pustaka Setia. 2012), hlm. 348-350.

⁵ Ibid., hlm. 139.

syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang sukuk yang mewajibkan emiten membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/*fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.⁶

Sedangkan menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) berpendapat lain mengenai arti sukuk. Menurut organisasi tersebut, sukuk adalah sebagai sertifikat dari suatu nilai yang direpresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat, dan menggunakannya sesuai rencana. Sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang jelas, barang, atau jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas inventasi tertentu. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik.⁷ Penggunaan dana hasil sukuk juga tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah. Berbeda dengan proses obligasi yang dapat digunakan secara bebas tanpa memperhatikan ketentuan syariah.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa sukuk merupakan suatu instrumen yang inovatif dapat membantu dalam menghimpun dana untuk kepentingan pembangunan bagi negara maupun *corporate* dan meningkatkan modal usaha dalam pengembangan usaha bagi yang menerbitkan.

⁶DSN-MUI, *Obligasi Syariah*, Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002.

⁷Taufuk Hidayat, *Buku Pintar Investasi Syariah*, (Jakarta: Mediakita, 2011), hlm. 112.

Penerbitan sukuk pada umumnya memerlukan SPV (*Special Purpose Vehicle*) sebagai penerbit, sedangkan obligasi diterbitkan secara langsung oleh obligor. SPV (*Special Purpose Vehicle*) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk kepentingan penerbitan sukuk yang memiliki fungsi sebagai penerbit sukuk, *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan aset dan bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) yang mewakili kepentingan investor. Dan perlu dipahami, bahwa sukuk merupakan instrumen penyertaan sementara obligasi adalah instrumen hutang.

Perlu ada pengkajian yang lebih kritis, terutama dalam menempatkan jawaban tentang bentuk sukuk itu sendiri. Pertama, kontrak sukuk dihubungkan dengan asas kontrak, di mana sukuk merupakan jual beli aset yang nyata dan dapat dikuasai secara sempurna. Kedua, kontrak sukuk berlanjut dengan perpindahan hak milik dan obligasi dari satu pihak ke pihak lainnya dan dapat dipertanggungjawabkan secara syar'i. Oleh karena itu, produk sukuk yang berkembang sekarang ini dapat dibenarkan karena bukan dalam bentuk penjualan dengan uang pada harga yang berbeda, tetapi penjualan *asset real* yang diwakili oleh sertifikat sukuk. Demikian pula keuntungan investasi sukuk tidak didasarkan pada kadar yang menjurus kepada riba, tetapi keuntungan diperoleh berdasarkan keuntungan *asset real*, baik dalam bentuk sewa, diskon, maupun *profit sharing*.⁸ Dalam bentuk sederhana sukuk menggambarkan kepemilikan dari suatu aset. Klaim atas sukuk tidak mendasarkan pada *cash flow* melainkan pada kepemilikan.

⁸ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami Dan Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah*, (Yogyakarta: AR-RUZZ MEDIA, 2010), hlm. 100.

Kedudukan inilah yang membedakan antara sukuk dengan obligasi konvensional yang selama ini berfungsi sebagai surat pengakuan utang.

Perbedaan karakteristik antara sukuk dengan obligasi akan ditunjukkan oleh tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1

Perbandingan Sukuk dan Obligasi

| Deskripsi | Sukuk | Obligasi |
|-----------------------------|---|-----------------------------------|
| Penerbit | Pemerintah, Korporasi | Pemerintah, Korporasi |
| Sifat Instrumen | Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset | Instrumen pengakuan utang |
| Penghasilan | Imbalan, bagi hasil, margin | Bunga/kupon, capital gain |
| Jangka Waktu | Pendek-menengah | Pendek-menengah |
| Underlying asset | Perlu | Tidak perlu |
| Pihak yang terkait | Obligor, SPV, investor, <i>Trustee</i> | Obligor/ <i>issuer</i> , investor |
| Price | Market Price | |
| Investor | Islami, konvensional | Konvensional |
| Penggunaan hasil penerbitan | Harus sesuai syariah | Bebas |

Sumber: Kementerian Keuangan Republik Indonesia

Dan perlu diketahui bahwa akad yang paling sering digunakan pada penerbitan sukuk di Indonesia adalah akad ijarah. Pelaksanaan akad yaitu atas persetujuan para pihak secara sukarela dengan pengetahuan yang sempurna tentang akibat-akibat yang ditimbulkan jika akad tersebut dibuat.

Karakteristik sukuk dengan akad ijarah adalah sebagai berikut:

a. Terlengkapinya rukun-rukun sebagai berikut:

- Pemberi sewa/pemberi jasa
- Penyewa/pengguna jasa untuk memperoleh manfaat atas objek yang disewakan

- Objek yang disewakan yang dikuasai oleh mu'ajir dimana musta'jir membayar harga sewa kepada mu'ajir untuk jangka waktu tertentu,

b. Syarat, meliputi hal-hal sebagai berikut:

- Barang dan jasa harus halal sehingga transaksi atas barang dan jasa yang haram menjadi batal demi hukum syariah
- Harga barang dan jasa harus jelas
- Tempat penyerahan harus jelas karena akan berdampak pada biaya transportasi
- Barang yang ditransaksikan harus sepenuhnya dalam kepemilikan karena tidak boleh menjual barang yang belum dimiliki atau dikuasai seperti yang terjadi pada transaksi *short selling* dalam pasar modal.⁹

2) Pertumbuhan Sukuk

Pesatnya perkembangan industri keuangan syariah juga diikuti oleh pesatnya perkembangan keuangan dan pembiayaan syariah yaitu sukuk atau yang lebih dahulu dikenal dengan obligasi syariah. Saat ini pasar sukuk di Indonesia tidak hanya mencakup sukuk yang diterbitkan oleh negara, namun juga diterbitkan oleh korporasi. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar. Sukuk di Indonesia, pertama kali diterbitkan oleh PT Indonesian Satellite Corporation (Indosat) pada bulan September tahun 2002 dengan nilai Rp. 175 miliar. Langkah Indosat tersebut diikuti perusahaan-perusahaan besar lainnya. Sedangkan struktur

⁹ Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*, (Yogyakarta: Ekonisia, 2003), hlm. 223.

sukuk yang digunakan pada periode 2002-2004 lebih didominasi oleh mudharabah sebesar Rp. 740 miliar (88%), sisanya ijarah sebesar Rp. 100 miliar (12%). Adapun periode 2004-2007 didominasi oleh ijarah sebesar Rp. 2,194 triliun (92%), sisanya mudharabah sebesar Rp. 200 miliar (8%).

Perkembangan sukuk korporasi terus menunjukkan trend pertumbuhan positif. Empat belas tahun setelah penerbitan perdana sukuk korporasi pada 2002, sejak pertama kali diterbitkan perkembangan jumlah nilai emisi sukuk mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Sementara pada 2016 ini sudah ada 95 sukuk korporasi dengan total emisi sukuk sebesar Rp. 117,813.84 miliar.¹⁰ Meski dalam jumlah penerbitan maupun nilai emisi selalu mengalami kenaikan, namun secara keseluruhan pertumbuhan sukuk korporasi sangatlah lamban dan stagnan jika dibandingkan obligasi korporasi dan SBSN.

Keberadaan sukuk (surat utang berbasis syari'ah) dapat memperkuat kondisi ekonomi Indonesia dan menahan *buble* ekonomi karena akan memperbanyak portfolio mata uang asing selain dolar.¹¹ Memperhatikan kondisi ekonomi makro, terdapat kecenderungan adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal. Obligasi syariah merupakan salah satu instrumen dari

¹⁰Aam Rusydiana, *Analisis Pertumbuhan Sukuk...*,

¹¹ Dede Abdul Fatah, *Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan*, Jurnal *Innovatio*, Vol. X, No.2, Juli-Desember, (Jakarta: UIN Syarif Hidayatullah Jakarta, 2011), hlm. 292-293.

pasar modal. Oleh karena itu, ketika melakukan investasi pada obligasi syariah maka harus mempertimbangkan analisis ekonomi makro.¹²

3) Pembagian Sukuk

Berdasarkan institusi yang menerbitkan sukuk di Indonesia terbagi menjadi dua, yaitu sukuk yang dikeluarkan pemerintah (sukuk negara) dan sukuk korporasi.

a. Sukuk Negara

Berdasarkan Undang-Undang No, 19 tahun 2008 pasal 1 ayat (1), Surat Berharga Syariah Negara selanjutnya disingkat 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 asing.¹³ Aset Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah objek pembiayaan SBSN atau barang milik negara yang memiliki nilai ekonomis.¹⁴ Sejak berlakunya undang-undang tersebut pemerintah mulai menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai alternatif pembiayaan belanja negara.

Penerbitan SBSN di dalam negeri dilaksanakan melalui tiga metode penerbitan, yaitu *bookbuilding*, *private placement* dan lelang. SBSN yang diterbitkan melalui metode *bookbuilding* yaitu Sukuk Negara Ritel (SR) dan Sukuk Negara Indonesia (SNI). Sukuk negara tidak mewakili sebuah

¹² Eduardus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi. Edisi 1*, (Yogyakarta: Kasinus, 2010), hlm. 339.

¹³ Surat Berharga Syariah Negara, Undang-Undang NO. 19 tahun 2008 Pasal 1 ayat (1).

¹⁴ Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*,..... hlm. 141.

hutang yang diserahkan kepada emiten oleh pemegang sertifikat. Sukuk diterbitkan berdasarkan sebuah kontrak yang dirujuk sesuai dengan peraturan syariah yang mengatur penerbitan dan perdagangannya. Penggunaan dana hasil sukuk juga tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah.

b. Sukuk Korporasi

Sukuk korporasi merupakan sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan (swasta) sebagai emiten. Emiten penerbit sukuk tersebut berasal dari beragam jenis usaha, mulai dari perusahaan telekomunikasi, perkebunan, transportasi, lembaga keuangan, properti, sampai industri swasta. Dalam hal ini yang menjadi *underlying asset* dari sukuk korporasi ini adalah asset dari perusahaan atau anak perusahaan yang dimiliki. Yang menjadi dasar peraturan mengenai sukuk korporasi yaitu Undang-Undang pasar modal No.8 tahun 1995 dan Fatwa DSN-MUI Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002.¹⁵ Berdasarkan akad yang digunakan, penerbitan sukuk korporasi di Indonesia baru menggunakan akad Mudharabah dan Ijarah.

4) Tujuan Penerbitan Sukuk

Di bawah ini merupakan tujuan diterbitkannya sukuk korporasi:

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

¹⁵Fauzian Rahman Aulia, *Tinjauan Atas Sukuk Ijarah...*, hlm. 5.

- c. Memperluas dan mendiversifikasikan basis investor
- d. Mengembangkan alternatif instrumen investasi
- e. Memperluas usaha perusahaan

5) Pihak-Pihak Yang Terlibat Dalam Penerbitan Sukuk

Dalam transaksi sukuk ada beberapa pihak yang terlibat langsung penerbitannya yakni:

- a. Emiten adalah pihak yang terlibat langsung dalam pembentukan akad dan bertanggung jawab atas pembayaran pokok serta imbal hasil sukuk yang diterbitkan, yang mempunyai hak-hak tertentu dalam proses akad selama akad tersebut berlangsung. Diantara hak-hak tersebut adalah hak atas *underlying assets*, hak atas keuntungan dan kerugian (*profit and sharing*), dan hak terhadap biaya pemeliharaan *underlying assets*.¹⁶
- b. *Special Purpose Vehicle (SPV)*, Badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk dengan tugas utama antara lain melakukan pensekuritan aset, pengeluaran sertifikat sukuk mengikuti kontrak tertentu, penjualan sukuk kepada investor, penentuan keuntungan, penebusan sukuk, sebagai badan penjamin pelaksanaan sukuk berjalan sesuai aturan yang telah ada, menjadi *counterpart* (rekan/temanimbangan) dalam transaksi pengalihan aset, dan bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.¹⁷
- c. Investor adalah pihak pemegang sertifikat sukuk yang memiliki hak atas kepemilikan atas *underlying asset*, akan tetapi hanya memiliki hak atas

¹⁶ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami Dan Membedah Obligasi...*, hlm. 152.

¹⁷ *Ibid.*, hlm. 108.

manfaat saja dan bersifat sementara sampai jatuh tempo, oleh karena itu investor berhak mendapat imbal hasil berupa sewa, margin atau bagi hasil.

6) Jenis-Jenis Sukuk

Sukuk sebagai bentuk pendanaan dan sekaligus investasi terbagi dalam 5 akad yang telah diaplikasikan di dunia, antara lain:

1. Sukuk *Ijarah*

Berdasarkan Fatwa DSN-MUI Nomor: 41/DSN-MUI/III/24, obligasi syariah (sukuk) *ijarah* merupakan obligasi syariah *ijarah* yang diterbitkan berdasarkan akad *ijarah* di mana pemegang obligasi syariah *ijarah* tersebut dapat bertindak sebagai penyewa dan dapat pula bertindak sebagai pemberi sewa.¹⁸ Kepemilikan OSI dapat dialihkan kepada pihak lain, selama disepakati dalam akad, Sukuk *Ijarah* dibedakan menjadi *Ijarah Al Muntahiya Bittamlik (Sale and Lease Back)* dan *Ijarah Headlease and Sublease*.¹⁹

2. Sukuk *Mudharabah*

Sukuk atau sertifikat *mudharabah* dapat menjadi instrumen dalam meningkatkan partisipasi publik pada kegiatan investasi. Sukuk *Mudharabah* ialah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah* yang merupakan suatu bentuk kerjasama dimana satu pihak menyediakan modal (*shahibul mal*) dan pihak lain menyediakan

¹⁸ Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk...*, hlm. 109.

¹⁹Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk) Dan Indikator Makroekonomi Indonesia: Sebuah Analisis Vector Error Correction Model (VECM)*, (Bogor: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2012), hlm. 19-20.

tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan akan dibagi berdasarkan perbandingan yang disepakati sebelumnya dan kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pemilih modal.

3. Sukuk *Musarakah*

Merupakan sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musarakah yang merupakan suatu bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal yang digunakan untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan atau kerugian akan ditanggung bersama sesuai dengan partisipasi modal masing-masing pihak.

4. Sukuk *Murabahah*

Dalam sukuk dengan akad murabahah investor membiayai sebagian atau seluruh harga pembelian barang yang telah disepakati kualifikasinya dengan emiten, dan keuntungan investor diperoleh dari selisih harga beli dari produsen dengan harga jual kepada emiten.

5. Sukuk *Istishna'*

Istishna' adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman dimasa depan atau pembayaran di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu. Hal ini dapat digunakan untuk menghasilkan fasilitas pembiayaan pembuatan atau pembangunan rumah, pabrik, proyek, jembatan, jalan, dan jalan tol.²⁰

²⁰ Nurul Huda dan Mustafa Edwin, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*,... hlm. 146.

C. Teori Inflasi

1) Pengertian Inflasi

Inflasi adalah tingkat kenaikan harga secara umum dari barang/komoditas dan jasa selama suatu periode tertentu. Inflasi diukur dengan tingkat inflasi yaitu tingkat perubahan dari tingkat harga secara umum.²¹ Menurut teori kuantitas sebab utama timbulnya inflasi adalah kelebihan permintaan yang disebabkan karena penambahan jumlah uang yang beredar. Tingkat inflasi berpengaruh positif maupun negatif tergantung pada derajat inflasi itu sendiri, inflasi yang berlebihan dapat merugikan perekonomian secara keseluruhan, yaitu dapat membuat banyak perusahaan mengalami kebangkrutan.²²

Inflasi diukur dengan tingkat inflasi yaitu tingkat perubahan dari tingkat harga secara umum. Persamaannya adalah sebagai berikut:

$$INF = \frac{(IHK_t - IHK_{t-1})}{IHK_{t-1}} \times 100\%$$

Kenaikan harga diukur dengan menggunakan index harga. Beberapa index harga yang sering digunakan untuk mengukur inflasi antara lain:²³

1) Indeks biaya hidup (*consumer price indeks*)

²¹Adiwarman Karim, *Ekonomi Makro Islami...*, hlm. 135-136.

²²Mohammad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, (Jakarta: Erlangga, 2006), hlm. 201.

²³Nopirin, *Ekonomi Moneter Buku 2 Edisi Pertama*, (Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta, 2000), hlm. 25-26.

Indeks biaya hidup mengukur biaya atau pengeluaran untuk membeli sejumlah barang dan jasa yang dibeli oleh rumah tangga untuk keperluan hidup.

2) Indeks harga perdagangan besar (*wholesale price index*)

Indeks perdagangan besar menitikberatkan pada sejumlah barang pada tingkat perdagangan besar. Ini berarti harga bahan mentah, bahan baku atau setengah jadi masuk dalam perhitungan indeks harga. Biasanya perubahan indeks harga ini sejalan atau searah dengan indeks biaya hidup.

3) GNP (*deflator*)

GNP *deflator* adalah jenis indeks yang lain. Berbeda dengan indeks biaya hidup dan indeks harga perdagangan besar diatas dalam cakupan barangnya. GNP *deflator* mencakup jumlah barang dan jasa yang masuk dalam perhitungan GNP, jadi lebih banyak jumlahnya bila dibanding dengan dua indeks di atas. GNP *deflator* diperoleh dengan membagi GNP nominal (atas dasar harga berlaku) dengan GNP riil (atas dasar harga konstan).

$$\text{GNP deflator} = \frac{\text{GNP Nominal}}{\text{GNP Riil}} \times 100$$

Inflasi yang tidak stabil akan menciptakan ketidakpastian (*uncertainty*) bagi pelaku ekonomi dalam mengambil keputusan. Pengalaman empiris menunjukkan bahwa inflasi yang tidak stabil akan menyulitkan keputusan masyarakat dalam melakukan konsumsi, investasi

dan produksi yang pada akhirnya akan menurunkan pertumbuhan ekonomi. Sehingga ketidakstabilan inflasi akan mengganggu pertumbuhan ekonomi dan mengganggu kegiatan investasi khususnya.

Masalah inflasi menimbulkan efek atau akibat yang buruk kepada masyarakat. Akibat buruk yang paling nyata ialah kemerosotan pendapatan riil yang diterima masyarakat. Pendapatan pekerja tidak selalu mengalami perubahan untuk menyesuaikan dengan keadaan inflasi. Disamping itu inflasi perlu dihindari oleh karena dapat menimbulkan berbagai akibat buruk ke atas kegiatan dalam perekonomian yang pada akhirnya akan menimbulkan ketidakstabilan, pertumbuhan yang lambat dan pengangguran yang semakin meningkat.²⁴

Inflasi yang serius, yaitu yang kelajuannya sudah tidak dapat dikendalikan, akan mengurangi tabungan, mengurangi minat perusahaan untuk melakukan investasi yang produktif, dan dapat menimbulkan kemerosotan nilai mata uang dan defisit dalam neraca pembayaran. Hal tersebut akan memperlambat pertumbuhan ekonomi dan meningkatkan pengangguran. Sebenarnya inflasi bukan masalah yang terlalu berarti apabila keadaan tersebut diiringi oleh tersedianya komoditi yang diperlukan secara cukup dan ditimpali dengan naiknya tingkat pendapatan yang lebih besar dari % inflasi tersebut (daya beli masyarakat meningkat lebih besar dari tingkat inflasi). Akan tetapi manakala biaya produksi untuk menghasilkan komoditi semakin tinggi yang menyebabkan harga jualnya

²⁴ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Modern: Perkembangan Pemikiran Dari Klasik Hingga Keynesian Baru*, (Jakarta: PT RajaGrafindo, 2012), hlm. 10.

juga menjadi relatif tinggi sementara disisi lain tingkat pendapatan masyarakat relatif tetap maka barulah inflasi menjadi sesuatu yang “membahayakan” apalagi bila berlangsung dalam waktu yang relatif lama dengan porsi berbanding terbalik antara tingkat inflasi terhadap tingkat pendapatan (daya beli).

Kebijakan ekonomi suatu negara biasanya akan berusaha agar inflasi tetap berada pada taraf inflasi ringan. Inflasi seperti ini akan mengurangi pendapatan riil pekerja-pekerja berpenghasilan tetap, tetapi kemerosotan tersebar tidaklah terlalu besar. Inflasi seperti ini juga menimbulkan efek yang baik dalam perekonomian. Keuntungan perusahaan meningkat (akibat harga yang meningkat tetapi tidak diikuti oleh kenaikan gaji) dan ini akan meningkatkan lebih banyak investasi. Lanjutan dari perkembangan ini adalah kesempatan kerja dan pendapatan meningkat dan mendorong pada pertumbuhan ekonomi.²⁵

2) Jenis-Jenis Inflasi

Ada berbagai cara untuk menggolongkan inflasi. Penggolongan pertama didasarkan atas parah tidaknya inflasi tersebut. Berdasarkan ini inflasi dapat dibagi atas:²⁶

a. Inflasi Merayap (*creeping inflation*)

Pada jenis ini inflasi biasanya ditandai dengan laju inflasi yang rendah (kurang dari 10% per tahun). Kenaikan harga berjalan secara lambat, dengan persentase yang kecil. Inflasi ini masih mudah di

²⁵ Ibid., hlm. 11.

²⁶ Nopirin, *Ekonomi Moneter Buku 2...*, hlm. 27.

kendalikan, harga-harga naik secara umum. Walau bagaimanapun inflasi seperti ini sering kali menimbulkan efek yang baik dalam perekonomian.

b. Inflasi Menengah (*galloping inflation*)

Inflasi pada tingkat ini terjadi dengan kenaikan harga yang cukup besar (biasanya inflasi *double digit* atau *triple digit*) dan kadang kala berjalan dalam waktu yang relatif pendek. Pada tingkatan inflasi seperti ini orang hanya mau memegang uang seperlunya saja, sedangkan kekayaan disimpan dalam bentuk aset-aset riil.

c. Inflasi Tinggi (*hyper inflation*)

Merupakan proses kenaikan harga-harga yang sangat cepat, yang menyebabkan tingkat harga menjadi dua atau beberapa kali lipat dalam masa yang singkat.²⁷ Nilai uang semakin merosot dengan tajam sehingga ingin ditukarkan dengan barang. Biasanya keadaan ini timbul apabila pemerintah mengalami defisit anggaran belanja (akibatnya ditimbulkan adanya perang) yang dibelanjai/ditutupi dengan mencetak uang.

Menurut teori kuantitas sebab utama timbulnya inflasi adalah kelebihan permintaan yang disebabkan karena penambahan jumlah uang beredar. Atas dasar sebab awal dari inflasi ini, inflasi dapat dibedakan atas:

a) Inflasi tarikan permintaan (*Demand Pull Inflation*)

Inflasi ini biasanya terjadi pada masa perekonomian berkembang dengan pesat. Kesempatan kerja yang tinggi menciptakan tingkat pendapatan yang tinggi dan selanjutnya menimbulkan pengeluaran yang

²⁷ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Modern*.,... hlm. 337.

tinggi pula atas barang dan jasa. Pengeluaran yang berlebih ini akan menimbulkan inflasi.

Inflasi tarikan permintaan terjadi ketidakstabilan politik yang terus menerus dalam masa ini pemerintah berbelanja jauh melebihi pajak yang dipungutnya. Pengeluaran pemerintah yang berlebihan tersebut menyebabkan permintaan agregat akan melebihi kemampuan ekonomi tersebut menyediakan barang dan jasa. Maka keadaan ini akan menyebabkan inflasi.²⁸

b) *Inflasi dorongan harga (Cost Push Inflation)*

Disebabkan oleh adanya kelangkaan produksi dan/atau juga termasuk adanya kelangkaan distribusi, walau permintaan secara umum tidak ada perubahan yang meningkat secara signifikan. Adanya ketidaklancaran aliran distribusi ini atau berkurangnya produksi yang tersedia dari rata-rata permintaan normal dapat memicu kenaikan harga sesuai dengan berlakunya hukum permintaan-penawaran.

Perbedaan dari *demand pull inflation* dengan *cost push inflation*, yaitu (a) pada *demand pull inflation* terjadi kenaikan *output* sedangkan pada *cost push inflation* yang terjadi malah penurunan *output*, (b) pada *demand pull inflation*, kenaikan harga barang mendahului kenaikan harga bahan-bahan *input* sedang pada *cost push inflation*, kenaikan harga barang *input* yang mendahului kenaikan harga barang *output*.

²⁸Tony Hartono, *Mekanisme Ekonomi Dalam Konteks Ekonomi Indonesia*, (Bandung: PT Remaja Rosdakarya, 2006), hlm. 314.

Efek buruk yang dari inflasi, kenaikan harga-harga yang tinggi dan terus-menerus bukan saja menimbulkan beberapa efek buruk ke atas kegiatan ekonomi, tetapi juga kepada kemakmuran individu dan masyarakat.²⁹

1) Inflasi dan perkembangan ekonomi

Inflasi yang tinggi tingkatnya tidak akan menggalakkan perkembangan ekonomi. Biaya yang terus menerus naik menyebabkan kegiatan produktif sangat tidak menguntungkan. Maka pemilik modal biasanya lebih suka menggunakan uangnya untuk tujuan spekulasi. Tujuan ini antara lain dengan membeli harta-harta tetap seperti tanah, rumah dan bangunan. Dengan demikian, pengusaha lebih suka menjalankan kegiatan investasi yang bersifat seperti ini.

Kenaikan harga-harga menimbulkan efek yang buruk terhadap perdagangan. Kenaikan harga menyebabkan barang-barang dalam negara tidak dapat bersaing di pasar internasional. Sehingga menyebabkan ekspor akan menurun. Dan sebaliknya, kenaikan harga-harga produksi dalam negeri yang semakin tinggi sebagai akibat inflasi menyebabkan barang-barang impor menjadi relatif lebih murah. Maka lebih banyak impor akan dilakukan. Ekspor yang menurun dan diikuti dengan impor yang bertambah menyebabkan ketidakseimbangan dalam aliran mata uang asing. Sehingga kedudukan neraca pembayaran akan memburuk.

2) Inflasi dan kemakmuran masyarakat

²⁹ Sadono Sukirno, *Makroekonomi, Teori Pengantar*,... hlm. 338.

Di samping menimbulkan efek buruk terhadap kegiatan ekonomi negara, inflasi juga menimbulkan efek-efek kepada individu dan masyarakat seperti berikut:

- a) Inflasi akan menurunkan pendapatan riil orang-orang yang berpendapatan tetap. Pada umumnya kenaikan upah tidaklah secepat kenaikan harga-harga. Maka inflasi akan menurunkan upah riil individu-individu yang berpendapatan tetap.
- b) Inflasi akan mengurangi nilai kekayaan yang berbentuk uang. Sebagian kekayaan masyarakat disimpan dalam bentuk uang. Simpanan di bank, simpanan tunai, dan simpanan dalam institusi-institusi keuangan lain merupakan simpanan keuangan. Nilai riilnya akan menurun apabila inflasi berlaku.
- c) Memperburuk pembagian kekayaan. Penerima pendapatan tetap akan menghadapi kemerosotan dalam nilai riil pendapatannya, dan pemilik kekayaan bersifat keuangan mengalami penurunan dalam nilai riil kekayaannya. Dengan demikian, inflasi menyebabkan pembagian pendapatan di antara golongan berpendapatan tetap dengan pemilik-pemilik harta tetap dan penjual/pedagang akan menjadi semakin tidak merata.³⁰

Suatu perusahaan atau seorang individu akan selalu berusaha untuk mencari kombinasi bentuk kekayaan sedemikian rupa. Oleh karena mereka biasanya menghadapi adanya ketidakpastian, seperti ketidakpastian tentang

³⁰ Ibid., hlm. 339.

apakah perusahaan yang mengeluarkan surat berharga itu akan bangkrut atau tidak.³¹ Pendapatan riil dari suatu bentuk kekayaan tergantung pada laju inflasi. Suatu bentuk kekayaan yang memberikan pendapatan nominal secara tetap, maka pendapatn riilnya akan berbanding terbalik dengan laju inflasi. Semakin tinggi laju inflasi, semakin rendah pendapatan riil yang diterimanya. Bentuk kekayaan lain memberikan pendapatan nominal yang naik dengan makin tingginya inflasi sehingga pendapatan riilnya relatif tetap. Peningkatan inflasi mengakibatkan adanya penurunan nilai riil aliran kas atau pendapatan yang diperoleh dari obligasi, sehingga ketika terjadi peningkatan inflasi maka investor meminta tingkat *return* obligasi yang tinggi. Ketika perusahaan tidak memberikan tingkat *return* obligasi yang tinggi investor akan memilih menginvestasikan dananya dalam bentuk aset-aset riil.

Maka makin tinggi laju inflasi, akan menyebabkan makin banyaknya orang menukarkan kekayaan yang berupa uang atau surat berharga (*financial asset*) dengan kekayaan fisik barang yang nilainya naik sejalan dengan inflasi. Oleh karena itu tingkat inflais yang diperkirakan akan merupakan salah satu faktor (variabel) yang menentukan permintaan akan surat berharga. Pengaruhnya positif untuk kekayaan yang berbentuk fisik barang dan negatif yang berbentuk uang atau surat berharga.³²

³¹ Nopirin, *Ekonomi Moneter Buku 2...*, hlm. 111.

³² *Ibid.*, hlm. 114-115.

D. Teori Nilai Tukar (Kurs Valuta Asing)

1) Pengertian Nilai Tukar

Kurs valuta asing atau kurs mata uang asing menunjukkan harga atau nilai mata uang suatu negara dinyatakan dalam nilai mata uang negara lain. Nilai tukar juga merupakan perbandingan antara mata uang suatu negara terhadap 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 asing. Kurs yang menunjukkan bahwa US\$ 1.00 sama dengan Rp 8,400 berarti untuk memperoleh satu dolar Amerika Serikat dibutuhkan 8,400 rupiah Indonesia. Kurs valuta asing di antara dua negara seringkali berbeda di antara satu masa dengan masa yang lainnya.³³

Nilai tukar merupakan harga yang harus dibayar oleh mata uang suatu negara untuk memperoleh mata uang dari negara lain. Kurs memainkan peranan yang amat penting dalam keputusan-keputusan pembelanjaan karena kurs memungkinkan kita untuk menerjemahkan harga-harga dari berbagai negara ke dalam satu bahasa yang sama. Kurs valuta asing dapat didefinisikan sebagai nilai seunit valuta asing apabila ditukarkan dengan mata uang dalam negeri.

Perubahan nilai tukar asing dalam pasaran global mungkin dapat terjadi sewaktu-waktu, menyebabkan berlakunya risiko pada kadar perubahan bayaran sewa dan keuntungan bagi *sukukholder*. Sukuk yang

³³ Sadono Sukirno, *Makroekonomi, Teori Pengantar*,... hlm. 397.

diperjualbelikan dengan menggunakan unit mata uang USD misalnya, menyebabkan akumulasi dana sukuk terhadap aset dan keuntungan ditentukan dengan nilai mata uang yang sama.³⁴

2) Penentuan Nilai Tukar (Kurs Valuta Asing)

Perubahan nilai tukar dapat dibedakan menjadi dua yaitu depresiasi dan apresiasi. Dalam sistem perekonomian makro bila terjadi kenaikan nilai tukar berarti terdapat *supply* dalam jumlah yang lebih besar dari periode sebelumnya. Depresiasi adalah penurunan nilai mata uang domestic terhadap mata uang asing, sedangkan apresiasi adalah kenaikan nilai mata uang domestik terhadap mata uang asing. Bila kondisi lain tetap (*ceteris paribus*), maka depresiasi mata uang suatu negara membuat harga barang-barang negara tersebut lebih murah bagi pihak luar negeri sedangkan harga barang luar negeri menjadi lebih mahal bagi pihak luar negeri. Dan sebaliknya, apresiasi mata uang suatu negara menyebabkan harga barang Negara tersebut menjadi mahal bagi pihak luar negeri sedangkan harga barang luar negeri menjadi lebih murah bagi pihak dalam negeri.³⁵ Pada besaran tertentu, apresiasi akan menyebabkan turunnya daya saing ekspor, sehingga otoritas moneter yang terkait akan menurunkan tingkat suku bunga. Sebaliknya, akan menaikkan tingkat suku bunga jika terdapat penurunan nilai mata uang.³⁶

³⁴ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk Memahami ...*, hlm. 305.

³⁵ Sadono Sukirno, *Pengantar Ekonomi Makro: Edisi Ketiga*, (Jakarta: Rajawali Press, 2001), hlm. 398.

³⁶ Edward, *Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Perubahan Harga Obligasi*, (Semarang: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2007), hlm. 22.

Pada dasarnya ada tiga sistem atau cara untuk menentukan tinggi-rendahnya nilai tukar valuta asing:³⁷

1. Kurs Tetap (*Fixed exchange rate*)

Adalah sistem penentuan nilai mata uang asing di mana bank sentral menetapkan harga berbagai mata uang asing tersebut dan harga tersebut tidak diubah dalam jangka masa yang lama. Dalam sistem kurs tetap, pemerintah menetapkan nilai tukar mata uang dalam negeri secara tetap terhadap nilai tukar mata uang lain. Sistem kurs tetap tidak dapat menjamin agar keseimbangan permintaan dan penawaran mata uang asing dicapai pada kurs yang ditetapkan. Dengan demikian, pada kurs yang ditetapkan biasanya permintaan dan penawaran tidak seimbang.³⁸

2. Kurs Bebas (*Floating exchange rate*)

Sistem kurs fleksibel merupakan nilai mata uang asing yang ditetapkan berdasarkan perubahan permintaan dan penawaran di pasaran valuta asing dari hari ke hari. Kurs dibiarkan bergerak bebas sesuai dengan permintaan dan penawaran di bursa-bursa internasional. Dengan demikian, jumlah uang beredar dan tingkat harga dalam negeri lebih dapat dikendalikan. Tetapi akibatnya kurs menjadi yang tidak stabil, sewaktu-waktu bisa naik-turun atau berubah-ubah.

3. Kurs Distabilkan (*Managed Floating*)

Yaitu ditetapkan oleh pemerintah/bank sentral dalam perbandingan tertentu dengan dollar atau valuta lainnya. Kurs dibiarkan mengambang

³⁷ T. Gilarso, *Pengantar Ilmu Ekonomi Makro*, (Yogyakarta: KANISIUS, 2004), hlm. 300-303.

³⁸ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Modern*,... hlm. 197.

(*floating*) dulu, dengan maksud agar melalui proses permintaan dan penawaran di pasar bebas tercapai kurs yang lebih realistis, setelah itu ditetapkan lagi kurs yang resmi.

3) Sistem Nilai Tukar

Nilai tukar suatu mata uang didefinisikan sebagai harga relatif dari suatu mata uang terhadap mata uang lainnya. Pada dasarnya terdapat tiga sistem nilai tukar, yaitu:

1. *Floating Exchange Rate System* (Sistem Nilai Tukar Mengambang)

Pada sistem ini, nilai tukar dibiarkan bergerak bebas sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran yang terdapat di pasar. Dengan demikian, nilai tukar akan menguat apabila terjadi kelebihan penawaran di atas permintaan, dan sebaliknya nilai tukar akan melemah apabila terjadi kelebihan permintaan di atas penawaran yang ada pada pasar valuta asing. Semakin terbuka perekonomian suatu negara yang disertai dengan sistem nilai tukar mengambang dan sistem devisa bebas, maka semakin besar pengaruh nilai tukar dan aliran dana luar negeri terhadap perekonomian dalam negeri.³⁹

2. *Fixed Exchange Rate System* (Sistem Nilai Tukar Tetap)

Pada sistem ini, nilai tukar atau kurs suatu mata uang terhadap mata uang lain ditetapkan pada nilai tertentu misalnya, nilai tukar rupiah terhadap mata uang dolar Amerika adalah Rp 8000 per dolar. Pada nilai tukar ini bank sentral akan siap untuk menjual dan membeli kebutuhan

³⁹ Aulia Pohan, *Kerangka Kebijakan Moneter & Implementasinya di Indonesia*, (Jakarta: PT RajaGrafindo, 2008), hlm. 48.

devisa untuk mempertahankan nilai tukar yang ditetapkan. Apabila nilai tukar tersebut tidak dapat dipertahankan, maka bank sentral dapat melakukan devaluasi atau revaluasi nilai tukar yang ditetapkan.

3. *Managed Floating Exchange Rate System* (Sistem Nilai Tukar Mengambang Terkendali)

Sistem nilai tukar mengambang terkendali merupakan sistem yang berada di antara kedua sistem nilai tukar di atas. Dalam sistem nilai tukar ini, bank sentral menetapkan batasan suatu kisaran tertentu dari pergerakan nilai tukar yang disebut *intervention bond* batas pita intervensi.

E. Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Terdapat beberapa surat berharga yang diterbitkan oleh BI, salah satunya Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah berjangka pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) diterbitkan sebagai salah satu instrumen Operasi Pasar Terbuka dalam rangka pengendalian moneter yang dilakukan berdasarkan prinsip syariah. SBIS diterbitkan dengan memakai akad *Ju'alah*.⁴⁰ Akad *ju'alah* adalah janji atau komitmen (*iltizam*) untuk memberikan imbalan tertentu (*'iwadh/ju'l*) atas pencapaian hasil (*natijah*) yang ditentukan dari suatu pekerjaan. BI telah menetapkan dan memberikan imbalan atas SBIS yang diterbitkan, dibayarkan pada saat jatuh tempo. Pihak yang dapat memiliki SBIS

⁴⁰Tri Hendro dan Conny Tjandra Rahardja, *Bank Dan...*, hlm. 49-50.

adalah Bank Umum Syariah (BUS) dan Unit Usaha Syariah (UUS). Tujuan dikeluarkannya peraturan Bank Indonesia tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah ini ditujukan sebagai salah satu instrumen operasi pasar terbuka dalam rangka pengendalian moneter yang dikeluarkan berdasarkan prinsip syariah.⁴¹

Tingkat suku bunga yang berlaku pada setiap penjualan SBI ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan sistem lelang. Sejak awal Juli 2005, BI menggunakan mekanisme *BI rate* (suku bunga BI), yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan BI untuk pelelangan pada masa periode tertentu. *BI rate* tersebut kemudian yang digunakan sebagai acuan para pelaku pasar dalam mengikuti pelelangan. Tingkat suku bunga yang cenderung menurun akan menjadi momentum bagi para emiten, baik korporasi BUMN dan swasta maupun pemerintah untuk menerbitkan obligasi. Dengan turunnya tingkat suku bunga, maka biaya yang harus dikeluarkan untuk membayar bunga atau kupon menjadi lebih rendah sehingga obligasi yang diterbitkan menjadi bertambah.⁴²

Sertifikat Bank Indonesia Syariah memiliki karakteristik sebagai berikut:

Satuan unit sebesar Rp, 1,000,000,00 (satu juta rupiah);

- a) Berjangka waktu paling kurang 1 (satu) bulan dan paling lama 12 (dua belas) bulan;
- b) Diterbitkan tanpa warkat (*scripless*);
- c) Dapat diagunkan kepada Bank Indonesia; dan
- d) Tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder

⁴¹Ahmad Ifham Sholihin, *Pedoman Umum Lembaga Keuangan Syariah*, (Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2010), hlm. 288.

⁴²Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk)...*, hlm. 32-33.

Dengan adanya instrumen tersebut, bank syariah tidak perlu takut menerima dana pihak ketiga dari individu atau korporat dalam jumlah besar. Saat ini banyak bank umum ataupun unit usaha syariah yang tidak mau menerima dana masyarakat yang bernilai besar karena ragu tidak mampu menyalurkannya. Bila hal tersebut dipaksakan, akibatnya bagi hasil yang diterima pemilik dana justru akan mengecil dan tingkat pembiayaan bermasalah pun akan meningkat.⁴³

1. Imbalan SBIS

- a) Bank Indonesia membayar imbalan atas SBIS milik BUS atau UUS pada saat SBIS jatuh waktu,
- b) Tingkat imbalan yang diberikan mengacu kepada tingkat diskonto hasil lelang Sertifikat Bank Indonesia (SBI) berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS,
- c) Dalam hal pada saat yang bersamaan tidak terdapat lelang SBI, tingkat imbalan yang diberikan sebagaimana dimaksud pada angka dua mengacu kepada data terkini antara tingkat imbalan SBIS atau tingkat diskonto SBI berjangka waktu sama,
- d) Perhitungan imbalan SBIS dihitung berdasarkan rumus sebagai berikut:
Nilai Imbalan SBIS = Nilai Nominal SBIS × (Jangka Waktu SBIS/360)
× Tingkat Imbalan SBIS.

⁴³Sahira, *Pemodelan Sertifikat Bank Indonesia Syariah Dengan Metode System Dynamics*, (Jakarta: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2010), hlm. 36-38.

Dengan begitu bagi hasil yang diterima Perbankan Syariah dari SBIS menjadi setara dengan bunga yang diterima Perbankan Konvensional dari SBI.

2. Lelang SBIS

Bank Indonesia menerbitkan SBIS melalui mekanisme lelang. Penerbitan SBIS menggunakan BI-SSSS. BI-SSSS adalah Bank Indonesia *Scriptless Securities Settlement System* yang merupakan sarana transaksi dengan Bank Indonesia termasuk penatausahaannya dan penatausahaan surat berharga secara elektronik dan terhubung langsung antara peserta penyelenggara dan Sistem Bank Indonesia *Real Time Gross Settlement*.

3. Repo SBIS

BUS atau UUS dapat mengajukan repo SBIS kepada Bank Indonesia. Repo SBIS berdasarkan prinsip *qard* yang diikuti dengan *rahn*. BUS atau UUS yang mengajukan Repo SBIS, harus menandatangani perjanjian pengagungan SBIS dalam rangka Repo SBIS serta menyampaikan dokumen pendukung yang dipersyaratkan kepada Bank Indonesia. Bank Indonesia menetapkan dan mengenakan biaya atas Repo SBIS.⁴⁴

4. Penatausahaan SBIS

Bank Indonesia menatausahakan SBIS dalam suatu sistem penatausahaan secara elektronik dalam BI-SSSS. Sistem penatausahaan yang dikelola Bank Indonesia mencakup sistem penyelesaian transaksi SBIS

⁴⁴Ahmad Ifham Sholihin, *Pedoman Umum...*, hlm. 290.

dan pencatatan kepemilikan SBIS. Sistem pencatatan kepemilikan SBIS dilakukan tanpa warkat.

F. Kajian Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang dipaparkan dalam penelitian ini tidak terbatas pada pertumbuhan sukuk tertentu saja, tetapi bersifat umum mengingat keterbatasan penelitian terdahulu terkait sukuk korporasi. Adapun penelitian sebelumnya secara sistematis yang menjadi bahan acuan dalam penyusunan skripsi dapat disajikan sebagai berikut:

Penelitian yang dilakukan oleh **Mustika Rini** mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor (2012) melakukan penelitian tentang analisis obligasi syariah (sukuk) dan indikator makroekonomi indonesia: sebuah analisis *vector error correction model* (VECM). Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini variabel independen menggunakan pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, pengangguran terbuka, bonus sertifikat bank indonesia syariah dan variabel dependen menggunakan penerbitan sukuk. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis *vector error correction model* (VECM). Dari hasil penelitian tersebut dapat dilihat bahwa pada jangka pendek tidak ada satupun variabel independen yang signifikan terhadap sukuk. Pada jangka panjang hubungan variabel inflasi, tingkat pengangguran, dan bonus SBIS berpengaruh signifikan secara negatif terhadap penerbitan sukuk. Sedangkan

variabel jumlah uang beredar dan pertumbuhan ekonomi yang berpengaruh signifikan secara positif terhadap penerbitan sukuk.⁴⁵

Adapun perbedaan dalam penelitian ini menggunakan metode analisis *vector error correction model* (VECM) dan terdapat salah satu variabel independen yang tidak sama, sedangkan penelitian yang menggunakan variabel independen nilai tukar rupiah dengan metode regresi linear berganda.

Penelitian juga dilakukan oleh **Ina Listya Widianti** mahasiswa Fakultas Syariah dan Hukum UIN Syarif Hidayatullah Jakarta (2015) untuk menganalisa respon jumlah uang beredar, inflasi, nilai tukar, *BI rate*, dan bagi hasil deposito *mudharabah* terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini variabel dependen menggunakan pertumbuhan sukuk korporasi dan variabel independen menggunakan jumlah uang beredar, inflasi, nilai tukar, *BI rate*, dan bagi hasil deposito *mudharabah*. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode analisis *vector error correction model* (VECM). Dari hasil penelitian yang dilakukan tersebut dapat disimpulkan bahwa guncangan yang terjadi pada jumlah uang beredar, inflasi dan *BI rate* direspon positif oleh pertumbuhan sukuk korporasi. Sedangkan guncangan yang terjadi pada nilai tukar dan bagi hasil deposito *mudharabah* direspon negatif oleh pertumbuhan sukuk korporasi. Adapun variabel-variabel makroekonomi didapatkan bahwa bagi hasil deposito *mudharabah* mempengaruhi pertumbuhan sukuk sebesar 12,14%, diikuti oleh nilai tukar rupiah sebesar 8,53%, inflasi sebesar 0,59%,

⁴⁵ Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk) ...*,

jumlah uang beredar sebesar 0,29% dan terakhir BI *rate* sebesar 0,27%. Penelitian ini sama-sama meneliti pengaruh faktor makroekonomi terhadap variabel dependen yang diteliti.⁴⁶

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang saya lakukan adalah metode yang digunakan dalam penelitian. Peneliti disini menggunakan metode analisis *vector error correction model* (VECM), sedangkan penelitian yang saya lakukan menggunakan analisis regresi linear berganda. Selain itu terdapat penambahan variabel independen yaitu sertifikat bank indonesia syariah sebagai faktor yang mempengaruhi variabel dependen.

Penelitian yang dilakukan **Akhmad Syaifudin** mahasiswa Fakultas Syariah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta (2015) dengan tujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh *price, rating, yield, SBIS* dan GDP terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan *price, rating, yield, SBIS* dan GDP dan variabel dependen menggunakan permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis linear berganda. Hasil penelitian mengidentifikasi bahwa secara parsial *price* berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia. Sedangkan *rating* secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia. Adapun variabel-variabel lain seperti *yield, SBIS* dan GDP secara

⁴⁶ Ina Listya Widiyanti, *Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi Di Indonesia*, (Jakarta: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2015).

parsial tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia. Dari hasil penelitian secara simultan diketahui bahwa signifikansi adalah 0,026 yang menyatakan nilai probabilitasnya kurang dari 5%, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel *price*, *rating*, *yield*, SBIS dan GDP secara simultan berpengaruh terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia.⁴⁷

Perbedaan penelitian ini yaitu terletak pada variabel independen inflasi dan nilai tukar rupiah yang saya gunakan dan terhadap variabel yang dipengaruhi

Penelitian yang dilakukan **Widia Ifana** mahasiswa Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta (2015) dengan tujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi minat investor dalam pembelian sukuk negara. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan deposito mudharabah, nilai kurs dan *BI rate* dan variabel dependen menggunakan jumlah emisi sukuk negara. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa secara parsial variabel deposito mudharabah berpengaruh positif dan signifikan terhadap emisi sukuk negara. Sedangkan variabel nilai kurs dan BI Rate berpengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap emisi sukuk negara. Dari hasil penelitian secara

⁴⁷Akhmad Syaifudin, *Pengaruh Price, Rating, Yield, SBIS...*,

simultan diketahui bahwa variabel deposito mudharabah, nilai kurs, dan BI Rate berpengaruh secara simultan terhadap emisi sukuk negara.⁴⁸

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi, setelah itu faktor independen yang ada digunakan oleh peneliti selain nilai kurs juga menambahkan inflasi dan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS).

Penelitian yang dilakukan **Habibulloh Ritonga** mahasiswa Fakultas Syariah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta (2013) dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh tingkat inflasi, *rating*, *yield*, *tenor*, *size* dan tingkat bagi hasil deposito terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal syariah. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan tingkat inflasi, *rating*, *yield*, *tenor*, *size* dan tingkat bagi hasil deposito, dan variabel dependen menggunakan permintaan sukuk korporasi. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode analisis regresi berganda. Dari hasil penelitian mengindikasikan bahwa secara parsial hanya variabel *size* (nilai emisi) yang berpengaruh secara signifikan terhadap permintaan sukuk terbukti pada uji t nilai yang didapat berada di bawah $\alpha = 5\%$ yaitu ($0,002 < 0,05$). Dengan demikian, semakin besar *size* sukuk maka semakin besar pula tingkat permintaan terhadapnya. Sedangkan variabel tingkat inflasi, *rating*, *yield*, *tenor*, dan imbah hasil deposito berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap permintaan sukuk korporasi di pasar modal syariah. Secara simultan

⁴⁸Widia Ifana, *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Investor Dalam Pembelian Sukuk Negara*, (Yogyakarta: Skripsi Tidak Diterbitkan , 2015).

tingkat inflasi, rating, yield, tenor, size dan imbal hasil deposito berpengaruh secara signifikan terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal, terbukti uji F nilai yang didapat berada di bawah $\alpha = 5\%$ yaitu ($0,026 < 0,05$). Penelitian ini juga menunjukkan hasil bahwa kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen sebesar 22,10%.⁴⁹

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi secara keseluruhan, setelah itu faktor independen yang ada digunakan oleh peneliti selain inflasi juga menambahkan nilai tukar dan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS).

Penelitian yang dilakukan **Muhammad Maftuh** mahasiswa Fakultas Syariah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta (2014) dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh harga sukuk negara ritel, tingkat inflasi, *BI rate*, dan tingkat bagi hasil deposito mudharabah terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR-003. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan harga sukuk negara ritel, tingkat inflasi, *BI rate*, dan tingkat bagi hasil deposito mudharabah dan variabel dependen menggunakan tingkat permintaan sukuk ritel SR-003. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa secara simultan harga sukuk negara ritel, tingkat inflasi, *bi rate*, dan tingkat bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR-003. Dari hasil penelitian secara parsial variabel harga sukuk negara ritel berpengaruh

⁴⁹ Habibulloh Ritonga, *Pengaruh Tingkat Inflasi, Rating, Yield, Tenor, Size Dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Terhadap Permintaan Sukuk Korporasi Pada Pasar Modal Syariah*, (Yogyakarta: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2013).

negatif signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR-003. Sedangkan variabel tingkat inflasi, *BI rate*, dan tingkat bagi hasil deposito mudharabah tidak berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR-003. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor utama yang menentukan tingkat investor terhadap permintaan sukuk ritel SR-003 adalah harga sukuk ritel itu sendiri.⁵⁰

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi secara keseluruhan, setelah itu faktor independen yang ada digunakan oleh peneliti selain inflasi juga menambahkan nilai tukar dan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS).

Penelitian yang dilakukan **Dicky Ageng P** mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah Jakarta (2013) dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh inflasi, jumlah uang beredar, kurs rupiah, dan *BI rate* terhadap terjadinya *default sukuk* yang diterbitkan oleh PT Berlian Laju Tanker periode 2007-2011. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan pengaruh inflasi, jumlah uang beredar, kurs rupiah, dan *BI rate*, dan variabel dependen menggunakan *default sukuk* PT Berlian Laju Tanker. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode analisis regresi berganda. Dari hasil penelitian tersebut mengindikasikan bahwa secara simultan variabel inflasi, jumlah uang beredar, kurs rupiah, dan *BI rate* memiliki pengaruh signifikan terhadap *fee ijarah default sukuk*. Secara parsial hanya variabel inflasi dan jumlah uang beredar yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *fee ijarah default sukuk* dengan

⁵⁰ Muhammad Maftuh, *Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Tingkat Inflasi, Bi Rate, Dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel SR 003*, (Yogyakarta: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2014).

nilai sig sebesar 0,049 dan 0,016. Sedangkan variabel independen lain seperti kurs rupiah dan *BI rate* tidak terlalu mempengaruhi terjadinya *fee ijarah default sukuk* PT BLTA yaitu dengan nilai sig 0,267 dan 0,503. Hasil penelitian tersebut menunjukkan memiliki nilai *adjusted R square* sebesar 66,4%.⁵¹

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi secara keseluruhan, setelah itu faktor independen yang ada digunakan oleh peneliti selain inflasi dan nilai tukar juga menambahkan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS).

Penelitian yang dilakukan **Inneke Selvianty** mahasiswa Fakultas Ekonomi UIN Maulana Malik Ibrahim Malang (2015) dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh indikator makro ekonomi terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan pertumbuhan ekonomi (PDB), inflasi, nilai tukar rupiah, dan jumlah uang beredar dan variabel dependen menggunakan pertumbuhan sukuk di Indonesia. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *error correction model* dimana metode tersebut memberikan gambaran tentang pengaruh hubungan jangka panjang dan jangka pendek. Hasil pengujian ECM menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi sebesar 1,363675, inflasi memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk sebesar -0,170991, dan jumlah uang beredar juga

⁵¹ Dicky Ageng P, *Analisis Faktor-Faktor Makro Ekonomi Yang Mempengaruhi Fee Ijarah Default Sukuk PT Berlin Laju Tanker*, (Jakarta: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2014).

memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi sebesar 1,414610. Nilai *Adjusted R-square* dalam jangka panjang sebesar 65%. Sedangkan dalam jangka pendek hanya pertumbuhan ekonomi yang memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk sebesar 0,858677, dan inflasi, kurs, jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh jangka pendek. Nilai *Adjusted R-square* dalam jangka pendek sebesar 15%. Variabel makro ekonomi yang memiliki pengaruh dominan terhadap pertumbuhan sukuk adalah pertumbuhan ekonomi (PDB). Dilihat dari tingkat signifikansi yang saling memiliki hubungan dalam jangka pendek maupun jangka panjang.⁵²

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel independen yang digunakan oleh peneliti selain nilai kurs juga menambahkan inflasi dan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS) dan rentang waktu sampai pada Agustus 2016.

Penelitian yang dilakukan **Khairul Fadhli** mahasiswa Fakultas Syariah dan Hukum Universitas Hidayatullah Jakarta (2014) dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh inflasi, jumlah uang beredar, kurs, dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) terhadap volume transaksi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan inflasi, jumlah uang beredar, kurs, dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dan variabel dependen menggunakan volume transaksi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *error correction model* (ECM) dimana

⁵² Inneke Selvianty, *Analisis Indikator Makro Ekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Di Indonesia: Sebuah Analisa Dengan Menggunakan Metode Error Correction Model* (ECM), (Malang: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2015).

metode tersebut memberikan gambaran tentang pengaruh hubungan jangka panjang dan jangka pendek. Pada hasil pengujian ECM ditemukan bahwa variabel inflasi berpengaruh signifikan pada jangka panjang, dan mempunyai hubungan negatif terhadap volume transaksi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), sedangkan kurs rupiah terhadap USD berpengaruh signifikan pada jangka pendek dan mempunyai hubungan negatif terhadap volume transaksi SBSN di pasar sekunder. Sedangkan inflasi, jumlah uang beredar, dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) pada jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap volume transaksi SBSN di pasar sekunder. Pada jangka panjang variabel Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), jumlah uang beredar, dan kurs tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap volume transaksi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di pasar sekunder.⁵³

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi secara keseluruhan, setelah itu periodisasi dari penelitian yaitu mulai Januari 2011 – Agustus 2016.

Penelitian yang dilakukan **Suratna** mahasiswa Fakultas Syariah dan Ekonomi Islam IAIN Syekh Nurjati Cirebon (2015) dengan tujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi penjualan sukuk ritel 005 pada pasar modal syariah. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan inflasi dan kurs, untuk variabel dependen menggunakan penjualan sukuk ritel 005 pada pasar modal syariah. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode

⁵³ Khairul Fadhli, *Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Volume Transaksi Surat Berharga Syariah Negara*, (Jakarta: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2014).

analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan inflasi terhadap penjualan sukuk ritel 005 pada pasar modal syariah yang diketahui dari uji analisis regresinya yaitu -35,153 serta pengujian uji regresi parsialnya senilai -1,656. Terdapat pengaruh negatif dan signifikan kurs terhadap penjualan sukuk ritel 005 pada pasar modal syariah yang diketahui dari analisis uji regresinya yaitu senilai -0,049 serta pengujian uji regresi parsialnya senilai -1,361.⁵⁴

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi secara keseluruhan, setelah itu faktor independen yang ada digunakan oleh peneliti selain inflasi dan nilai tukar juga menambahkan faktor sertifikat bank indonesia syariah (SBIS).

Penelitian yang dilakukan **Edward** mahasiswa Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang (2007) dengan tujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan suku bunga, untuk variabel dependen menggunakan harga pasar obligasi. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode analisis regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara suku bunga, *coupon rate*, dan *periode coupon* terhadap harga obligasi. Sedangkan kurs menunjukkan hasil berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga obligasi. Penelitian ini juga menunjukkan hasil bahwa kemampuan variabel independen menjelaskan

⁵⁴ Suratna, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Penjualan Sukuk Ritel 005 Pada Pasar Modal Syariah*, (Cirebon: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2015).

variabel dependen sebesar 14.8%, sedangkan sisanya oleh variabel lain yang belum diketahui.⁵⁵

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi secara keseluruhan, setelah itu faktor independen yang ada digunakan oleh peneliti selain inflasi dan nilai tukar juga menambahkan faktor sertifikat bank indonesia syariah (SBIS).

Penelitian yang dilakukan **Heru Dwi Prasetyo** mahasiswa Fakultas Ekonomi UIN Maulana Malik Ibrahim (2013) dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makro ekonomi dan faktor fundamental perusahaan terhadap harga obligasi syariah periode 2009-2011 (studi pada PT BEI). Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel independen menggunakan makroekonomi (PDB, inflasi, kurs), faktor fundamental perusahaan (rasio keuangan dan *yield* obligasi) dan variabel dependen harga obligasi syariah. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan korelatif. Hasil studi ini menyatakan bahwa secara simultan variabel makro ekonomi dan faktor fundamental perusahaan berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Sedangkan secara parsial variabel PDB, inflasi, kurs, ROA, *current yield*, *yield to maturity* dan *realized yield* berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah, sedangkan yang secara parsial tidak berpengaruh adalah

⁵⁵Edward, *Analisis Faktor-Faktor ...*,

DER dan ROE. Variabel *realized yield* merupakan variabel yang mempunyai pengaruh paling dominan terhadap harga obligasi syariah.⁵⁶

Perbedaan studi kali ini adalah pada variabel dependen yang digunakan adalah pertumbuhan sukuk korporasi, setelah itu faktor independen yang ada digunakan oleh peneliti selain inflasi dan nilai tukar juga menambahkan faktor sertifikat bank indonesia syariah (SBIS).

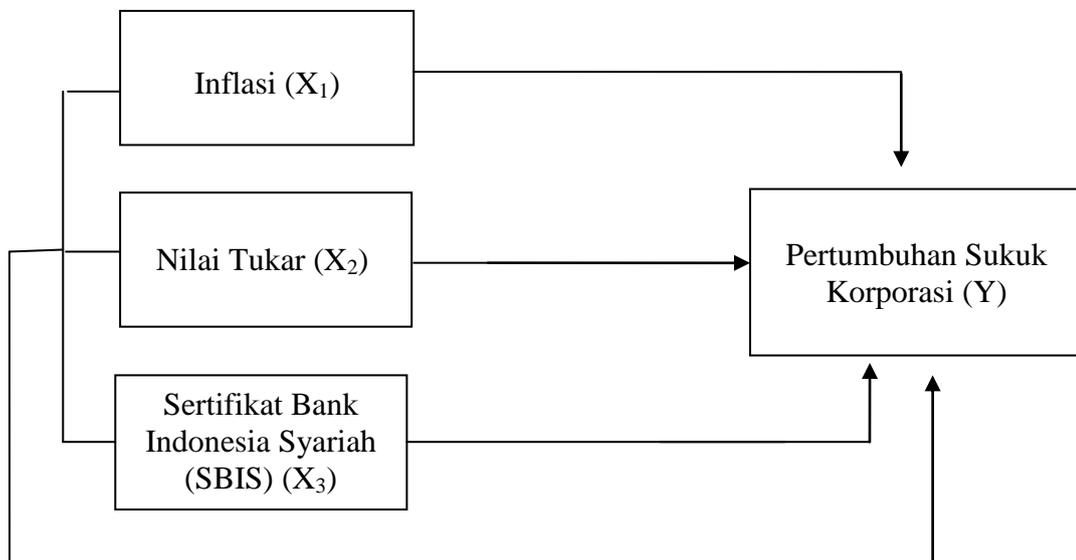
G. Kerangka Konseptual

Kerangka pemikiran yang pada dasarnya merupakan gambaran sistematis dari kinerja teori dalam memberikan solusi atau alternatif solusi dari serangkaian masalah yang ditetapkan, Pertumbuhan sukuk selalu berubah setiap tahunnya, Perubahan tersebut tidak lepas karena beberapa variabel makroekonomi, Pada penelitian ini peneliti menggunakan judul dengan variabel independen inflasi (X_1), nilai tukar rupiah (X_2), dan sertifikat bank indonesia syariah (X_3) terhadap variabel dependen pertumbuhan sukuk korporasi (Y),

Dari judul tersebut dapat digambarkan, sebagai berikut:

⁵⁶Heru Dwi Prasetyo, *Analisis Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Dan Faktor Fundamental Perusahaan Terhadap Harga Obligasi Syariah Periode 2009-2011 (Studi pada PT. Bursa Efek Indonesia)*, (Malang: Skripsi Tidak Diterbitkan, 2013).

Gambar 2.3
Model Kerangka Konseptual



Keterangan:

1. Pengaruh Inflasi terhadap pertumbuhan sukuk korporasi mengacu pada teori Nopirin⁵⁷ dan teori Sukirno⁵⁸ serta didukung oleh penelitian terdahulu Mustika⁵⁹, Habibullah⁶⁰, Ina⁶¹, Maftuh⁶², Dicky⁶³, Inneke⁶⁴, Suratna⁶⁵, dan Heru⁶⁶
2. Pengaruh Nilai Tukar terhadap pertumbuhan sukuk korporasi didukung oleh penelitian Ina⁶⁷, Widia⁶⁸, Dicky⁶⁹, Inneke⁷⁰, Suratna⁷¹, Edward⁷², dan Heru⁷³

⁵⁷ Nopirin, *Ekonomi Moneter Buku 2...*, hlm. 111.

⁵⁸ Sadono Sukirno, *Makroekonomi, Teori Pengantar...*, hlm. 339.

⁵⁹ Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk)...*,

⁶⁰ Habibulloh Ritonga, *Pengaruh Tingkat Inflasi...*,

⁶¹ Ina Listya Widiyanti, *Pengaruh Faktor Makroekonomi...*,

⁶² Muhammad Maftuh, *Pengaruh Inflasi...*,

⁶³ Dicky Ageng P, *Analisis Faktor-Faktor Makro...*,

⁶⁴ Inneke Selvianty, *Analisis Indikator Makro...*,

⁶⁵ Suratna, *Analisis Faktor-Faktor...*,

⁶⁶ Heru Dwi Prasetyo, *Analisis Pengaruh Variabel...*,

⁶⁷ Ina Listya Widiyanti, *Pengaruh Faktor Makroekonomi...*,

3. Pengaruh Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi didukung oleh penelitian Mustika⁷⁴, Akhmad⁷⁵, Khairul⁷⁶
4. Pengaruh inflasi, nilai tukar, dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi mengacu pada penelitian terdahulu Khairul⁷⁷

H. Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan suatu pernyataan atas dugaan yang bersifat sementara terhadap suatu masalah penelitian yang kebenarannya masih lemah sehingga harus diuji secara empiris.⁷⁸ Dengan hipotesis, peneliti menjadi jelas arah pengujiannya dan bisa dikatakan hipotesis membimbing peneliti dalam melaksanakan pengujian. Berdasarkan pada kajian di atas dapat di temukan hipotesis bahwa:

Hipotesis 1 mengatakan Inflasi berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

Hipotesis 2 mengatakan nilai tukar berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

Hipotesis 3 mengatakan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS) berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

⁶⁸ Widia Ifana, *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Investor...*,

⁶⁹ Dicky Ageng P, *Analisis Faktor-Faktor Makro...*,

⁷⁰ Inneke Selvianty, *Analisis Indikator Makro...*,

⁷¹ Suratna, *Analisis Faktor-Faktor...*,

⁷² Edward, *Analisis Faktor-Faktor...*,

⁷³ Heru Dwi Prasetyo, *Analisis Pengaruh Variabel...*,

⁷⁴ Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk)...*,

⁷⁵ Akhmad Syaifudin, *Pengaruh SBIS...*,

⁷⁶ Khairul Fadhli, *Analisis Pengaruh Indikator...*,

⁷⁷ Ibid

⁷⁸ Misbahuddin dan Iqbal Hasan, *Analisis Data Penelitian Dengan Statistik*, (Jakarta: PT Bumi Aksara, 2013), hlm. 34.

Hipotesis 4 mengatakan inflasi, nilai tukar, dan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS) berpengaruh secara bersama-sama terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.