

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Industry keuangan syariah di Indonesia telah berkembang lebih dari dua decade terhitung sejak tahun 1992, dengan pangsa pasar (*market share*) secara keseluruhan sebesar 5%. Sampai Desember 2016, data OJK menyatakan bahwa terdapat beberapa produk syariah yang *market share*-nya di atas 5%, salah satunya sukuk negara dengan *market share* mencapai 14,82% dari total surat berharga negara (SBN) yang beredar. Sementara produk syariah yang pangsa pasarnya masih di bawah 5% salah satunya adalah sukuk korporasi *outstanding* sebesar 3,99% dari seluruh nilai sukuk dan obligasi korporasi. (OJK, 2017: V) Fakta di atas menunjukkan bahwa keuangan syariah Indonesia sudah berkembang cukup baik. Namun masih perlu terus dikembangkan untuk dapat mengimbangi pertumbuhan keuangan konvensional dalam rangka membesarkan industri keuangan secara keseluruhan.

Di bidang keuangan, investasi merupakan alternative bagi masyarakat yang memiliki kelebihan dana untuk disalurkan kepada masyarakat lain yang memiliki kesulitan dana. Salah satu cara berinvestasi adalah melalui instrumen sukuk di pasar modal. Tercatat bahwa pada September 2002 terdapat penerbitan sukuk korporasi pertama oleh PT.Indonesia *Satellite Corporation* (Indosat), sebagai instrument

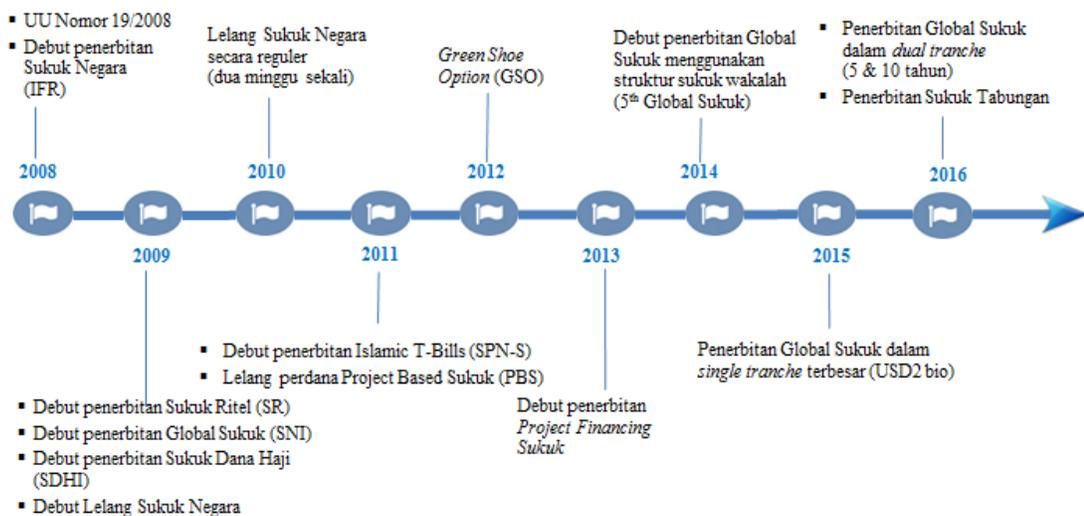
investasi syariah berbasis surat berharga. Instrument investasi ini didukung oleh UU No 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (OJK, 2017: 4-5) yang sekaligus menjadi awal mula perjalanan Instrumen Sukuk di Indonesia.

Perkembangan sukuk di Indonesia dapat dilihat dalam perjalanan Milestone Industri Keuangan Syariah Indonesia OJK, yang dimulai dari penerbitan sukuk korporasi pertama (mudharabah indosat) dengan nilai Rp175 miliar di tahun 2002, (OJK, 2017: 4). Kemudian dilanjut dengan penerbitan sukuk korporasi oleh perusahaan-perusahaan lain di tahun-tahun berikutnya. Sehingga nilai penerbitan sukuk korporasi sampai akhir 2008 mencapai Rp4,76 triliun dengan struktur sukuk yang digunakan di dominasi oleh sukuk mudharabah senilai Rp740 miliar (88%), dan sukuk ijarah senilai Rp100 miliar (12%). Pada periode 2004-2007 struktur sukuk yang banyak digunakan adalah jenis sukuk ijarah senilai Rp2.194 triliun (92%), dan sukuk mudharabah senilai Rp200 miliar (8%). (Fatah, 2011: 41) Faktanya bahwa perkembangan sukuk di Indonesia diawali oleh penerbitan sukuk korporasi yang lebih dulu diterbitkan oleh beberapa perusahaan.

Kemudian setelah disahkannya UU Nomor 19 tahun 2008 tentang SBSN, pemerintah mulai menerbitkan Sukuk Negara pertama seri IFR (Ijarah *Fixed Rate*). Penerbitannya dilakukan dengan cara *bookbuilding* melalui tiga perusahaan efek yang ditunjuk pemerintah sebagai agen penjual. (DJPPR, 2015: 51) Perkembangan sukuk negara berlanjut pada tahun 2016, bahwa pemerintah melalui Dirjen Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) atas nama Kementerian Keuangan menerbitkan Sukuk Global *Dual Tranche* seri SNI21 dengan nominal US\$750 juta, tenor 5 tahun,

dan SNI26 dengan nominal US\$1,75 miliar, tenor 10 tahun. Eksistensi Sukuk Negara terus bertumbuh, tercatat bahwa pemerintah menerbitkan ST-002 secara *online* pada November 2018 dengan nilai nominal sebesar Rp 4.945.682.000.000,00 dengan status tidak dapat diperdagangkan (*non-tradable*). (DJPPR, 2018: 1)

Untuk menunjang data perkembangan sukuk, berikut adalah milestone perkembangan sukuk Negara sejak 2008 hingga 2016 :



Gambar 1.1. Milestone Sukuk Negara

Sumber : DJPPR Kementerian Keuangan, diolah

Dari gambar diatas, dapat dilihat bahwa perkembangan sukuk terus berkembang seiring berjalannya waktu. Sehingga dampak dari penerbitan Sukuk Negara tidak hanya pada pemenuhan target pembiayaan defisit Anggaran Pembiayaan Belanja Negara (APBN) saja. Terdapat beberapa fungsi strategis lain dari sukuk Negara, yaitu: untuk mendorong pertumbuhan industri keuangan syariah nasional; meningkatkan porsi pembiayaan infrastruktur non APBN; mendorong tertib

pengelolaan Badan Milik Negara (BMN); mendorong tertib pengelolaan proyek infrastruktur pemerintah; menambah alternatif instrumen investasi bagi masyarakat; dan membantu BI dalam melakukan *Open Market Operation*. (Hariyanto, 2017: 1-3)

Sukuk diklarifikasikan menjadi dua jenis berdasarkan basis asetnya, yaitu sukuk berbasis aset riil (*asset based sukuk*); dan sukuk yang melekat dan dijamin sepenuhnya oleh aset riil (*asset backed sukuk*). *Asset based* berarti sukuk dengan kepemilikan investor atas underlying asset hanya bersifat kepemilikan *beneficial ownership*. Artinya bahwa aset riil yang menjadi underlying asset tersebut digunakan untuk membuat struktur transaksi agar sesuai dengan prinsip syariah, dan tidak dijadikan sebagai sumber pembayaran imbalan langsung serta tidak dijamin. Maka dapat dikatakan *system asset based* menyerupai karakteristik obligasi konvensional dengan system pembiayaan konsumtif. Kemudian *asset backed* berarti sukuk dengan kepemilikan investor atas *underlying asset* yang bersifat *true ownership*, dimana originator menjual secara penuh aset riil tersebut kepada investor melalui SPV. *System asset backed* lebih menyerupai karakteristik sekuritisasi aset, yang menjadikan aset riil sebagai jaminan dalam penerbitan sukuk. *Asset backed* juga menyerupai system pembiayaan produktif yang dalam hal ini mampu menjadi fondasi bagi underlying asset dari sukuk itu sendiri.

Kaitan *system asset based* dengan ekonomi makro bahwa pengaruh pembiayaan konsumtif terhadap ekonomi makro sama halnya seperti kaitan hutang terhadap ekonomi makro, cenderung berpengaruh negative. Hutang dalam hal ini khususnya utang luar negeri berdampak negative terhadap perekonomian Indonesia, sebab utang

tidak me-recovery kebutuhan Negara baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Pasalnya dalam *system asset based*, sukuk tersebut berbasis langsung terhadap asset riil itu sendiri. Sebaliknya, kaitan *system asset backed* dengan ekonomi makro bahwa pembiayaan produktif lebih mampu bertahan terhadap guncangan ekonomi karena sukuk tersebut dijamin sepenuhnya oleh asset riil. Sehingga penerbitan *asset backed sukuk* cenderung lebih kuat fondasinya dibandingkan dengan *asset based sukuk*.

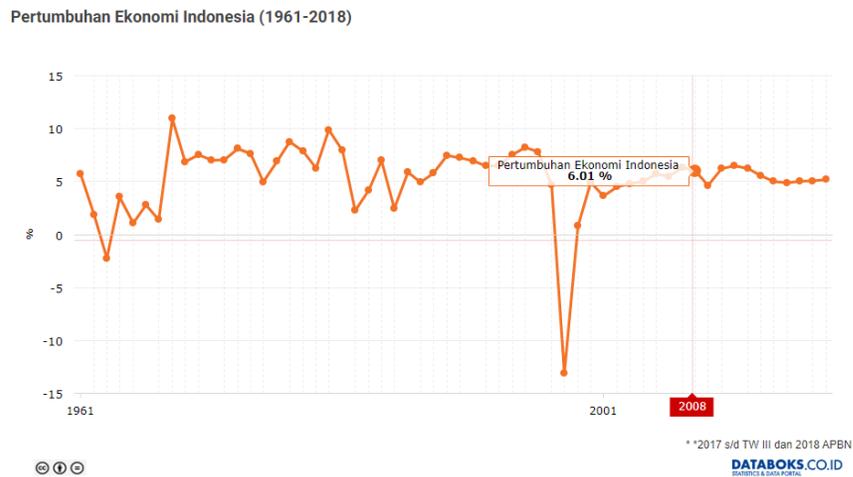
Secara keseluruhan skema pembiayaan sukuk berbeda dengan skema pembiayaan berbasis hutang. Keberadaan sukuk merupakan suatu alternative bagi pemerintah untuk menambal deficit APBN dan membantu pemerintah dalam hal menerapkan anggaran ekspansif untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. (Hariyanto, 2017: 1) Namun selama ini pemerintah cenderung menggunakan Utang Luar Negeri (ULN) dalam membiayai kebutuhan anggaran pemerintah. Pasalnya, biaya penerbitan surat berharga negara lebih tinggi dan bunga nya cenderung bersifat komersil dibandingkan dengan biaya penarikan pinjaman dari lembaga multilateral. Maka tidak heran kita lihat bahwa faktanya, utang Indonesia seiring berjalannya waktu semakin bertumbuh. Dalih lain dari pemerintah adalah bahwa rasio utang Indonesia masih dalam angka yang aman dibandingkan Negara-negara lainnya, terlebih nilai utang Indonesia tidak lebih 60% dari PDB Negara. Padahal utang ini jika tidak dikelola dengan baik, akan mengulang kembali fenomena krisis ekonomi 1997/1998. Solusi dari pemenuhan anggaran pemerintah, baik itu untuk kebutuhan pembangunan ataupun untuk meambal deficit anggaran belanja pemerintah, adalah

dengan menggunakan instrument keuangan syariah, yaitu Sukuk Negara. Penggunaan instrument ini relative lebih aman dibandingkan utang. Pasalnya dengan skema Sukuk Negara, pemerintah dapat memanfaatkan potensi investor domestic. Seperti halnya untuk kepentingan pembangunan yang sifatnya untuk kepentingan public atau infrastruktur publik, pemerintah dapat menggunakan skema Sukuk Negara Project Based Sukuk (PBS) dalam skema pembiayaannya. Dengan ini, pemerintah menjadi penjamin dalam proyek yang sedang berlangsung. Sementara proyek yang sifatnya komersial atau bukan untuk kepentingan public; seperti halnya tol Jawa, pemerintah dapat melelang proyek tersebut untuk swasta, biarkan pihak swasta yang menggarap hingga selesai.

Selain penggunaan ULN, alternative sumber dana lainnya yang digunakan pemerintah adalah Surat Utang Negara (SUN), dalam membiayai kebutuhan anggaran pemerintah. Data Kementrian Keuangan menunjukkan bahwa kepemilikan investor asing atas SBN terus meningkat tiap tahunnya. Dengan demikian, penggunaan SUN untuk menutup defisit APBN dengan dominasi kepemilikan SBN oleh asing menjadi ancaman bagi Indonesia ketika terjadi krisis. Dana asing yang masuk (*capital in flow*) atas SBN memiliki beberapa dampak negative, diantaranya adalah tingginya risiko *bubble economic*, dan tingginya risiko guncangan ekonomi dan politik nasional. *Bubble economic* adalah kondisi dimana aktivitas ekonomi dan pertumbuhan ekonomi tidak didukung faktor fundamental yang memadai, sehingga dampaknya dapat mengakibatkan krisis perekonomian di Indonesia. Kemudian apabila terjadi guncangan politik maupun guncangan ekonomi dalam negeri, maka

akan berdampak pada dana-dana asing yang masuk ke pasar uang Indonesia, yang ketika ditarik dalam jumlah besar dapat memicu krisis ekonomi seperti yang terjadi di tahun 1997 hingga 1998. Maka keberadaan sukuk penting sebagai sumber pendanaan alternative bagi pemerintah untuk mengurangi kemungkinan-kemungkinan tersebut.

Seiring perkembangan sukuk Negara, keadaan makro yang tidak stabil berdampak pada kondisi perekonomian Indonesia. Sejak tahun 2008, Indonesia terkena dampak krisis keuangan dunia yang mengakibatkan pertumbuhan ekonomi menurun dan bentuk ketidakstabilan perekonomian Indonesia lainnya. Dapat dilihat pada grafik berikut dibawah ini :



Gambar 1.3. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia (1961 – 2018)

Sumber : Databoks.co.id

Dalam website resmi *katadata.co.id*, tercatat bahwa data pertumbuhan ekonomi domestic pada tahun 2010 sebesar 6.10% dengan PDB perkapita sebesar

Rp755.094.160.363,071 dan dengan angka tingkat kemiskinan sebesar 13.3%. Fakta diatas menunjukkan bahwa selama tahun 2010 pada masa perbaikan kondisi ekonomi domestic yang terus membaik di tengah ketidakseimbangan ekonomi global. Hal ini tergambar dari peningkata angka PDB yang terus tumbuh, surplus neraca pembayaran yang cukup besar, serta semakin membaiknya kinerja keuangan. Dukungan dari semakin membaiknya factor mendasar tersebut, serta terjaganya persepsi masyarakat terhadap perkembangan ekonomi Indonesia, berdampak pada nilai tukar rupiah terhadap dolar yang menguat dengan volatilitas rendah. Kemudian dari sisi jumlah uang dan harga, rendahnya jumlah uang beredar mengakibatkan rendahnya angka inflasi yang masih terjaga selama tahun 2010. Namun mulai pertengahan tahun terjadi gangguan dari sisi kebutuhan primer, khususnya bahan pangan yang memberi tekanan cukup besar untuk inflasi, sehingga tercatat inflasi melebihi dari target Negara.

Dari fenomena diatas dapat kita lihat apakah pertumbuhan sukuk sebagai instrument alternative dalam kebijakan fiscal dan kebijakan moneter dipengaruhi oleh variable makro ekonomi seperti tingkat inflasi, jumlah uang beredar, suku bunga, dan kurs rupiah. Ardiansyah (2017 : 3) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kondisi makro ekonomi yang baik dapat mencerminkan iklim investasi yang baik pada suatu negara. Dalam penelitian nya, Ardi menyatakan bahwa variabel jumlah uang beredar, dan inflasi berpengaruh positif (signifikan) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi, sedangkan variabel kurs berpengaruh negatif (signifikan) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam penelitian lain oleh Nita (2018 : 9) menyatakan bahwa perkembangan tingkat laju inflasi Indonesia selama periode 2010–2017 mengalami

fluktuasi yang cenderung meningkat, sehingga tingkat inflasi berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat permintaan Sukuk Ritel. Rahman (2016 : 9) dalam penelitiannya menemukan bahwa variabel tingkat inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-005. Sedangkan variable BI Rate berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-005.

Dalam pemilihan variable penelitian, penulis menggunakan analogi perbandingan antara investor asing dan investor domestic terhadap sukuk. Peran investor sangatlah penting bagi pemenuhan kebutuhan pembangunan Negara dan bagi pemenuhan deficit anggaran belanja Negara. Adapun skema pembiayaan sukuk Negara memiliki klasifikasi sukuk berdasarkan jenis investor. Klasifikasinya sebagai berikut, yaitu sukuk yang diperuntukkan bagi investor domestic berupa sukuk ritel, sukuk dana haji, sukuk IFR, dan surat pemberdayaan Negara. Sedangkan sukuk yang diperuntukkan bagi investor asing, berupa sukuk valas atau sukuk global, dan *project base sukuk*. Di penelitian ini, focus penulis lebih kepada membahas sukuk Negara jenis sukuk IFR, yang merupakan jenis sukuk bagi investor domestic. Maka, beberapa variable makroekonomi yang dipilih adalah inflasi, kurs rupiah, jumlah uang beredar, dan suku bunga. Alasan dipilihnya variable-variabel makroekonomi tersebut adalah bahwa inflasi, jumlah uang beredar, dan suku bunga memiliki kendali terhadap investor domestic. Pasalnya dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi, investor domestic cenderung memperhatikan ketiga variable tersebut. Sedangkan variable kurs rupiah memiliki pengaruh yang tidak pasti terhadap investasi. Pasalnya perubahan nilai kurs akan berpengaruh terhadap dua sisi, yaitu sisi permintaan dan penawaran.

Dari sisi permintaan turunnya nilai kurs akan menyebabkan nilai riil asset berkurang yang disebabkan kenaikan harga-harga secara umum, yang selanjutnya akan menurunkan permintaan domestic masyarakat. Dengan keadaan seperti ini, maka investor domestic cenderung akan menarik modalnya dari perusahaan-perusahaan domestic, disebabkan oleh turunnya harga barang akibat dari turunnya nilai kurs. Sedangkan dari sisi penawaran turunnya nilai kurs akan mendorong ekspansi investasi pada barang-barang ekspor, yang selanjutnya akan menarik investor domestic untuk kembali menitipkan modalnya pada perusahaan-perusahaan domestic.

Beberapa hubungan antara sukuk IFR dengan variable makroekonomi dijelaskan dalam uraian berikut. Dampak dari Inflasi adalah suatu keadaan ekonomi dimana terjadi kenaikan harga-harga secara umum dan terus-menerus. Sukuk yang menggunakan underlying asset sebagai landasan nilainya, memiliki hubungan dengan inflasi. Dimana tingkat inflasi berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk IFR karena apabila inflasi mengalami kenaikan maka investor akan tertarik kepada sukuk IFR sehingga terjadi pertumbuhan sukuk IFR. Maka dalam hal ini sukuk dapat menjadi instrument pengendali inflasi. Kemudian kurs merupakan suatu harga dari transaksi di valuta asing. Kurs rupiah terhadap dollar AS merupakan elemen penting dalam pertumbuhan sukuk IFR karena menguatnya kurs rupiah berarti mengindikasikan pertumbuhan ekonomi yang baik, yang dianggap sebagai sinyal positif karena kurs rupiah terhadap dollar AS mempengaruhi *return* yang akan diperoleh investor. Ketika kurs rupiah meningkat maka minat investor akan sukuk akan bertambah. Sehingga sukuk dapat menambah jumlah pilihan investor untuk

mengalokasikan uangnya. Selanjutnya jumlah uang beredar merupakan instrumen moneter suatu Negara. Bank Indonesia sebagai penanggung jawab system moneter Indonesia bertugas untuk mengendalikan jumlah uang beredar, terutama melalui operasi pasar terbuka dan menurunkan tingkat diskonto. Jumlah uang beredar memiliki pengaruh penting terhadap sukuk, karena asumsinya bahwa setiap penerbitan sukuk akan mengurangi jumlah uang beredar. Dengan demikian, maka ketika sukuk terus bertumbuh maka pemerintah dapat menekan jumlah uang beredar yang berarti pemerintah dapat mengendalikan system moneter melalui penerbitan sukuk Negara. Dan yang terakhir BI *rate* merupakan suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau sinyal kebijakan moneter (ekspansif atau kontraktif) yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Ekspansi moneter yang dilakukan dengan kebijakan suku bunga, dapat menjadi stimulus bagi masyarakat agar dapat menukar uangnya dengan bentuk aset keuangan lainnya, seperti surat berharga, saham, tabungan deposito, dll. Teori Keynes menyatakan bahwa investasi berhubungan negatif dengan tingkat suku bunga. Selanjutnya teori *capital asset pricing model* pun menjelaskan bahwa kenaikan tingkat suku bunga yang bebas resiko akan mengurangi tingkat keuntungan yang diharapkan pada investasi saham, sehingga kenaikan tingkat suku bunga akan menyebabkan menurunnya minat investasi di pasar modal. Hubungannya dengan sukuk, dimana kenaikan tingkat suku bunga malah akan menarik minat investor untuk beralih kepada instrument investasi syariah. Maka ketika tingkat suku bunga naik, pertumbuhan sukuk pun akan meningkat.

Fokus penelitian ini dimaksudkan untuk memaksimalkan peran sukuk IFR sehingga dapat digunakan sebagai instrument penambal deficit APBN Negara dan sebagai instrument pendukung pembangunan infrastruktur dengan menganalisis faktor – faktor apa saja yang mempengaruhinya. Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang berjudul SUKUK BAGI PEREKONOMIAN INDONESIA ANALISIS PENGARUH INDIKATOR MAKRO EKONOMI TERHADAP PERTUMBUHAN SUKUK NEGARA SERI IFR PERIODE 2010-2017.

B. Rumusan Masalah

Sukuk dalam pasar syariah dipercaya sebagai instrument alternative dalam mengatasi deficit APBN, kemudian di sisi lain sukuk dipercaya sebagai solusi bagi instrument kebijakan moneter dan kebijakan fiscal Indonesia. Maka, penulis tertarik untuk mengkaji beberapa rumusan masalah berikut :

1. Apakah tingkat inflasi berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk IFR?
2. Apakah nilai tukar (kurs) berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk IFR?
3. Apakah jumlah uang beredar berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk IFR?
4. Apakah suku bunga (bi rate) berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk IFR?
5. Apakah tingkat inflasi, nilai tukar (kurs), jumlah uang beredar, dan suku bunga (BI Rate) berpengaruh secara simultan terhadap pertumbuhan sukuk Negara seri IFR?

C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa tujuan, diantaranya adalah :

1. Untuk mengetahui pengaruh tingkat inflasi terhadap pertumbuhan sukuk IFR
2. Untuk mengetahui pengaruh nilai tukar (kurs) terhadap pertumbuhan sukuk IFR
3. Untuk mengetahui pengaruh jumlah uang beredar terhadap pertumbuhan sukuk IFR
4. Untuk mengetahui pengaruh suku bunga (BI Rate) terhadap pertumbuhan sukuk IFR
5. Untuk mengetahui pengaruh secara simultan tingkat inflasi, nilai tukar (kurs), jumlah uang beredar, dan suku bunga (BI Rate) terhadap pertumbuhan sukuk Negara seri IFR?

D. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi penulis, draft penelitian ini agar dapat menambah wawasan tentang sukuk, khususnya sukuk Negara. Sehingga dapat menguasai lebih dalam topik sukuk dari sisi makro ekonomi, dan sebagai wadah untuk mengaplikasikan ilmu yang telah diperoleh di bangku perkuliahan, juga sebagai pemenuhan tugas akhir di jenjang Strata satu.

2. Bagi kelompok akademisi, penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan bacaan dan referensi tambahan bagi kajian atau penelitian selanjutnya yang terkait dengan topic sukuk Negara seri IFR.
3. Bagi pemerintah yang dalam hal ini DJPPR Kementrian Keuangan, penelitian ini dapat dijadikan pertimbangan sebelum menerbitkan sukuk seri IFR, untuk melihat indicator yang berpengaruh terhadap sukuk IFR.