

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

#### **A. Tinjauan Pustaka**

Penelitian ini mengambil beberapa tinjauan pustaka dari penelitian-penelitian terdahulu yang terkait dengan penelitian, yaitu :

1. Nita Apriliani, Azib, Ifa Hanifia Senjiati. (2018). *Analisis Pengaruh Inflasi dan PDB Perkapita terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel di Indonesia Periode 2010-2017*. Metode penelitian yang digunakan adalah deskriptif analitis dengan analisis regresi linier berganda menggunakan program SPSS seri 20 *for window*. Hasil dari penelitian ini adalah perkembangan tingkat laju inflasi dan PDB Perkapita di Indonesia selama periode 2010–2017 mengalami fluktuasi yang cenderung meningkat. Inflasi dan PDB Perkapita terhadap permintaan Sukuk pada Bank Syariah di Indonesia memiliki pengaruh yang signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan nilai adjusted R-square sebesar 0.939, yang berarti 93.9% variabel Permintaan Sukuk Ritel di Bank Syariah dapat dijelaskan oleh variabel independen Inflasi dan PDB Perkapita. Sedangkan sisanya sebesar 6.1% ( $100\% - 93.9\% = 6.1\%$ ) dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian. Disimpulkan bahwa penjualan Sukuk pada Bank Syariah di Indonesia menunjukkan adanya peningkatan signifikan serta terdapat pengaruh Inflasi dan PDB Perkapita terhadap permintaan Sukuk secara

simultan. Sedangkan secara parsial, inflasi tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk ritel, namun PDB Perkapita berpengaruh terhadap permintaan sukuk ritel di Indonesia.

2. Ivan Hannoeriadi Ardiansyah, dan Deni Lubis. (2017). *The Effect of Macroeconomic Variables to Corporate Sukuk Growth in Indonesia*. Dalam metode penelitian, penelitian ini menggunakan metode Ordinary Least Square (OLS), dengan metode regresi linier berganda analisis deskriptif dan kuantitatif, menggunakan bantuan software Microsoft Excel 2007 dan Eviews 6. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel jumlah uang beredar, indeks produksi industri, dan inflasi berpengaruh positif (signifikan) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Variabel kurs, oil price, dan bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh negatif (signifikan) terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Variabel yang memiliki pengaruh paling besar terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia adalah jumlah uang beredar. Variabel pada penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan sehingga secara langsung akan mendorong pertumbuhan ekonomi nasional.
3. Prayudi Setiawan Prabowo dan Rachma Indrarini. (2016). *Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk dan Besaran Bagi Hasil Sukuk*. Desain penelitian dengan pendekatan kuantitatif deskriptif. Hasil dari penelitian ini memberikan gambaran konkret terhadap faktor makroekonomi yang mempengaruhi penerbitan sukuk pemerintah dan besarnya imbal hasil yang ditetapkan. Variabel nilai tukar tidak mempengaruhi penerbitan sukuk

maupun besaran bagi hasil. Variabel inflasi berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk, akan tetapi tidak berpengaruh terhadap besaran bagi hasil. Variabel PDB Berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk maupun besaran bagi hasil. Variabel penerimaan pajak berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk akan tetapi berpengaruh negative terhadap besaran bagi hasil.

4. Faizul Rahman, Ardi Paminto, Maryam Nadir. (2016). *Pengaruh Harga Sukuk Ritel seri SR-005 Tingkat Inflasi dan BI rate terhadap tingkat permintaan Sukuk Ritel seri SR-005*. Alat analisis yang digunakan adalah menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel harga sukuk negara ritel SR-005 dan 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.
5. Arie Rachmad Soenjoto, Hilda Lutfiani. (2016). *Konsep dan Aplikasii Sukuk Negara dalam Pembiayaan Defisit*. Penelitian ini menggunakan metode studi literature, mengumpulkan data primer dan sekunder, observasi merupakan langkah awal untuk melihat dan mendapatkan data yang diperlukan. Serta analisa menggunakan cara berfikir induktif-deduktif untuk menarik sebuah kesimpulan. Penelitian ini menunjukkan bahwa sukuk negara berpotensi untuk dikembangkan sebagai alternatif yang sesuai dengan prinsip syari'ah yang dapat menjadi sumber pembiayaan defisit dengan 3 mekanisme

penerbitan, yaitu *private placement*, lelang dan *bookbuilding*. Kedudukan sukuk negara dalam mengurangi defisit APBN pada tahun 2010-2014 tidak jelas karena defisit APBN meningkat dari Rp 46,8 Triliun hingga Rp 241,5 Triliun, tetapi pada tahun 2014-2015 defisit APBN menurun dari Rp 241,5 Triliun hingga Rp 222,5 Triliun, sementara pembiayaan defisit APBN dari sumber sukuk negara pada tahun 2014-2015 meningkat dari Rp 265 Triliun hingga Rp 298 Triliun. Hal ini menggambarkan penerbitan SBN dapat menjadi instrumen utama dalam pembiayaan defisit APBN.

6. Agus Marimin, Ulul Azmi Mustofa, Anik. (2016). *Perbandingan Kinerja Obligasi Ritel Indonesia dengan Sukuk Ritel Indonesia Periode Tahun 2011 – 2015*. Penelitian ini adalah penelitian deskriptif kuantitatif yang bersifat komparatif, dengan bantuan software SPSS dan Microsoft Excell. Menggunakan teknik analisis data deskriptif statistic, uji normalitas, dan uji independent sample t-test. Hasil yang didapat bahwa kinerja obligasi ritel dan sukuk ritel yang diukur dari *yield* masing-masing menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja antara keduanya. Dari hasil uji independent sample t-test, hasil tabel statistik menunjukkan bahwa nilai signifikan adalah 0,989. Hal ini berarti berarti bahwa nilai signifikan  $0,989 > 0,05$  yang berarti  $H_0$  diterima. Oleh karena itu, tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja obligasi ritel dan sukuk ritel.
7. Azwar Iskandar Umar. (2014). *Pengaruh Penerbitan Suukuk Negara sebagai Pembiayaan Defisit Fiskal dan Kondisi Ekonomi Makro terhadap*

*Perkembangan Perbankan Syariah di Indonesia*. Secara simultan, rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP tahun sebelumnya (SUKUK-a), rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK-l), KURS dan INF secara simultan berpengaruh signifikan terhadap perkembangan perbankan syariah di Indonesia (GROWTH). Secara parsial, SUKUK-a berpengaruh positif dan signifikan terhadap GROWTH, SUKUK-l berpengaruh negatif dan signifikan terhadap GROWTH, KURS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap GROWTH, dan INF berpengaruh positif dan signifikan terhadap GROWTH.

8. Neneng Sudaryanti, Akhmad Affandi Mahfudz, Ries Wulandari. (2011). *Analisis Determinan Peringkat Sukuk dan Peringkat Obligasi di Indonesia*. Metode penelitian yang digunakan adalah metode deskriptif kuantitatif yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh determinan peringkat sukuk dan peringkat obligasi serta untuk mengetahui perbandingan besar tingkat signifikansi antara determinan peringkat sukuk dengan peringkat obligasi. Variabel yang diteliti dari determinan peringkat sukuk dan peringkat obligasi ini yaitu pertumbuhan perusahaan (*growth*), ukuran perusahaan (*firm size*), profitabilitas perusahaan, likuiditas perusahaan, leverage ratio, dan umur sukuk dan obligasi (*maturity*). Data diperoleh melalui Studi Dokumentasi. Dan jenis data yang diambil adalah gabungan dari data *times series* dan data *cross section (pooled data)*, dengan metode analisis regresi logistic ordinal.

Hasil yang didapat adalah; (1)Determinan peringkat sukuk adalah ukuran perusahaan (*firm size*) dengan tingkat signifikansi sebesar 0.039; (2)Determinan peringkat obligasi adalah ukuran perusahaan (*firm size*) dengan tingkat signifikansi sebesar 0.012, profitabilitas dengan tingkat signifikansi sebesar 0.010, dan umur obligasi di atas lima tahun (*maturity*) dengan tingkat signifikansi sebesar 0.017; (3)Tingkat signifikansi variabel *growth* pada peringkat sukuk sebesar 0.848 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.950. Tingkat signifikansi variabel *firm size* pada peringkat sukuk sebesar 0.039 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.012. Tingkat signifikansi variabel profitabilitas pada peringkat sukuk sebesar 0.063 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.010. Tingkat signifikansi variabel likuiditas pada peringkat sukuk sebesar 0.980 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.762. Tingkat signifikansi variabel *leverage ratio* pada peringkat sukuk sebesar 0.123 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.167. Tingkat signifikansi variabel *maturity* pada peringkat sukuk sebesar 0.620 sedangkan *maturity* pada peringkat obligasi sebesar 0.017. Disimpulkan bahwa variabel *growth* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat obligasi, variabel *firm size* berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat obligasi, variabel profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi, variabel likuiditas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat

obligasi, variabel *leverage ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat obligasi, variabel *maturity* untuk jangka waktu lebih dari lima tahun tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.

9. Irfan Syauqi Beik. (2011). *Memperkuat Peran Sukuk Negara dalam Pembangunan Ekonomi Islam*. Hasil dari penelitian ini adalah bahwa orientasi penerbitan SBSN berbasis kepada pembangunan infrastruktur, sektor padat karya (pertanian, kelautan, dll), dan optimalisasi potensi daerah. Untuk mewujudkan ketiga arah orientasi tersebut, maka ada 4 variabel kebijakan yang harus diperhatikan, yaitu harmonisasi regulasi dan koordinasi antar lembaga pemerintah yang perlu ditingkatkan, kedua menjaga kesesuaian syariah sukuk, peningkatan inovasi dan kualitas produk sukuk, dan terakhir edukasi dan sosialisasi publik.
10. Mohammad Agus Khoirul Wafa. (2010). *Analisis Factor-Factor yang mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-I (Periode Maret 2009-Juni 2010)*. Secara bersama-sama faktor independen yang terdiri dari harga sukuk negara ritel, harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito bank syariah, dan tingkat suku bunga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel pada periode Maret 2009-Juni 2010. Secara parsial setiap variabel independen di atas mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel periode Maret 2009-Juni 2010.

Penelitian yang dilakukan penulis adalah penelitian dengan focus pada pengaruh indicator makroekonomi yang terdiri dari; inflasi, nilai tukar (kurs), jumlah uang beredar, BI rate terhadap Sukuk IFR di rentang tahun 2010 – 2017. Adapun point-point persamaan yang ada dari penelitian ini dengan beberapa penelitian sebelumnya terdapat pada objek penelitian yang mengkaji sukuk Negara. Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya terdapat pada objek penelitian yang lebih spesifik yaitu jenis sukuk Negara seri IFR, kemudian terdapat juga perbedaan pada metode analisis, periode pengamatan, dan variable independen nya.

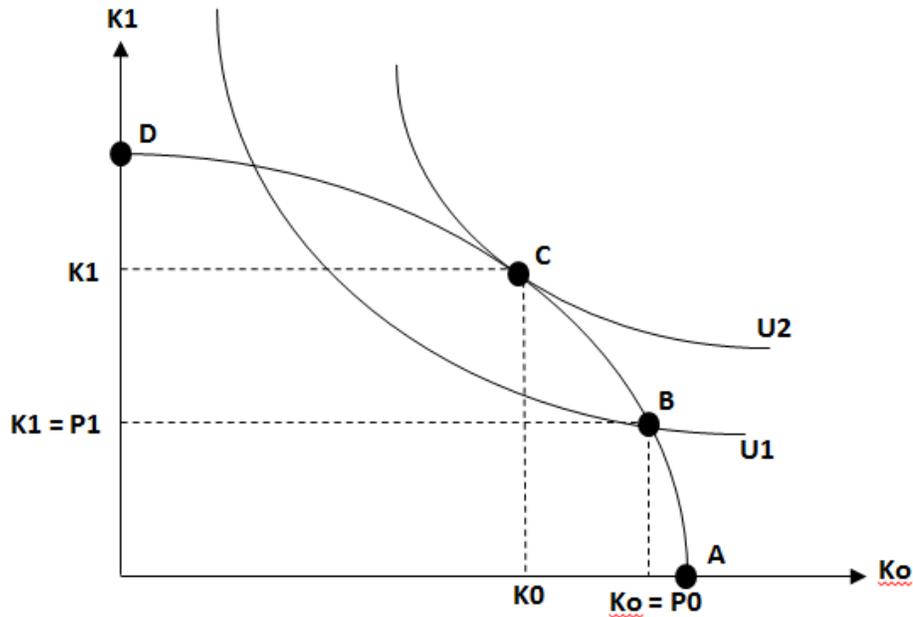
## **B. Landasan Teori**

### **Teori Investasi**

Dalam buku teks *Introductory Economics* karya Paul Samuelson, terdapat penyederhanaan kehidupan ekonomi setiap masyarakat bahwa pendapatan nasional naik dan turun karena perubahan investasi yang pada gilirannya tergantung pada perubahan teknologi, penurunan tingkat suku bunga, pertumbuhan penduduk dan faktor-faktor dinamis lainnya. Investasi merupakan sebuah komitmen yang dilakukan pada saat ini atas jumlah dana atau sumberdaya dalam bentuk lainnya agar mendapatkan keuntungan dimasa depan (Tandelilin: 2001). Investasi dapat dilakukan pada mesin-mesin guna menaikkan kapasitas ekonomi suatu Negara. Adapun factor-faktor yang mempengaruhi investasi adalah dari sektor makro, infastruktur, tenaga kerja, peraturan setempat, pajak, dan ekspor-impor. Sedangkan pertumbuhan investasi dipengaruhi oleh perkembangan ekspor dan konsumsi rumah tangga.

Struktur pembiayaan investasi dapat berupa dana internal, utang dagang, kredit bank dalam negeri, kredit bank luar negeri, uang muka dan jaminan, pihak terafiliasi perusahaan dan individu, penerbitan saham dan obligasi, lembaga pembiayaan nonbank, lainnya.

Dalam literatur lain investasi didefinisikan sebagai penunda konsumsi di masa sekarang yang akan digunakan untuk produksi yang efisien dalam periode waktu yang telah ditentukan dengan harapan akan dapat meningkatkan utility total (Jogiyanto, 2008). Perkembangan investasi di Indonesia dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain, suku bunga, nilai tukar, inflasi, kondisi makroekonomi, dan belanja modal pemerintah.



Gambar 1.4. Kesempatan produksi yang efisien = investasi

Sumber : Jogiyanto, 2008

Dalam sebuah perumpamaan, diasumsikan bahwa seorang individu menerima pendapatan sebesar  $P_0$  pada awal periode dan menerima pendapatan  $P_1$  pada akhir periode. Kurva ABCD pada gambar 1.4 menunjukkan set dari kesempatan produksi yang efisien. Individu akan mengkonsumsi sebesar  $K_0$  pada awal periode. Individu dapat mengkomunikasikan semua pendapatannya sebesar  $P_0$  untuk awal periode dengan tingkat utility yang diterima sebesar  $U_1$  di titik B. Karena adanya kesempatan produksi yang efisien, individu dapat bergeser dari titik B ke titik C selama masih berada di kurva kesempatan produksi yang efisien. Di titik C ini individu mengurangi konsumsi sekarang dari  $P_0$  menjadi  $K_0^*$ . Sisa yang tidak dikonsumsi sebesar  $I_0 = (P_0 - K_0)$  adalah nilai yang diinvestasikan. Dari hasil pergeseran konsumsi ini, tingkat utility akan naik menjadi  $U_2$  (Jogiyanto, 2008).

Dari kurva diatas, terlihat bahwa investasi ke dalam produksi yang efisien akan meningkatkan utility. Investasi ke dalam produksi yang efisien dapat berbentuk aktiva nyata (seperti rumah, tanah, dan emas) atau berbentuk aktiva keuangan (surat-surat berharga) yang diperjual-belikan di antara investor (pemodal). Investor melakukan investasi untuk meningkatkan utilitinya dalam bentuk kesejahteraan (Jogiyanto, 2008). Dalam aktiva keuangan, investasi dapat berupa investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara lain. Sebaliknya investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan-perusahaan lain (Jogiyanto, 2008).

a) Investasi langsung

Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjualbelikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*), atau pasar turunan (*derivative market*). Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak dapat diperjualbelikan melainkan melalui bank komersial (Jogiyanto, 2008).

b) Investasi tidak langsung

Investasi tidak langsung merupakan pembelian saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva keuangan dari perusahaan lain. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi yang menyediakan jasa keuangan, dengan cara menjual sahamnya ke public dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya. Perusahaan investasi di klasifikasikan sebagai unit *investment trust*, *closed-end investment companies*, dan *open-end investment companies* (Jogiyanto, 2008).

### **Tinjauan Umum Sukuk**

Sukuk merupakan sebuah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah, yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang sukuk, yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil margin / *fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo (Beik, 2017: 208). Secara global, sukuk telah mengalami perkembangan pesat meski di tahun 2008 sempat mengalami penurunan akibat krisis keuangan global. Namun kondisi ini dapat diperbaiki hingga ke tingkat yang lebih tinggi pada tahun 2010. Asia

(minus Timur Tengah) menjadi kawasan yang paling banyak menerbitkan sukuk (77 persen), diikuti oleh Timur Tengah (17 persen), *Cayman Island* (5 persen), dan Afrika (1 persen). Dari sisi akad, jenis akad yang banyak digunakan untuk menerbitkan sukuk di seluruh dunia yaitu akad murabahah. (Beik, 2017: 209)

### **Definisi Sukuk**

Secara bahasa sukuk berarti dokumen atau sertifikat. Istilah sukuk berasal dari sebuah kata dalam bahasa arab yaitu *sakk* (tunggal) yang dengan bentuk jamak / plural adalah *sukuk* yang artinya mirip dengan sertifikat atau *note*. (DJPPR, 2015: 19) Pemahaman praktis mengenai sukuk merupakan “bukti (*claim*) kepemilikan”.

Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32 tahun 2002 mendefinisikan obligasi syariah sebagai surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa *bagi hasil*, *margin* dan *fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Dalam fatwa DSN lainnya terdapat definisi lain mengenai sukuk Negara, yaitu Surat Berharga Syariah Negara atau dapat disebut Sukuk Negara adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan atas bagian dari aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. (Fatwa DSN No 69, 2008: 5)

Definisi sukuk menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) Sharia Standars adalah sertifikat yang bernilai sama yang mempresentasikan bagian kepemilikan yang tak terbagi atas suatu asset

berwujud, nilai manfaat asset (*usufruct*), dan jasa (*services*), atau atas kepemilikan asset dari suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu. Namun demikian representasi tersebut baru dapat diwujudkan setelah berakhirnya masa penerbitan, dan dana hasil penerbitan sukuk mulai digunakan untuk tujuan penerbitan sukuk tersebut. (DJPPR, 2015: 20)

*“Investment Sukuk are certificates of equal value representing undivided Investment Sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of ) the assets of particular projects or special investment ownership of ) the assets of particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the Sukuk, the activity, however, this is true after receipt of the value of the Sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the Sukuk were issued.purpose for which the Sukuk were issued.”*  
(AAOIFI Sharia Standars, 2017 : 468)

Secara umum sukuk adalah sertifikat kepercayaan sesuai dengan prinsip syariah yang merupakan kekayaan pendukung pendapatan yang bersifat stabil dan dapat diperdagangkan. Sukuk diterbitkan sebagai penyeimbang kekayaan yang terdapat dalam neraca keuangan pemerintah, penguasa otoritas moneter, bank dan lembaga keuangan, serta bentuk entitas lainnya yang memobilisasi dana masyarakat. Emiten atau pihak yang menerbitkan sukuk dapat berasal dari institusi pemerintah, perusahaan swasta, lembaga keuangan, otoritas moneter, maupun organisasi masyarakat yang memiliki asset untuk dapat dijadikan underlying asset dari sukuk tersebut. (Fatah, 2011: 2)

## **Karakteristik dan Macam Sukuk**

Karakteristik dari sukuk adalah sebagai berikut: (1)sukuk merupakan bentuk bukti kepemilikan atas asset yang berwujud atau hak dari manfaat; (2)pendapatan (*fee*) dari sukuk berupa imbalan, marjin, dan bagi hasil sesuai akad yang digunakan; (3)sukuk harus terbebas dari unsur riba, gharar, dan maysir; (4)sukuk harus memiliki *underlying aset*; (5)penggunaan hasil dari sukuk tidak boleh bertentangan dengan syariah Islam; (6)penerbitan sukuk melalui suatu entitas khusus *Special Purpose Vehicle*. (Falah, 2011: 6)

Sukuk memiliki karakteristik diantaranya: (DJPPR, 2015 : 24)

- a) Sukuk merupakan sertifikat bernilai sama yang diterbitkan oleh pihak penerbit untuk menetapkan klaim pemegang sukuk atas hak dan kewajiban finansial yang direpresentasikan dalam sukuk.
- b) Sukuk merepresentasikan kepemilikan bersama atas asset (*underlying asset*) yang ditujukan untuk kepentingan investasi. Asset dapat berupa asset berwujud, hak guna, jasa, atau berupa kombinasi dari kesemua asset tersebut ditambah *intangible rights*, hutang / piutang, dan asset moneter. Sukuk tidak merepresentasikan pemberian utang oleh investor kepada pihak penerbit sukuk.
- c) Sukuk diterbitkan berdasarkan akad-akad syariah. penerbitan sukuk dengan menggunakan akad syariah tersebut harus sesuai dengan aturan syariah yang terikat penerbitan dan perdagangannya.

- d) Perdagangan suatu jenis sukuk mengikuti ketentuan syariah yang mengatur mengenai perdagangan atas asset yang direpresentasikan dalam sukuk.
- e) Pemegang sukuk (investor) secara bersama-sama berbagi keuntungan yang dihasilkan (*return*) sesuai dengan yang dinyatakan dalam prospectus, dan berbagai kerugian sesuai dengan porsi kepemilikan sukuk.

Islamic Financial Service Board (IFSB) pada tahun 2009 melakukan klarifikasi sukuk berdasarkan jenis risiko yang melekat ke dalam tiga kelompok besar, yaitu *asset backed*, *pay-through asset-based*, dan *pass-through asset-based sukuk*. Klarifikasi tersebut kemudian dirumuskan kembali dan disederhanakan menjadi dua, yaitu sukuk berbasis asset riil (*asset based sukuk*); dan sukuk yang melekat dan dijamin sepenuhnya oleh asset riil (*asset backed sukuk*). Jenis pertama yaitu *asset based sukuk* yang merupakan sukuk dengan kepemilikan investor atas underlying asset hanya bersifat kepemilikan *beneficial ownership*, bukan *true ownership*. Artinya bahwa asset 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. Sehingga karakteristik sukuk ini lebih mirip dengan karakteristik obligasi konvensional dibandingkan dengan karakteristik sekuritisasi asset. Kemudian jenis kedua yaitu *asset backed sukuk* yang merupakan sukuk dengan kepemilikan investor atas *underlying asset* yang bersifat *true ownership*, dimana originator menjual secara penuh asset riil tersebut kepada investor melalui SPV. Sukuk jenis ini lebih menyerupai karakteristik

sekuritisasi asset, yang menjadikan asset riil sebagai jaminan dalam penerbitan sukuk. (DJPPR, 2015: 79 – 81)

Adapun jenis sukuk yang diatur dalam UU No. 19 Tahun 2008 tentang SBSN di Pasal 3 adalah sebagai berikut:

1. SBSN ijarah, yang diterbitkan berdasarkan akad Ijarah.
2. SBSN Mudharabah, yang diterbitkan menggunakan akad Mudharabah.
3. SBSN Musyarakah, yang diterbitkan dengan akad Musyarakah.
4. SBSN Istishna', yang diterbitkan dengan akad Istishna'.
5. SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad lain sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.
6. SBSN yang diterbitkan berdasarkan kombinasi dua atau lebih dari akad-akad yang tersebut diatas.

Hal ini juga tertera pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk. Selain itu akad yang digunakan dalam pemasaran obligasi syariah korporasi pada dasarnya juga merujuk pada jenis akad yang diakui dalam undang-undang tersebut.

### **Klasifikasi Sukuk Negara**

Sukuk Negara merupakan surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap asset SBSN, baik dalam rupiah maupun valuta asing (UU No 19, 2008 : 2). Sukuk Negara merupakan salah satu instrument pembiayaan APBN yang berbentuk SBN yang penerbitannya

didasarkan pada Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008. Sebagai instrument berbasis syariah, penerbitan Sukuk Negara memerlukan underlying asset baik berupa Barang Milik Negara (BMN) atau proyek APBN. Selain itu juga diperlukan Fatwa dan Opini Syariah dalam setiap penerbitannya. (DJPPR, 2015: 40)

Menurut Dirjen Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan, sukuk Negara memiliki beberapa klasifikasi sebagai berikut :

1. SR Sukuk Ritel, yaitu sukuk Negara jenis *retail* yang di jual khusus untuk investor individu Warga Negara Indonesia (WNI)
2. SNI sukuk valas (global) adalah sukuk Negara yang diterbitkan di pasar perdana internasional dalam denominasi valuta asing
3. SDHI sukuk dana haji Indonesia, yaitu sukuk Negara yang diterbitkan khusus untuk penempatan dana haji pada sukuk Negara
4. Sukuk IFR *islamic fixed rate* adalah sukuk Negara yang diterbitkan di pasar dalam negeri dengan denominasi rupiah
5. SPN-S surat perbendaharaan Negara syariah adalah sukuk Negara yang diterbitkan dengan tenor kurang dari satu tahun
6. PBS *project based sukuk* adalah sukuk yang diterbitkan dengan menggunakan proyek sebagai *underlying asset*

Kemudian akad yang terkandung dalam SBSN adalah sebagai berikut :

1. Akad Ijarah (sewa menyewa atas suatu aset).
2. Akad Mudharabah (akad kerja sama di mana salah satu pihak menyediakan modal) rab al maal dan (pihak yang satunya menyediakan tenaga atau

keahlian) atau mudharib. Namun ketika mengalami kerugian yang bertanggung jawab penuh adalah si pemodal sedangkan keuntungan akan di bagi berdasarkan persentase yang disepaki di sebelumnya.

3. Akad Musyarakah (adalah akad kerja sama dalam penggabungan modal) di mana keuntungan dan kerugian di tanggung bersama sesuai akad awal.
4. Akad Istisna' (adalah akad pembiayaan suatu proyek yang di mana cara jangka waktu penyerahan barang serta harga barang di sepakati oleh para pihak).
5. Surat Berharga Syariah Negara berdasarkan akad lainnya sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

### **Sukuk IFR**

Sukuk seri IFR merupakan sukuk Negara yang diterbitkan di pasar dalam negeri dengan denominasi rupiah. SBSN Ijarah Fixed Rate (IFR) adalah seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah di pasar perdana dalam negeri yang ditujukan bagi investor institusi dengan nominal pembelian yang cukup besar. Seri ini telah diterbitkan sejak tahun 2008, dengan cara bookbuilding dan dengan cara lelang sejak tahun 2009. Sukuk IFR bersifat *tradable* (dapat diperdagangkan) dengan tingkat imbal hasil tetap. Penerbitan Sukuk IFR memiliki nilai strategis karena dapat mendorong dan memfasilitasi mobilisasi dana investor institusi dalam rangka pembiayaan APBN, yang secara bertahap akan mengarah pada kemandirian bangsa dalam pembiayaan

pembangunan. Selain itu, upaya pengembangan masyarakat pasar modal yang memiliki akar yang kokoh di masyarakat akan menjadi lebih baik dan efektif.

Secara umum, tujuan penerbitan Sukuk IFR dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Diversifikasi sumber pembiayaan APBN
2. Menambah porsi pembiayaan infrastruktur non-APBN
3. Membantu BI dalam kebijakan *Open Market Operation*
4. Membantu pemerintah dalam menerapkan anggaran ekspansif untuk mendorong pertumbuhan ekonomi
5. Mendorong pemerintah untuk tertib pengelolaan BUMN
6. Memperluas basis investor Surat Berharga Negara di pasar domestic
7. Mendukung pengembangan pasar keuangan syariah
8. Memperkuat pasar modal Indonesia dengan mendorong transformasi dari *savings-oriented society* menjadi *investment oriented society*

## **Tinjauan Umum Variabel Makroekonomi**

### **Teori Inflasi**

Makna sederhana dari inflasi yaitu meningkatnya harga barang-barang di pasar secara umum dan dalam jangka waktu yang terus menerus. Inflasi dapat terjadi akibat jumlah uang beredar yang sangat banyak di tangan masyarakat, sehingga membuat kecenderungan masyarakat akan konsumsi meningkat, menyebabkan harga-harga melambung tinggi. Kenaikan harga satu atau dua barang saja bukan merupakan inflasi, kecuali bila kenaikan harga barang itu meluas sehingga mengakibatkan

kenaikan harga pada jenis barang lainnya. Deflasi merupakan kondisi kebalikan dari inflasi. Adapun indikator yang banyak digunakan dalam hal mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga barang dan jasa yang sedang banyak di konsumsi masyarakat.

Ketidakstabilan inflasi akan menciptakan ketidakpastian bagi para pelaku ekonomi dalam pengambilan keputusan. Pengalaman empiris menggambarkan bahwa ketika kondisi inflasi tidak stabil maka akan menyulitkan bagi masyarakat dalam mengambil keputusan untuk melakukan produksi, konsumsi, dan investasi yang pada akhirnya akan menurunkan pertumbuhan ekonomi (Bank Indonesia, 2015). Sehingga kondisi inflasi yang tidak stabil akan mengganggu pertumbuhan ekonomi, khususnya kegiatan investasi yang akan terganggu.

### **Teori Nilai Tukar**

Nilai tukar merupakan bentuk harga dari mata uang suatu Negara yang relative terhadap mata uang Negara lain. Dalam definisi lain dinyatakan bahwa kurs valuta asing atau kurs mata uang asing menunjukkan harga dan nilai mata uang suatu negara dinyatakan dalam nilai mata uang negara lain. Kurs valuta asing dapat juga didefinisikan sebagai jumlah uang domestik yang dibutuhkan, yaitu banyaknya rupiah yang dibutuhkan, untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Sehingga, titik keseimbangan dari nilai tukar ditentukan oleh *demand* dan *supply* dari mata uang di dua Negara tersebut.

Pengelolaan nilai tukar yang realistis dengan perubahan lambat sehingga dapat memberikan kepastian pada pelaku usaha merupakan hal penting dalam proses peningkatan investasi maupun dalam kegiatan ekspor. Nilai tukar erat kaitannya dengan kegiatan investasi baik dalam pasar domestic maupun pasar non domestic. Maka ketika suatu perusahaan menerbitkan obligasi dan dijual keluar negeri, dengan kata lain melakukan pinjaman dalam mata uang asing, secara otomatis perusahaan tersebut akan menghadapi risiko kurs yang selanjutnya akan mempengaruhi biaya utang (*Cost Of Debt*) dari perusahaan itu sendiri.

Secara umum, bentuk dari system nilai tukar terbagi menjadi dua, yaitu *Fixed exchange rate system* dan *Floating exchange rate*. *Fixed exchange rate system* merupakan nilai mata uang yang dipertahankan terhadap mata uang asing pada suatu tingkat tertentu. Jika terjadi pergerakan yang terlalu besar terhadap tingkat nilai tukar tersebut maka pemerintah berhak melakukan intervensi untuk mengembalikan nilainya. Sedangkan *Floating exchange rate system* merupakan suatu konsep nilai tukar valuta asing yang dibiarkan bergerak bebas. Nilai tukar valuta asing ditentukan oleh kekuatan dari permintaan dan penawaran valuta tersebut di pasar uang.

### **Teori Jumlah Uang Beredar**

Uang dapat dimaknai dengan alat tukar atas suatu barang. Makna uang merujuk pada suatu asset yang digunakan untuk membeli barang atau jasa. Uang sendiri memiliki tiga fungsi, yaitu sebagai alat tukar, sebagai satuan hitung, dan sebagai penyimpan nilai. Uang komoditas merupakan uang yang memiliki nilai intrinsik, sedangkan uang fiat merupakan uang tanpa nilai intrinsik. Dalam dunia ekonomi,

uang ada dalam beberapa bentuk, yaitu dapat berupa uang kartal, dan berupa dalam bentuk simpanan di bank atau lembaga keuangan lainnya, seperti rekening giro, rekening deposito, rekening saham, dll.

Bank sentral, yang dalam hal ini adalah Bank Indonesia memiliki tanggung jawab terhadap system moneter dalam rangka untuk menerapkan kebijakan moneter. Maka dalam hal ini Bank Indonesia bertugas untuk mengendalikan jumlah uang beredar, terutama melalui operasi pasar terbuka dengan cara membeli obligasi Negara untuk meningkatkan jumlah uang beredar di tangan masyarakat, sedangkan untuk menurunkan jumlah uang beredar dapat dilakukan BI dengan cara melakukan penjualan obligasi Negara. Cara lain Bank Indonesia untuk meningkatkan jumlah uang beredar adalah dengan menurunkan tingkat diskonto. Maka ketika bank memberikan pinjaman kepada masyarakat, itu berarti bank tersebut meningkatkan jumlah uang yang beredar dalam perekonomian. Namun pengendalian jumlah uang beredar yang dilakukan oleh bank sentral tidaklah sempurna dikarenakan bank umum turut berperan dalam menentukan jumlah uang yang beredar. (Mankiw, 2014: 138)

### **Teori BI Rate**

Menurut Bank Indonesia, *BI rate* merupakan suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau sinyal kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Sedangkan menurut Dahlan Siamat (2005) menyebutkan bahwa *BI rate* adalah suku bunga dengan tenor satu bulan yang diumumkan oleh Bank Indonesia secara periodik untuk jangka waktu tertentu yang berfungsi sebagai sinyal kebijakan moneter.

Kebijakan moneter yang dilakukan tergantung sasaran yang ingin dituju oleh Bank Indonesia yang bisa bersifat ekspansif ataupun kontraktif. Kegiatan ekspansi moneter dapat mendorong masyarakat untuk menukarkan uangnya dengan barang dan jasa, juga dapat mendorong masyarakat untuk menukarkan uangnya ke dalam bentuk aset keuangan lainnya. Preferensi masyarakat untuk membeli aset tersebut berakibat kenaikan harga-harga pada aset keuangan, maka berarti akan menjadi sebab dari penurunan suku bunga dari sebuah aset keuangan. Ketika terjadi penurunan suku bunga, maka akan mengurangi biaya modal yang nantinya akan mendorong kegiatan produksi dan investasi pada masyarakat. Maka kegiatan ekspansi moneter berdampak terhadap turunnya tingkat suku bunga yang mengakibatkan presentasi produksi dan investasi bagi masyarakat meningkat.

Berhubungan dengan teori Keynes yang menyatakan bahwa kegiatan investasi berhubungan negatif dengan tingkat suku bunga. Maka ketika investasi tinggi, sudah pasti tingkat suku bunga rendah. Kemudian dalam teori *capital asset pricing model* dijelaskan bahwa kenaikan tingkat suku bunga pada bank akan terbebas dari resiko yang akan mengurangi tingkat keuntungan yang diharapkan pada investasi di pasar uang, sehingga kenaikan tingkat suku bunga akan menyebabkan turunnya minat investasi masyarakat di pasar modal.

## Kerangka Teoritik

Dalam penelitian ini digunakan model penelitian regresi berganda untuk melihat hubungan antar variable-variabel yang akan diteliti. Dengan penyederhanaan matematis sebagai berikut :

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e_i$$

Keterangan :

$Y_i$  : Sukuk IFR (outstanding)

$\beta$  : Koefisien regresi variabel independen

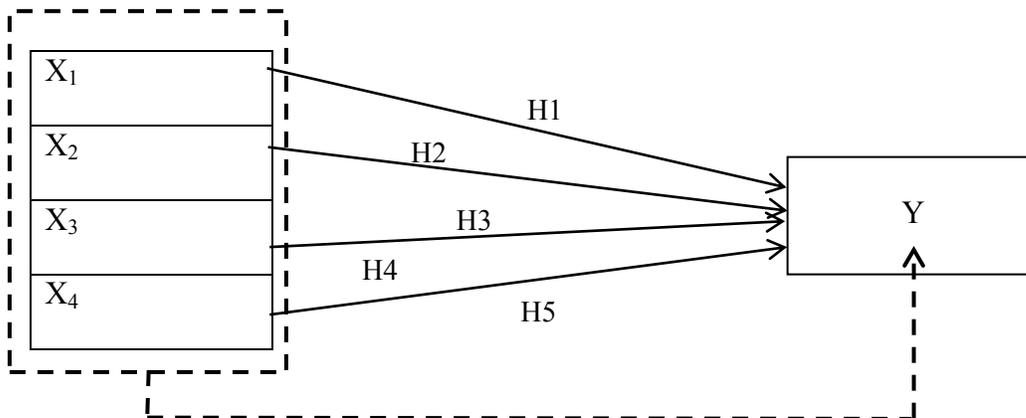
$X_1$  : Inflasi

$X_2$  : Nilai Tukar (Kurs)

$X_3$  : Jumlah Uang Beredar (M2)

$X_4$  : BI Rate (BI Rate dan BI Repo 7 Day)

Maka dapat digambarkan pengaruh dari masing-masing variable independen terhadap variable dependen dalam model paradigma seperti gambar berikut :



Keterangan :

X<sub>1</sub> : Inflasi

X<sub>2</sub> : Nilai Tukar (Kurs)

X<sub>3</sub> : Jumlah Uang Beredar (M2)

X<sub>4</sub> : BI Rate (BI Rate & BI Repo 7 Day)

Y : Sukuk IFR (outstanding)

H1 : Pengaruh Inflasi terhadap Sukuk IFR

H2 : Pengaruh Nilai Tukar terhadap Sukuk IFR

H3 : Pengaruh Jumlah Uang Beredar terhadap Sukuk IFR

H4 : Pengaruh BI Rate terhadap Sukuk IFR

H5 : Pengaruh Variabel Makroekonomi secara simultan terhadap Sukuk IFR

### **Hipotesis**

Hipotesis merupakan prediksi-prediksi yang dibuat peneliti tentang hubungan antarvariabel yang ia harapkan. Beberapa hipotesis penelitian yang dibangun dari tinjauan pustaka dan kajian teori di sub bab sebelumnya, adalah sebagai berikut :

Hipotesis 1

Ho1 : Inflasi tidak berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

Ha1 : Inflasi berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

Hipotesis 2

Ho2 : Nilai Tukar tidak berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

Ha2 : Nilai Tukar berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

### Hipotesis 3

Ho3 : Jumlah Uang Beredar tidak berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

Ha3 : Jumlah Uang Beredar berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 – 2017

### Hipotesis 4

Ho4 : BI Rate tidak berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

Ha4 : BI Rate berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

### Hipotesis 5

Ho5 : Variabel Makroekonomi (Inflasi, Nilai Tukar, Jumlah Uang Beredar, dan BI Rate) secara parsial tidak berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 - 2017

Ha5 : Variabel Makroekonomi (Inflasi, Nilai Tukar, Jumlah Uang Beredar, dan BI Rate) secara simultan berpengaruh terhadap Sukuk IFR pada periode 2010 – 2017.