

BAB V

PEMBAHASAN

Pengujian penelitian ini menggunakan model regresi linear berganda. Dimana uji tersebut menggunakan uji-t yang dilakukan untuk membuktikan apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel inflasi, nilai tukar rupiah, dan sertifikat bank indonesia syariah terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Sedangkan uji-f dilakukan untuk menguji apakah terdapat pengaruh secara simultan antara variabel variabel inflasi, nilai tukar rupiah, dan sertifikat bank indonesia syariah terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam pengolahan data tersebut peneliti menggunakan aplikasi *SPSS 16.0*, maka tujuan yang akan dikemukakan dalam penelitian ini adalah untuk menjelaskan:

A. Pengaruh Inflasi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi

Inflasi secara sederhana dapat diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas (mengakibatkan kenaikan harga) pada harga lainnya.¹ Ketika inflasi tinggi maka akan menyebabkan daya beli masyarakat menurun dan menaikkan tingkat suku bunga. Tingginya tingkat suku bunga akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Masyarakat dalam sektor usaha produktif akan berusaha meminimalisir kebutuhan akan bahan usahanya. Namun tidak membuat

¹ Penjelasan dari Bank Indonesia, *Pengenalan Inflasi*, diakses dari www.bi.go.id pada tanggal 5 Desember 2016 pukul 10:20 WIB.

kemungkinan mereka akan memerlukan tambahan dana untuk memperoleh barang tersebut untuk mengembangkan usahanya.

Berdasarkan hasil pengujian data pada tabel 4.6 yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa nilai T hitung inflasi berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Terbukti dari hasil perhitungan koefisien regresi dengan nilai *sig* lebih kecil dari taraf signifikansi (α) dengan nilai koefisien beta adalah negatif yang mengindikasikan bahwa inflasi memiliki kecenderungan dapat mempengaruhi pertumbuhan sukuk korporasi. Cara kedua dengan membandingkan T hitung dengan T tabel. Koefisien regresi inflasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Serta berpengaruh secara negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara inflasi dan tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Peneliti menyimpulkan, kenaikan inflasi ini akan menurunkan tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Hal ini dikarenakan ketika perusahaan menerbitkan sukuk akan disesuaikan dengan kondisi makroekonomi yang ada di Indonesia.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mustika Rini² yang menganalisis pengaruh jumlah uang beredar, inflasi, pengangguran terbuka, bonus sertifikat bank indonesia syariah terhadap penerbitan sukuk. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk. Dikuatkan pula pada

² Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk)*,...

penelitian Inneke Selvianty³ yang menunjukkan hasil bahwa dalam jangka panjang variabel inflasi memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk. Dikuatkan lagi pada penelitian Dicky Ageng P⁴ yang menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *fee ijarah default sukuk*. Selanjutnya didukung oleh penelitian Heru⁵ yang menyebutkan inflasi berpengaruh negatif terhadap harga obligasi syariah, sehingga perubahan pada inflasi berbanding terbalik dengan perubahan pada harga obligasi syariah. Perbedaannya dengan analisis sekarang yaitu pada rentang waktu objek penelitiannya yaitu sampai bulan Agustus 2016. Selain itu metode analisis yang digunakan juga berbeda.

Inflasi yang tidak terkendali, akan mengurangi tabungan, mengurangi minat perusahaan untuk melakukan investasi yang produktif, dan dapat menimbulkan kemerosotan nilai mata uang. Tingkat inflasi yang tinggi akan meningkatkan resiko proyek-proyek investasi dan dalam jangka panjang inflasi yang tinggi dapat mengurangi rata-rata masa jatuh pinjam modal serta menimbulkan distorsi informasi tentang harga-harga relatif. Menurut Samsul inflasi yang berlebihan dapat merugikan perekonomian secara keseluruhan, dan membuat banyak perusahaan mengalami kebangkrutan.⁶ Ketika terjadi peningkatan harga-harga barang dan jasa (inflasi) maka daya beli masyarakat berkurang yang pada akhirnya kondisi pasar keuangan domestikpun akan memburuk.

³ Inneke Selvianty, *Analisis Indikator Makro Ekonomi...*

⁴ Dicky Ageng P, *Analisis Faktor-Faktor Makro...*

⁵ Heru Dwi Prasetyo, *Analisis Pengaruh Variabel Makro...*

⁶ Mohammad Samsul, *Pasar...*

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 apakah perusahaan yang mengeluarkan surat berharga itu akan bangkrut atau tidak.⁷ 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. Oleh karena itu tingkat inflasi 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.

Terjadinya inflasi bukanlah masalah yang terlalu berarti apabila keadaan tersebut diiringi oleh tersedianya komoditi yang diperlukan secara cukup dan diimbangi dengan naiknya tingkat pendapatan yang lebih besar dari tingkat inflasi tersebut. Dan sebaliknya, apabila biaya produksi untuk menghasilkan komoditi semakin tinggi yang menjadikan harga jual relatif tinggi sementara tidak diikuti dengan tingkat pendapatan masyarakat, akan menjadikan inflasi sebagai sesuatu yang menakutkan.

⁷ Nopirin, *Ekonomi Moneter Buku 2...*, hlm. 111.

B. Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi

Tingkat nilai tukar merupakan harga sebuah mata uang dari suatu negeri yang diukur atau dinyatakan dalam satuan mata uang domestik, dapat juga diartikan sebagai jumlah uang domestik yang dibutuhkan, yaitu banyaknya rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing.

Berdasarkan hasil pengujian data pada tabel 4.6 yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa nilai T-hitung nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Terbukti dari hasil perhitungan koefisien regresi dengan nilai *sig* lebih kecil dari taraf signifikansi (α) dengan nilai koefisien beta adalah positif yang mengindikasikan bahwa nilai tukar memiliki kecenderungan dapat mempengaruhi pertumbuhan sukuk korporasi. Cara kedua dengan membandingkan T-hitung dengan T-tabel. Koefisien regresi nilai tukar memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Serta berpengaruh secara positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Peneliti menyimpulkan, kenaikan nilai tukar juga akan diikuti dengan kenaikan tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Dengan demikian perubahan pada nilai tukar berbanding lurus dengan pertumbuhan sukuk korporasi. Hal ini menunjukkan bahwa pada kenyataannya pertumbuhan sukuk korporasi yang diteliti relatif stabil.

Hasil penelitian ini relevan dengan penelitian Widia Ifana yang menyebutkan bahwa jika nilai tukar meningkat satu satuan digit maka akan

meningkatkan pembelian sukuk negara.⁸ Namun demikian hasil penelitian Widia Ifana tidak signifikan sedangkan dalam penelitian ini yang menguji pengaruh nilai tukar terhadap pertumbuhan emisi sukuk korporasi menunjukkan hasil yang signifikan. Perbedaan utama tentang uji signifikansi ini karena variabel dependennya yang berbeda, dan periodisasi penelitian juga tidak sama. Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Edward⁹ yang menunjukkan hasil bahwa terdapat pengaruh signifikan positif dari variabel kurs terhadap perubahan harga obligasi. Studi ini menegaskan kurs sebagai variabel moderating yang memperkuat hubungan antara variabel suku bunga dengan harga obligasi. Hal ini berarti harga obligasi yang diteliti relatif stabil (naik) walaupun terjadi depresiasi (apresiasi) kurs, investor yang memiliki obligasi tersebut cenderung mempertahankannya walapun terjadi kenaikan (penurunan). Dikuatkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Heru¹⁰ yang menyatakan bahwa kurs berpengaruh secara signifikan terhadap harga obligasi syariah. Studi ini menjelaskan walapun kurs terjadi apresiasi, emiten obligasi cenderung mempertahankan harga obligasinya.

Fluktuasi nilai rupiah terhadap mata uang asing yang stabil akan sangat mempengaruhi iklim investasi dalam negeri, khususnya pasar modal. Globalisasi mendorong investasi lintas negara disamping tujuan diversifikasi. Sukuk merupakan instrumen diversifikasi sumber pendanaan yang diperuntukkan dalam pembangunan infrastruktur dan ekspansi usaha. Nilai tukar rupiah terhadap dollar mempunyai hubungan positif dan signifikan dalam

⁸ Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk)...*,

⁹ Edward, *Analisis Faktor-Faktor...*,

¹⁰ Heru Dwi Prasetyo, *Analisis Pengaruh Variabel...*,

mempengaruhi suatu perusahaan. Dan *return* tersebut mempengaruhi kondisi *finansial distress* perusahaan.¹¹ Indonesia menganut sistem nilai tukar mengambang bebas. Hal tersebut mengindikasikan semakin berpengaruhnya nilai tukar rupiah terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

Depresiasi nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat berpotensi mengganggu kinerja keuangan perusahaan yang menerbitkan surat berharga. Hal tersebut akan menambah beban yang harus dibayarkan perusahaan dan berpotensi menekan laba bersih secara keseluruhan. Perusahaan yang mayoritas pendapatan dalam dollar, kinerja keuangannya diperkirakan tidak akan terganggu dan tidak memiliki dampak yang terlalu besar.¹² Hal ini signifikan, yang berarti ketika rupiah menguat terhadap dollar Amerika Serikat nilai sukuk korporasi meningkat. Peningkatan sukuk korporasi ini tidak terlepas dari emiten yang berminat menerbitkan sukuk mengingat jumlah rupiah yang dikonversikan ke mata uang dollar meningkat seiring melemahnya rupiah terhadap dollar.

C. Pengaruh Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) merupakan surat berharga syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang ditujukan sebagai salah satu instrumen operasi pasar terbuka dalam rangka pengendalian moneter. Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) menjadi salah satu alternatif

¹¹ Ahmad Rodoni dan Herni Ali, *Manajemen Keuangan Edisi 1*, (Jakarta: Mitra Wacana Media, 2010), hlm. 180.

¹² Heri Widowati dan Tika Rochmawatie, "*Kinerja Perusahaan...*,

bagi investor untuk mengamankan dananya atau menginvestasikan dananya agar mendapatkan keuntungan di masa mendatang.

Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 4.11 yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa nilai T-hitung SBIS tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Terbukti dari hasil perhitungan koefisien regresi dengan nilai *sig* lebih besar dari taraf signifikansi (α) dengan nilai koefisien beta adalah positif yang mengindikasikan bahwa SBIS memiliki kecenderungan dapat mempengaruhi pertumbuhan sukuk korporasi. Cara kedua dengan membandingkan T-hitung dengan T-tabel. Koefisien regresi SBIS tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Namun meskipun nilai tidak teruji secara signifikan, hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan positif antara SBIS dan tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Peneliti menyimpulkan, kenaikan SBIS ini akan berakibat pada kenaikan tingkat pertumbuhan sukuk korporasi, namun secara tidak langsung.

Penelitian ini selaras dengan penelitian Akhmad Syaifudin yang menganalisis pengaruh *price*, *rating*, *yield*, SBIS dan GDP terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa SBIS tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia.¹³ Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Mustika Rini yang

¹³ Akhmad Syaifudin, *Pengaruh SBIS...*,

menyebutkan bahwa bonus sertifikat bank indonesia syariah (SBIS) memiliki pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk.¹⁴

Sertifikat Bank Indonesia Syariah merupakan salah satu instrumen syariah yang dapat dijadikan alternatif pilihan investor untuk mengamankan dananya dengan bonus yang dijanjikan di awal. Dalam penelitian ini menghasilkan tingkat SBIS tidak akan mempengaruhi pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Sebab emiten harus memberikan pendapatan sesuai dari sukuk yang diterbitkannya agar menarik bagi para investor untuk membelinya. Sebagian besar investor menginginkan pendapatan yang besar, oleh karena itu emiten harus dengan sebaik-baiknya memberikan keuntungan yang sesuai dengan harga sukuk tersebut. Imbah hasil yang diberikan sukuk korporasi lebih tinggi dari tingkat bonus yang diberikan SBIS. Di samping itu, SBIS merupakan instrumen yang berjangka waktu pendek dan tidak diperjual belikan pada pasar sekunder.

Perhitungan besar bonus yang diberikan pada SBIS maengacu pada tingkat diskonto hasil lelang SBI berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS. Seperti halnya SBI, SBIS adalah juga instrumen Bank Indonesia untuk operasi pasar terbuka utamanya melalui mekanisme perbankan syariah. Perbedaan ini dapat dikarenakan perbedaan antara jatuh tempo kedua instrumen tersebut dan SBIS merupakan instrumen investasi yang tidak diperjualbelikan pada pasar sekunder, sehingga berapapun

¹⁴ Mustika Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk)...*,

SBIS yang diterbitkan tidak mempengaruhi secara signifikan terhadap penerbitan sukuk korporasi.

D. Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi

Dari output ANOVA pada tabel 4.12 terbaca bahwa nilai yang terdapat pada tabel diatas, menunjukkan ada pengaruh yang signifikan secara statistik antara inflasi, nilai tukar, dan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Hal ini ditunjukkan dengan nilai F_{hitung} yang lebih besar dari F_{tabel} atau signifikansi F yang lebih kecil dari nilai alpha.

Adanya pengaruh inflasi terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Inflasi yang tidak terkendali, akan mengurangi tabungan, mengurangi minat perusahaan untuk melakukan investasi yang produktif, dan dapat menimbulkan kemerosotan nilai mata uang. Hal ini sesuai dengan teori yang ada bahwa inflasi berbanding terbalik dengan obligasi syariah, ketika inflasi naik maka obligasi syariah turun, begitu juga sebaliknya ketika inflasi turun harga obligasi syariah justru naik.

Pengaruh nilai tukar terhadap pertumbuhan sukuk korporasi yang meningkat akan berpengaruh terhadap perusahaan yang mayoritas pendapatan dalam dollar kinerja keuangannya diperkirakan tidak akan terganggu dan tidak memiliki dampak yang terlalu besar. Hal tersebut akan memberikan keuntungan ketika nilai dollar dikonversikan terhadap rupiah.

Tidak adanya pengaruh Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Sebagian besar investor menginginkan

pendapatan yang besar, oleh karena itu emiten harus dengan sebaik-baiknya memberikan keuntungan yang sesuai dengan harga sukuk diterbitkan agar menarik bagi para investor untuk membelinya. Sesuai dengan penelitian Akhmad berapapun tingkat bonus SBIS tidak akan mempengaruhi permintaan sukuk korporasi, karena imbal hasil yang diberikan korporasi lebih besar dari tingkat bonus yang diberikan SBIS.¹⁵

Terdapat kecenderungan adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal. Oleh karena itu, ketika melakukan investasi pada obligasi syariah maka harus mempertimbangkan analisis ekonomi makro.¹⁶

Pertumbuhan sukuk di Indonesia memang terbilang masih rendah. Sukuk masih sulit dipahami kalangan investor. Penerbitan sukuk pun masih didominasi pihak pemerintah. Perkembangan penerbitan sukuk dinilai cukup baik, meskipun tidak memperlihatkan nilai kenaikan yang signifikan. Meskipun nilai outstanding sukuk relatif kecil dibanding obligasi konvensional, tetapi pasar sukuk mengalami perkembangan yang sangat signifikan dari tahun ke tahunnya.

Pertumbuhan sukuk pada awal penerbitan sampai tahun 2012 mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Ketika penerbitan sukuk mengalami guncangan yaitu pemerintah dan korporasi tidak lagi menerbitkan sukuk maka pengaruh yang berfluktuatif dirasakan seluruh variabel makroekonomi yang diamati. Semua indikator makroekonomi tersebut

¹⁵ Akhmad Syaifudin, *Pengaruh SBIS...*, hlm. 99.

¹⁶ Eduardus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi...*, hlm. 339.

membutuhkan waktu yang agak lama untuk kembali stabil. Berbanding terbalik dengan hal tersebut, ketika terjadi guncangan pada kondisi makroekonomi di Indonesia, penerbitan sukuk relatif lebih cepat stabil dan tahan terhadap guncangan. Resiko yang rendah atau relatif lebih aman karena memiliki underlying asset. Sukuk berpotensi untuk memengaruhi jumlah uang beredar dan inflasi jika pemerintah menjadikan sukuk sebagai surat berharga yang dijadikan sebagai instrumen pada operasi pasar terbuka. Maka selama tahun tersebut sukuk direspon positif oleh pasar.

Roda perekonomian Indonesia bergejolak selama tahun 2013, dibayang-bayangi faktor eksternal dan internal. Mamasuki tahun 2014, laju pertumbuhan ekonomi nasional masih akan menghantui. Melebarnya defisit transaksi Indonesia telah membuat rupiah terdepresiasi cukup tajam yaitu mencapai Rp 13000 di tahun 2013-2014. Tetapi Bank Indonesia secara agresif menaikkan suku bunga untuk mempertahankan nilai tukar rupiah dalam keadaan yang stabil. Selain itu, laju inflasi Indonesia naik cukup signifikan pada tahun tersebut yang mencapai 8%, dan inflasi akan diperkirakan kembali ke pola normalnya dalam beberapa bulan kedepan, kembali ke kisaran target inflasi yang ditetapkan Bank Indonesia sebesar 3-5%. Sepinya penerbitan diantaranya disebabkan oleh kondisi pasar yang kurang kondusif, seperti kenaikan tekanan inflasi dan tren suku bunga tinggi. Kondisi makroekonomi tersebut akan menjadi acuan para emiten dalam menerbitkan sukuk korporasi. Sehingga menyebabkan sukuk korporasi di Indonesia mengalami pertumbuhan yang stagnan di tahun tersebut.