

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN KERANGKA TEORI

A. Tinjauan Pustaka

Berikut adalah ringkasan penelitian dari jurnal-jurnal terdahulu yang digunakan sebagai tinjauan pustaka pada penelitian ini

Tabel 2.1 Jurnal Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian	Jenis Data dan Analisis	Perbedaan
1	Ivan Hannoeria di. A dan Deni Lubis (2017)	Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia	Variabel jumlah uang beredar, indeks produksi industri, dan inflasi berhubungan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi sedangkan variabel oil price, kurs, dan bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh negatif.	Data sekunder dalam bentuk <i>time series</i> dari Januari 2013 sampai Desember 2015. Metode analisis yang digunakan adalah <i>Ordinary Least Square (OLS)</i>	Berbeda variabel dan periode penelitian serta terdapat variabel mikroekonomi. Jenis data panel dengan analisis regresi data panel.
2	Sholikha O. Khalifatur ofi'ah dan Zubaidah N (2016)	Analisa Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Penerbitan Sukuk Ijarah Di Indonesia	Ketiga variabel yang diteliti yakni, laba, inflasi dan SBI secara simultan berpengaruh signifikan, laba berpengaruh signifikan, inflasi berpengaruh tetapi tidak terlalu signifikan, SBI	Jenis data sekunder dengan metode analisis menggunakan regresi linier berganda	Berbeda variabel dan obyek penelitian yang berupa nilai outstanding sukuk korporasi. Jenis data panel dengan analisis

			tidak berpengaruh terhadap sukuk ijarah		regresi data panel.
3	Faizul, Ardi, dkk (2016)	Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi dan BI Rate Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005	Variabel harga sukuk Negara ritel dan inflasi tidak berpengaruh signifikan dan berpengaruh negatif, serta BI rate memiliki pengaruh negative signifikan terhadap permintaan sukuk Negara ritel SR-005	Data sekunder dengan analisis deskriptif	Berbeda variabel berupa nilai outstanding sukuk korporasi serta terdapat variabel mikroekonomi. Jenis data panel dengan analisis regresi data panel.
4	Rosida Dwi A (2017)	Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi di Indonesia (Periode Januari 2010 Juli 2015)	Variabel suku bunga, deposito mudharabah, harga SBSN, kurs dan IPI telah memberikan pengaruh dengan tingkat signifikansi sebesar 56,74% terhadap harga obligasi syariah PT PLN Persero, 35,07% terhadap harga obligasi syariah PT Indosat Tbk dan 61,80% terhadap harga obligasi syariah PT Bank Muamalat Indonesia	Data sekunder berupa data bulanan dengan analisis kuantitatif pendekatan <i>Error Corection Model</i> (ECM)	Berbeda variabel dan obyek penelitian yang berupa nilai outstanding sukuk korporasi serta terdapat variabel mikroekonomi. Jenis data panel dengan analisis regresi data panel.
5	Nurlaili Adkhi Rizfa Faiza (2018)	Pengaruh Nilai Outstanding Sukuk Korporasi	Investasi pada sukuk korporasi memberikan pengaruh positif signifikan terhadap	Data sekunder dengan bentuk data <i>time series</i> ,	Berbeda variabel penelitian dan terdapat variabel

		Terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia (Periode Triwulanan Tahun 2011-2017)	PDB Indonesia, meskipun dengan nilai yang kecil	menggunakan metode regresi linier sederhana dengan bantuan SPSS 21.00.	mikroekonomi. Jenis data panel dengan analisis regresi data panel dan bantuan STATA 15.00.
6	Galih Estu P, dkk (2017)	Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Produktivitas, dan Reputasi Auditor Terhadap Peringkat Sukuk	Hasil temuan dari penelitian tersebut adalah variabel profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk, sedangkan untuk variabel produktivitas dan reputasi auditor berpengaruh negatif signifikan terhadap peringkat sukuk.	Data sekunder, berupa laporan keuangan tahunan nonbank dari 2009-2013 dengan regresi logistik ordinal yang dilanjutkan dengan perhitungan regresi menggunakan program SPSS 16.	Berbeda variabel dan obyek penelitian yang berupa nilai outstanding sukuk korporasi serta terdapat variabel mikroekonomi dengan analisis regresi data panel dan bantuan STATA 15.00.
7	Leily Hamida (2017)	Pengaruh Likuiditas dan Leverage Terhadap Yield Sukuk dengan Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Intervening	Hasil dari penelitian tersebut adalah rasio likuiditas CR dan rating sukuk berpengaruh negatif signifikan. Sedangkan DER tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> sukuk.	Data sekunder berupa laporan tahunan dari 2006-2014 dengan regresi jalur <i>path</i> yang merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda	Berbeda variabel dan obyek penelitian berupa nilai outstanding sukuk korporasi dan <i>software</i> dalam membantu menganalisis data.

				melalui bantuan SPSS 17.0.	
8	Ni Made S.K.S, dkk (2016)	Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Leverage dan Jaminan Terhadap Peringkat Obligasi Pada Sektor Keuangan	Hasil temuan penelitian tersebut adalah variabel likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan, <i>leverage</i> berpegaruh positif tidak signifikan dan variabel jaminan berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi	Data sekunder periode 2012-2014 dengan analisis regresi logistik melalui bantuan SPSS 13	Berbeda variabel berupa obligasi syariah korporasi. Data sekunder berupa data panel dengan analisis regresi data panel menggunakan aplikasi STATA
9	Oky Oktavian, dkk (2015)	Pengaruh Tingkat Infalsi, <i>Debt to Equity Ratio</i> , Likuiditas Obligasi dan Rating Obligasi Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009-2012	Penelitian tersebut menghasilkan temuan yakni keempat variabel secara simultan berpengaruh terhadap yield obligasi dan secara parsial variabel yang berpengaruh signifikan adalah rating obligasi. Sedangkan untuk variabel inflasi, DER dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap yield obligasi	Berupa data sekunder dengan metode studi pustaka dan dokumentasi untuk pengumpulan data, teknik analisis statistik deskriptif menggunakan bantuan SPSS 21.	Berbeda variabel berupa nilai outstanding obligasi syariah korporasi dengan data sekunder berupa data panel dengan analisis regresi data panel menggunakan aplikasi STATA
10	Dung P. Le, dkk (2016)	The Development of Corporate Bond	Hasil temuan dalam penelitian tersebut adalah ketebukaan	Berupa data sekunder obligasi korporasi	Berbeda variabel penelitian berupa nilai

		Markets: A Cross-Country Analysis	ekonomi memiliki pengaruh negative pada pasar obligasi korporasi dan dampak dari vvariabel nilai tukar adalah positif dan tidak ada korelasi antara ukuran ekonomi serta ukuran perbankan, serta menghasilkan temuan bahwa penerbitan obligai pada tahun berjalan dipengaruhi oleh penerbitan pada periode sebelumnya.	tahunan dari 1970-2013, metode analisis dengan <i>Generalized Method of Moments</i> (GMM) dan uji <i>Whit test</i> untuk menghilangkan masalah dalam uji asumsi klasiknya.	outstanding obligasi korporasi serta terdapat variabel mikroekonomi. Data sekunder berupa data panel dengan analisis regresi data panel
--	--	---	--	--	---

B. Kerangka Teori

1. Sukuk

Dalam Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk pada Bab I Ketentuan Umum Pasal Satu menjelaskan bahwa:

“Sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (syuyu’/undivided share), atas aset yang mendasarinya”.

Aset yang dimaksud dalam pengertian tersebut dijelaskan di dalam Pasal 2, disebutkan bahwa:

“Aset yang menjadi dasar Sukuk wajib tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal”.

Ketentuan untuk aset yang menjadi dasar Sukuk seperti yang dimaksud dalam pasal tersebut adalah:

- a. Aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*);
- b. Nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a'yan*) tertentu baik yang sudah ada ataupun yang baru akan ada;
- c. Jasa (*al khadamat*) yang telah ada ataupun yang baru akan ada;
- d. Aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*); dan
- e. Kegiatan investasi yang sudah ditentukan (*nasyath istismarin khashah*).

Dalam melakukan Penawaran Umum Sukuk emiten wajib untuk mematuhi ketentuan dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tentang Penerapan Bisnis Syariah di Pasar Modal, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan itu sendiri dan peraturan perundang-undangan di sektor Pasar Modal. Dimana dalam Pasal 5 Salinan Peraturan OJK No. 18/POJK.04/2015 dijelaskan sebagai berikut:

- a. Emiten wajib mendapatkan pernyataan kesesuaian syariah atas Sukuk dalam Penawaran Umum tersebut dari Dewan Pengawas Syariah Emiten atau Tim Ahli Syariah.

- b. Pernyataan kesesuaian syariah wajib disampaikan Emiten yang bukan dari Perusahaan Menengah atau Kecil maupun dari Perusahaan Menengah atau Kecil kepada OJK, sebelum dapat memulai mengumumkan dan dimuat dalam Prospektus ringkas dan Prospektus dan menggunakan serta dimuat dalam Prospektus Awal dan Prospektus.
- c. Dewan Pengawas Syariah atau anggota Tim Ahli Syariah wajib memiliki izin ASPM.

Dalam hal penerbitan seperti dalam pasal tujuh pada bab kedua mengenai Penerbitan dalam rangka melakukan Penawaran Umum Sukuk, Emiten wajib menyertai dokumen berupa:

- a. Hasil pemeringkatan Sukuk oleh Lembaga Pemeringkat
- b. Perjanjian perwalimatan Sukuk
- c. Terkait Akad Syariah yang akan digunakan dalam Sukuk tersebut
- d. Surat pernyataan dari Emiten berupa:
 - 1) Aset sebagai dasar Sukuk tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal
 - 2) Selama periode Sukuk, aset tersebut tidak akan bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal.

- e. Surat pernyataan bahwa Wali Amanat Sukuk adalah seorang yang benar-benar memiliki pengetahuan mengenai aspek-aspek kesyariahan
- f. Surat pernyataan yang menyatakan Emiten wajib dengan itikad baik melakukan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa, selama aset masih ada.
- g. Pernyataan kesesuaian syariah dari Dewan Pengawas Syariah Emiten atau Tim Ahli
- h. Perjanjian Penjaminan Emisi Efek yang memuat bahwa dana hasil dari penawaran umum diterima Emiten paling lambat saat penyerahan Sukuk.

Dalam penyertaan pendaftaran dan penawaran umum Sukuk oleh Emiten, maka dijelaskan didalam pasal delapan bab kedua terdapat informasi tambahan yang harus dipenuhi dan harus sesuai Akad Syariah, yang meliputi:

- a. Aset tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar modal dan pernyataan jaminan dari Emiten bahwa aset tidak akan bertentangan selama periode Sukuk
- b. Kejelasan jenis akad dan penjelasan skema transaksi Sukuk yang digunakan dalam penerbitan
- c. Ringkasan Akad Syariah yang dilakukan oleh pihak-pihak terkait

- d. Sumber pendapatan untuk dasar perhitungan marjin, bagi hasil atau imbal jasa harus sesuai
- e. Porsi nisbah bagi hasil, marjin, atau imbal jasa harus sesuai
- f. Penjadwalan dan cara pembagian bagi hasil marjin atau imbal jasa harus sesuai
- g. Informasi hasil pemeringkatan sukuk
- h. Rencana penggunaan dana hasil penerbitan Sukuk harus sesuai
- i. Sumber dana yang dipakai untuk pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa harus sesuai
- j. Jaminan yang terdiri dari paling sedikit jenis, nilai dan status kepemilikan (jika ada)
- k. Adanya penggantian aset dasar Sukuk jika terjadi hal yang menyebabkan tidak sesuainya lagi nilai aset Sukuk
- l. Syarat dan ketentuan pengubahan jenis akad oleh Emiten
- m. Ketentuan jika Emiten gagal memenuhi kewajibannya
- n. Mekanisme penanganan jika terjadi Emiten gagal bayar dalam memenuhi kewajibannya
- o. Ketentuan mengenai sanksi terkit tidak terpenuhinya kewajiban dalam perjanjian perwalimanatan
- p. Pernyataan kesyariahan Sukuk dari Dewan Pengawas Syariah Emiten

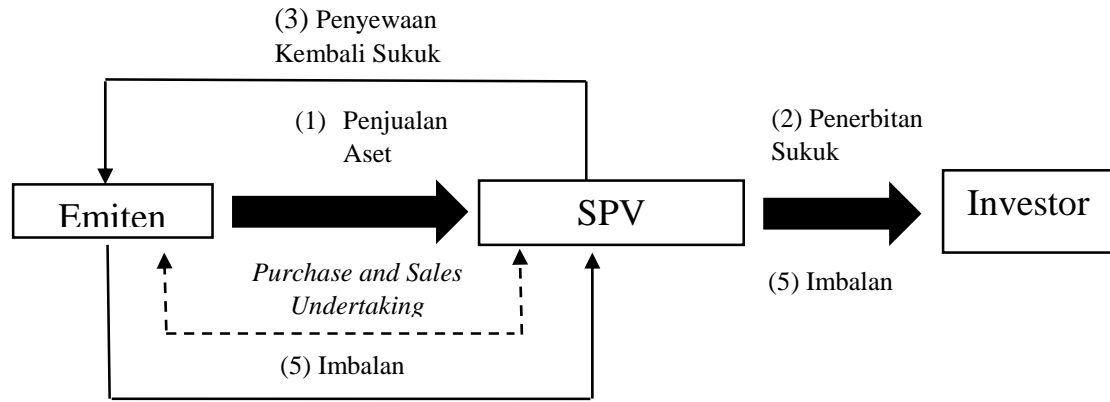
2. Jenis Sukuk

Sukuk memiliki beberapa jenis berdasarkan bentuk syariah sebagai kontrak atau subkontrak utama. Menurut Tariq dalam Muhammad (2016) kontrak aset fungsional di pasar sekunder sukuk dapat dibedakan kedalam dua golongan, yakni sukuk yang dapat diperdagangkan dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan. Berikut adalah sukuk-sukuk yang dapat diperdagangkan:

a. Sukuk *Ijarah*

Disebut sukuk *ijarah* karena sukuk tersebut diterbitkan berdasarkan akad atau perjanjian yang bernama *ijarah*. Dalam perjanjian ini terdapat pihak yang bertindak sendiri atau dengan melalui wakilnya menjualkan atau menyewakan hak guna (manfaat) atas suatu aset kepada pihak lain atas dasar harga sewa dan periode sewa yang telah menjadi kesepakatan tanpa diikuti berpindahnya kepemilikan atas aset tersebut (Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah dalam Ina, 2015). Dalam aturan pada prinsip *ijarah* yang fleksibel tersebut, pelaksanaan sekuritisasi kontrak *ijarah* adalah salah satu faktor kunci dalam mengatasi masalah-masalah manajemen likuiditas dan untuk pembiayaan kebutuhan-kebutuhan sektor publik di Negara-negara berkembang. (Nurul, 2008)

Adapun skema penerbitan sukuk ijarah adalah sebagai berikut:



Gambar 2.1 Skema Penerbitan Sukuk Ijarah

Sumber: Departemen keuangan, dalam Ina (2015), diolah

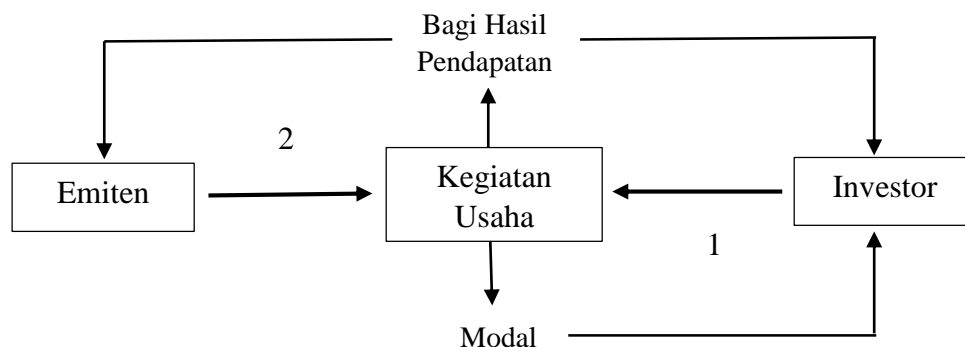
- 1) Terjadi transaksi jual beli antar penerbit dan emiten yang disertai *Purchase and Sales Undertaking*, yakni jaminan dari emiten untuk membeli kembali aset dari penerbit diakhir sewa atau saat terjadi *default*.
- 2) Perbitan sukuk oleh penerbit kepada investor untuk pembelian aset.
- 3) Penyewaan kembali aset oleh emiten dari penerbit dengan periode yang sama dengan periode sukuk yang telah diterbitkan, lalu dilakukan *servicing agreement* yakni, penunjukkan emiten sebagai agen yang bertanggung jawab untuk merawat aset.
- 4) Selama masa sewa berlangsung emiten wajib membayar sewa secara periodic kepada penerbit.

- 5) Penerbit memberi imbalan kepada investor.
- 6) Penjualan kembali aset oleh penerbit kepada emiten sesuai kesepakatan yakni, biasanya sebesar nilai nominal sukuk, kemudian penerbit melunasi saat jatuh tempo kepada investor.

b. Sukuk *Mudharabah*

Sukuk *Mudharabah* adalah sukuk yang penerbitannya atas dasar perjanjian atau akad *mudharabah* yang merupakan bentuk dari kerjasama anatar satu pihak yang menyediakan modal atau disebut *shahibul mal* dan pihak lain sebagai penyedia tenaga keahlian atau disebut *mudharib*. Nantinya keuntungan akan dibagikan berdasarkan pada perbandingan yang telah disepakati antara kedua pihak dan kerugian yang dialami akan ditanggung sepenuhnya oleh pemilik modal (Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah dalam Ina, 2015).

Adapun skema penerbitan sukuk mudharabah adalah sebagai berikut:



Gambar 2.2 Skema Penerbitan Sukuk Mudharabah

Sumber: Nurul dan Mustafa (2008) dalam Ina (2015), diolah

- 1) Penyerahan modal oleh investor untuk kegiatan usaha.
- 2) Penyerahan keterampilan oleh emiten untuk kegiatan usaha.
- 3) Profit dari kegiatan usaha yang dilakukan kedua pihak akan dibagikan sesuai nisbah yang disepakati. Tetapi jika kegiatan usaha mengalami kerugian maka yang menanggung kerugian adalah investor.
- 4) Diakhir periode, investor akan menerima pengembalian modal pokok.

c. Sukuk *Musyarakah*

Sukuk *musyarakah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah*, yang merupakan bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal dan membangun proyek baru atau mengembangkan proyek yang sebelumnya sudah berjalan. Dalam akad ini keuntungan dan kerugian menjadi tanggung jawab bersama antara kedua belah pihak berdasarkan jumlah partisipasi modal masing-masing (Muhammad, 2016).

Sedangkan jenis sukuk yang tidak dapat diperdagangkan dipasar sekunder antara lain:

a. Sukuk *Istisna* dan atau *Murabahah*

Istisna menurut Nurul (2015) adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industry yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman dimasa depan atau pembayaran dimasa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu. Kontrak ini dapat digunakan untuk menghasilkan fasilitas pembiayaan pembuatan atau pembangunan rumah, pabrik, proyek jembatan, jalan dan jalan tol. Kontrak ini tidak dapat diperdagangkan karena yang diperdagangkan bukan merupakan aset melainkan sebuah hutang. Seperti pamaran Muhammad (2016) yang menyebutkan bahwa hal tersebut mirip dengan *zero-coupon bonds* dalam beberapa fiturnya. Kepemilikan uatang yang semakin bertambah yang berasal dari jenis pembiayaan *istisna* dan atau *murabahah* ini karena tidak terdapatnya prinsip differensiasi didalamnya, sebagai contoh, pembangunan jalan dengan biaya mencapai US\$110 juta, nantinya dana tersebut dikembalikan tanpa diskon (*coupon*). Dana tersebutlah nantinya yang akan dijadikan sertifikat utang, sehingga tidak dapat diperdagangkan.

b. Sukuk *Salam*

Salam adalah sebuah kontrak dengan cara melakukan pembayaran dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus terlebih

dahulu sebelum menerimanya. Kemungkinan untuk memiliki sertifikat *salam* yang dapat diperjualbelikan belum dapat diputuskan. Para pakar cenderung belum bisa menerimanya terkait hal ini. (Nurul, 2015)

Seperti yang dipaparkan oleh Fatah (2011) dalam Muhammad (2016) bahwa dalam kontrak tersebut, dana dibayarkan dimuka dan komoditi tersebut menjadi utang. Dana juga dapat berbentuk sertifikat yang merepresentasikan utang, oleh sebab itu sertifikat ini tidak dapat diperjualbelikan.

3. Sukuk Korporasi

Sukuk korporasi menurut Otoritas Jasa Keuangan merupakan salah satu instrument dengan pendapatan tetap yang diterbitkan atas dasar prinsip-prinsip syariah. Dimana pendapatan dari Sukuk Korporasi berdasarkan pada akad-akad yang terdapat didalam ketentuan Otoritas Jasa Keuangan mengenai akad-akad syariah. Sukuk korporasi merupakan sebuah surat hutang syariah yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau emiten dengan tujuan untuk membiayai kebutuhan dana perusahaan atau proyek-proyek perusahaan. Dalam penelitian ini akan membahas lebih spesifik mengenai sukuk korporasi.

Sama halnya dengan kriteria penerbitan obligasi umum, beberapa persyaratan bagi perusahaan untuk menerbitkan sukuk antara lain: (Hamid: 2009)

- a. Aktifitas utama (*core business*) halal atau tidak bertentangan dengan Fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001 yang menjelaskan bahwa kegiatan usaha yang tidak sesuai dengan syariah islam seperti:
 - 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - 2) Usaha lembaga keuangan berbasis konvensional termasuk didalamnya perbankan syariah dan asuransi syariah.
 - 3) Usaha yang memproduksi, memperdagangkan dan mendistribusikan makanan-makanan dan minuman-minuman yang diharamkan.
 - 4) Usaha yang memproduksi, mendistribusikan dan atau menyediakan barang-barang dan jasa yang merusak moral dan siftanya mudharat.
- b. Peringkat Investasi grade:
 - 1) Faktor fundamental usaha yang dimiliki kuat
 - 2) Faktor fundamental keuangan yang dimiliki kuat
 - 3) Citra yang dimiliki cukup baik untuk public
- c. Keuntungan tambahan lainnya jika termasuk dalam *Jakarta Islamic Indeks (JII)*

4. Teori Mikroekonomi dan Makroekonomi

Didalam kajian keilmuan ekonomi dapat dikelompokkan kedalam ekonomi mikro dan ekonomi makro. Didalam ekonomi mikro yang lebih ditekankan adalah bagaimana perilaku dari setiap individu dalam setiap unit ekonomi yang didalamnya dapat berperan sebagai konsumen, pekerja, investor, pemilik tanah atau *resources* yang lain maupun perilaku dari sebuah industri (Karim, 2014).

Perilaku seorang konsumen dalam memilih keputusan terhadap suatu produk atas adanya perubahan harga atau perilaku sebuah industri dalam memutuskan jumlah tenaga kerjanya, kuantitas usahanya atau penentuan harga terbaiknya adalah contoh implementasi dari ekonomi mikro. Ekonomi mikro mencakup tiga aspek, yakni kegiatan yang berhubungan dengan konsumsi, produksi dan distribusi. Sehingga dapat dikatakan bahwa dalam ekonomi mikro lebih mencakup segala bentuk aktivitas internal yang mempengaruhi pembuatan keputusan dalam ruang lingkup yang lebih kecil.

Sedangkan didalam ekonomi makro lebih kompleks lagi karena dapat mempengaruhi pengambilan keputusan yang berhubungan langsung dalam kegiatan pemerintahan sebuah Negara. Menurut Adiwarmanto (2014), perbedaan mendasar dari ekonomi mikro dan makro mencakup dua hal, yakni *nominal price* menjadi faktor kajian penting dalam membentuk harga relative (*relative price, P_x/P_y*) ataupun relatif pendapatan (*income relative*

price, I/P_x , I/P_y) sehingga dapat menghasilkan cabang ilmu ekonomi moneter dan peranan pemerintah dalam memutuskan membelanjakan atau menyimpan uangnya dalam jumlah yang sangat besar akan menjadi kajian tersendiri yang kemudian menghasilkan cabang ilmu ekonomi fiskal.

Dalam penelitian ini faktor mikro ekonomi yang dimaksud adalah faktor yang mempengaruhi kinerja internal perusahaan berupa kinerja keuangan sehingga mempengaruhi pengambilan keputusan untuk tujuan memaksimalkan produksi perusahaan tersebut dimasa yang mendatang. Sedangkan faktor makro yang dimaksud adalah bagaimana kebijakan moneter pemerintah dalam mempengaruhi kegiatan perekonomian dalam negerinya.

5. Variabel-variabel Mikro dan Makro Ekonomi

a. *Current Ratio*

Menurut Weygandt dalam Hamida (2017) rasio likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan jangka pendek sebuah perusahaan untuk membayar hutang atau kewajiban yang sudah jatuh tempo dan untuk memenuhi kebutuhan kas dalam memenuhi kewajiban tak terduga lainnya. Penggunaan *current ratio* dalam menilai bagaimana perusahaan menggunakan aktiva-aktiva yang dimiliki agar bisa di ubah menjadi kas dalam waktu singkat untuk melunasi hutang-hutang perusahaan menurut Made dan Badjra (2016) merupakan

indikator terbaik dari rasio-rasio likuiditas lainnya. Hal tersebut disebabkan karena, jika menggunakan *quick ratio* maka membutuhkan waktu yang cukup lama dalam mengubah nilai dari persediaan menjadi uang kas. Kemudian bila menggunakan *cash ratio* ada beberapa komponen yang terdapat pada aktiva lancar yang juga sulit untuk secepat mungkin dapat digunakan dalam memenuhi kewajibannya.

Dalam perusahaan semakin tinggi nilai *current ratio* berarti menunjukkan semakin tinggi aktiva lancar yang dimiliki perusahaan yang bisa digunakan untuk operasional atau memenuhi kewajiban jangka panjangnya.

b. *Debt to Equity Ratio* (DER)

Menurut Weston dan Copeland dalam Oktavian (2015) menyatakn analisis rasio keuangan dalam perusahaan sangat bermanfaat untuk melakukan perencanaan dan sekaligus untuk mengevaluasi kinerja perusahaan. Dalam sebuah perusahaan rasio *leverage* atau rasio yang mengukur kewajiban atas ekuitas yang dimiliki perusahaan, rasio ini disebut *debt to equity rati*. Rasio ini menurut Brigham dan Gapenski (1996) dalam Oktavian (2015) menunjukkan perbandingan antara kemampuan keuangan jangka panjang yang digunakan untuk mendanai kesempatan investasi jangka panjang dengan *rate of return* jangka panjang pula. DER merupakan indikator

struktur modal dan risiko keuangan, yang mencakup perbandingan antara hutang dengan modal sendiri dari perusahaan (Oktavian, 2015).

Dalam sebuah perusahaan semakin tinggi *debt to equity ratio* megartikan bahwa semakin tinggi perusahaan menghadapi risiko dan sebaliknya semakin kecil nilai DER semakin kecil pula resiko yang perusahaan hadapi. DER berhubungan dengan tingkat likuiditas yang dicerminkan perusahaan. Dimana likuiditas ini menjadi pertimbangan penting bagi investor untuk menanamkan modalnya dipasar modal.

Menurut Riyanto DER dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri (Equity)}}$$

c. Ukuran Perusahaan

Menurut Brigham & Houston (2006) dalam Ni Made dan Badjra (2016) ukuran perusahaan adalah nilai rata-rata dari total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai dengan beberpaa tahun, ukuran perusahaan juga mencerminkan karakteristik perusahaan yang berhubungan dengan strruktur perusahaan. Untuk mengukur ukuran perusahaan menurut Miswanto & Husnan (1999) dalam Ni Made dan Badjra (2016) dapat menggunakan total aset, penjualan atau ekuitas. Para investor yang ingin mengetahui sejauh mana kemampuan perusahaan dalam membayar bunga obligasi secara periodik dan melunasi pokok pinjamannya dapat dengan melihat ukuran perusahaan

tersebut. Dalam penelitian ini proksi yang akan digunakan untuk mencerminkan ukuran perusahaan adalah total aset dalam perusahaan.

d. Inflasi

Menurut laman resmi Bank Indonesia, Inflasi dapat diartikan sebagai kenaikan harga secara umum dan terus menerus dalam jangka waktu tertentu. Namun, jika kenaikan harga hanya terjadi pada satu atau dua barang saja belum dapat disebut inflasi, kecuali bila kenaikan barang tersebut diikuti kenaikan barang-barang lain secara keseluruhan. Menurut Karim (2014) inflasi didefinisikan sebagai kenaikan yang menyeluruh dari sejumlah uang yang harus dibayarkan (nilai unit perhitungan moneter), terhadap barang-barang baik barang komoditas ataupun jasa.

Menurut Tandelilin (2001) tingkat inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan kondisi ekonomi yang *overheated* (terlalu panas). Maksudnya keadaan ekonomi yang terjadi saat itu mengalami kelebihan permintaan dari kapasitas penawaran yang ada terhadap suatu produk, yang kemudian berdampak pada kenaikan harga pada produk tersebut lalu diikuti oleh kenaikan harga produk lainnya. Dampak lain dari tingginya tingkat inflasi adalah penurunan pendapatan riil yang diperoleh investor dari investasinya.

e. Kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika

Nilai tukar (*exchange rate*) atau lebih dikenal dengan sebutan kurs menurut Mankiw dalam Ivan (2017) adalah tingkat harga yang disepakati penduduk dari dua Negara yang saling bekerjasama dalam melakukan perdagangan. Pada Bank Indonesia, kurs dikelompokkan dalam tiga jenis, yakni kurs jual, kurs beli dan kurs tengah. Pengertian dari kurs tengah BI merupakan kurs yang digunakan dalam mencatat nilai konversi mata uang asing dalam laporan keuangan sebuah perusahaan. Dari defisini ini yang dimaksud dengan kurs tengah secara singkat adalah nilai kurs antara kurs jual dan kurs beli.

Penting bagi sebuah Negara menjaga agar nilai tukar mata uangnya tetap stabil. Nilai tukar suatu mata uang dapat ditentukan oleh pemerintah seperti pada Negara yang mamakai sistem '*fixed exchange rate*' ataupun ditentukan oleh interaksi antara kekuatan dialam pasarnya, serta kebijakan pemerintah pada Negara dengan sistem '*flexsible exchange rates*'. Dalam sebuah Negara saat terjadi kenaikan *output* produksi barang atau jasa akan menyebabkan terapresiasinya nilai mata uang Negara tersebut. Namun, jika yang terjadi adalah kenaikan *output* produksi barang atau jasa di Negara lain, maka nilai mata uang domestik akan terdepresiasi terhadap mata uang asing.

Menurut Tandelilin (2001) dalam teorinya mengenai nilai tukar adalah saat nilai mata Uang Rupiah menguat terhadap Dollar AS maka

akan berdampak pada inflasi yang dapat diatasi, kemudian tingkat suku bunga akan mengalami penurunan dan penurunan biaya produksi akibat biaya impor bahan baku menjadi lebih murah. Dalam keadaan tersebut maka akan meningkatkan profitabilitas perusahaan sehingga akan berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan tersebut.

f. Suku Bunga (BI Rate)

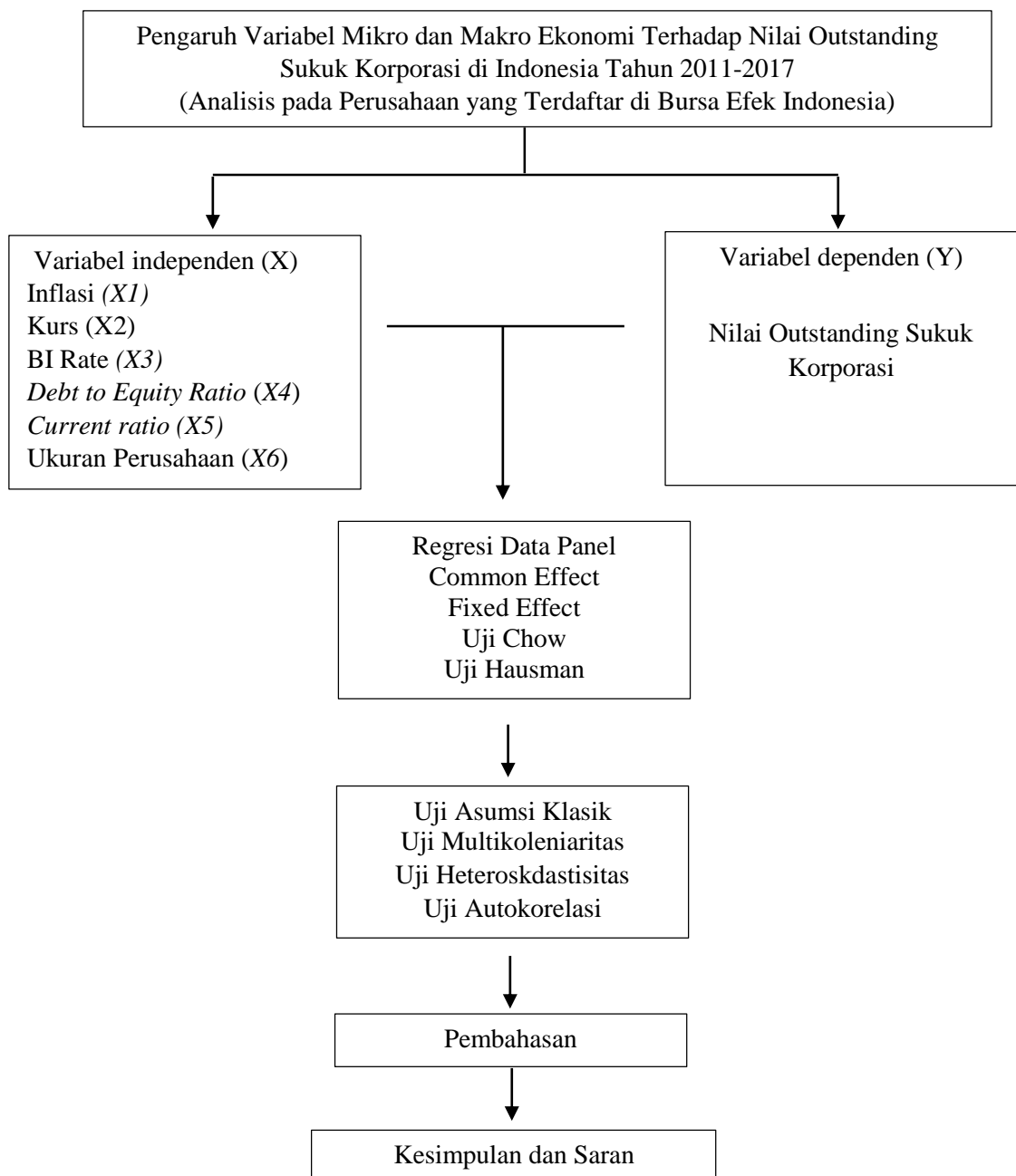
BI Rate menurut Departemen Statistik Bank Indonesia (2006) adalah suku bunga acuan Bank Indonesia yang mencerminkan suatu sikap atau *stance* kebijakan moneter yang Bank Indonesia tetapkan yang kemudian diumumkan kepada publik. Pengumuman mengenai BI Rate dilakukan langsung oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan gubernur bulanan. Menurut Tandelilin (2001) kenaikan tingkat suku bunga akan berdampak pada peningkatan suku bunga yang diisyaratkan atas investasi pada suatu saham. Tingginya tingkat suku bunga juga menyebabkan investor menarik investasinya pada saham dan beralih pada instrument investasi seperti tabungan atau deposito.

Menurut Tandelilin (2001) tingkat suku Bunga dapat mempengaruhi nilai saat ini (*present value*) aliran kas perusahaan. Peningkatan tingkat suku bunga merupakan sentiment negatif terhadap harga saham. Sehingga terjadi penurunan harga-harga saham, yang disebabkan karena banyaknya investor yang ingin menjual sahamnya,

hal yang sama juga akan terjadi pada obligasi. Kemudian akan turut membebani biaya modal yang ditanggung perusahaan.

C. Kerangka Pemikiran

Berikut adalah kerangka pemikiran dalam penelitian ini:



D. Hipotesis

a. Hubungan Variabel Dependen dengan Variabel Independen

1. Variabel Makro dan Mikro Ekonomi terhadap Outstanding Sukuk

Faktor makroekonomi dapat mempengaruhi kinerja sebuah perusahaan dan perubahan kinerja perusahaan tersebut secara fundamental juga akan mempengaruhi harga saham di pasar modal (Samsul 2015). Menurut Siegel (1991) dalam Tandelilin (2001) kinerja pasar modal akan bereaksi terhadap perubahan-perubahan ekonomi makro seperti perubahan tingkat suku bunga, inflasi ataupun jumlah uang beredar. Selain itu faktor fundamental perusahaan yang mencerminkan kinerja perusahaan didalam laporan keuangannya akan menjadi pertimbangan penting bagi pengambilan keputusan perusahaan dalam menerbitkan sukuk. Sehingga penerbitan akan dipengaruhi oleh seberapa besar porsi hutang dengan porsi modal yang dimiliki perusahaan. Sehingga hipotesis yang dibangun peneliti adalah sebagai berikut:

H₁: Terdapat pengaruh secara simultan dari variabel independen terhadap variabel dependen

2. Hubungan Variabel Inflasi dengan Outstanding Sukuk Korporasi

Dampak yang ditimbulkan oleh inflasi dapat berupa dampak positif maupun negatif. (Samsul, 2015). Menurut Ivan (2016) inflasi yang memberikan dampak positif bila dibawah 10%. Dampak positif yang ditimbulkan, karena harga-harga yang naik dapat mendorong perusahaan meningkatkan produktivitas perusahaan dengan ekspansi yang kemudian dapat mengurangi pengangguran karena diiringi penyerapan tenaga kerja baru untuk perusahaan. Hal ini dapat mendorong perekonomian tumbuh positif dan meningkatkan pendapatan perkapita, kemudian uang yang beredar juga akan meningkat sehingga kegiatan investasi akan meningkat. Jika iklim investasi baik maka penerbitan obligasi akan direspon baik pula oleh para investor. Sehingga menggerakkan perusahaan untuk menerbitkan sukuk lebih besar. Namun, hal sebaliknya yang akan terjadi jika tingkat inflasi terlalu tinggi dengan rentan waktu yang lama. Sehingga hipotesis yang dibangun peneliti adalah sebagai berikut:

H₂ : Inflasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi

3. Hubungan Variabel Kurs Terhadap USD dengan Outstanding Sukuk Korporasi

Kurs dapat memberikan dampak yang berbeda terhadap setiap jenis saham, saham lain dapat menerima dampak positif tetapi bisa jadi saham lainnya dapat menerima dampak negatif. Kenaikan kurs dollar AS misalnya, dapat berdampak negative terhadap emiten yang memiliki utang dollar dan menjual produknya secara lokal, sedangkan bagi emiten pada sektor ekspor dampak positif dari kenaikan kurs tersebut (Samsul 2015). Dampak kenaikan nilai kurs ini dapat mempengaruhi harga barang baik lokal maupun barang impor, sehingga dapat menaikkan juga biaya produksi bagi perusahaan dan kegiatan investasi pun akan terganggu. Hal tersebut akan memberikan dampak yang berbeda untuk setiap perusahaan dalam melakukan penerbitan obligasi. Menurut Othman et al (2015) dalam penelitian Ivan (2017) terapresiasinya nilai mata uang suatu Negara terhadap USD, akan menyebabkan penurunan permintaan produk ekspor karena harganya akan lebih mahal dari negara eksportir lainnya, sehingga menyebabkan *capital outflow* yang akan menurunkan investasi dan berdampak pada menurunnya pertumbuhan sukuk korporasi. Sehingga hipotesis yang dibangun peneliti adalah sebagai berikut:

H₃ : Kurs memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi

4. Hubungan Variabel BI Rate dengan Variabel Outstanding Sukuk Korporasi

Menurut Tandelilin (2001) tingkat suku Bunga dapat mempengaruhi nilai saat ini (*present value*) aliran kas perusahaan. Peingkatan tingkat suku bunga merupakan sentiment negatif terhadap harga saham. Hal tersebut akan berdampak pada menurunnya ketertarikan untuk melakukan investasi. Selain itu juga, tingkat suku bunga yang tinggi akan membebani biaya modal yang akan ditanggung oleh perusahaan. Tingginya tingkat suku bunga juga menyebabkan investor menarik investasinya dan beralih pada tabungan atau deposito. Sehingga penerbitan obligasi oleh perusahaan akan menurun. Penelitian yang dilakukan oleh Faizul (2016) menunjukkan hasil bahwa variabel inflasi memberikan pengaruh segaitf signifikan terhadap permintaan sukuk Negara Ritel SR-005. Sehingga hipotesis yang dibangun peneliti adalah sebagai berikut:

H4 : BI rate memiliki pengaruh negative dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi

5. Hubungan Variabel Debt to Equity Ratio dengan Variabel Outstanding Sukuk korporasi

Nilai *debt to equity ratio* yang semakin besar menandakan semakin besar pula laba usaha yang digunakan untuk memenuhi

kewajiban perusahaan. Perusahaan yang sehat adalah perusahaan yang memiliki modal sendiri lebih besar dari modal pinjaman. Nilai *debt to equity ratio* yang rendah mengindikasikan semakin kecil risiko gagal bayar dari perusahaan (Ni Made, 2016). Sehingga bagi perusahaan yang ingin menerbitkan obligasi, selama modal pinjamannya tidak melebihi modal sendiri yang dimiliki maka tidak memiliki risiko yang besar. Setiap perusahaan memiliki nilai ekuitas yang berbeda-beda, hal tersebut yang nantinya menentukan besarnya penerbitan obligasi perusahaan yang bersangkutan. Sehingga selama nilai *debt to equity ratio* perusahaan masih dalam tingkat yang rendah, maka berpotensi untuk perusahaan dapat menerbitkan obligasi lebih besar.

H5: *Debt to equity ratio* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi

6. Hubungan Variabel Current Ratio dengan Variabel Outstanding Sukuk korporasi

Current ratio adalah bagian dari rasio likuiditas yang dipakai untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Aktiva lancar adalah aktiva yang akan berubah menjadi kas dalam satu periode atau satu siklus bisnis. Walaupun rasio likuiditas ini sering dipandang sebelah mata, namun dalam jangka panjang rasio

likuiditas yang buruk dapat mempengaruhi solvabilitas perusahaan (Mamduh, 2014). Tingginya tingkat likuiditas perusahaan menandakan performa kondisi keuangan yang baik. Sehingga semakin besar nilai likuiditas dari nilai *current ratio* perusahaan mengindikasikan semakin besar nilai penerbitan sukuk yang akan diterbitkan perusahaan. Kondisi likuiditas juga menjadi pertimbangan bagi investor untuk berinvestasi pada sukuk tersebut. Sehingga hipotesis yang dibangun peneliti adalah sebagai berikut:

H6: *Current ratio* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi

7. Hubungan Variabel Ukuran Perusahaan dengan Variabel Outstanding Sukuk korporasi

Definisi ukuran perusahaan menurut Bringham Houston (2006) dalam Ni Made (2016) adalah rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun, juga merupakan karakteristik suatu perusahaan dalam hubungannya dengan struktur modal. Dengan mengetahui ukuran perusahaan, investor akan mengetahui pembagian *yield* sukuk secara periodeik serta melihat kemampuan perusahaan membayar pokok pinjaman. Bila total aset yang dimiliki perusahaan besar maka besar kemungkinan perusahaan dalam menerbitkan sukuk, hal tersebut dipengaruhi juga oleh kepercayaan investor terhadap ukuran

perusahaan yang besar. Sehingga ukuran perusahaan yang dicerminkan oleh total aset akan mempengaruhi besarnya penerbitan sukuk dari sebuah perusahaan dan hal tersebut akan mempengaruhi outstanding sukuk. Sehingga hipotesis yang dibangun peneliti adalah sebagai berikut:

H7 : Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporas