

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Landasan Teori

1. Sukuk

Berdasarkan Peraturan Bapepam dan Lembaga Keuangan nomor IX.A.13 tentang penerbitan efek syariah, definisi sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Sedangkan menurut fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSNMUI/IX/2002 yang dimaksud dengan obligasi syariah (sukuk) adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi syariah pada saat jatuh tempo.

Pada prinsipnya, sukuk atau obligasi syariah adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasar suatu transaksi atau akad syariah yang melandasinya (*underlying transaction*), yang dapat berupa ijarah (sewa), mudharabah (bagi-hasil), musyarakah, atau yang lain.

Sukuk dapat dibedakan menjadi beberapa jenis berdasarkan bentuk syariah sebagai kontrak atau subkontrak utama, yang paling penting adalah syirkah, ijarah, salam dan istisna. Berikut jenis-jenis sukuk:

a. Sukuk Ijarah

Sukuk ijarah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak guna (manfaat) atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. Berkat fleksibilitas pada aturan ijarah, pelaksanaan sekuritisasi kontrak ijarah merupakan faktor kunci dalam mengatasi masalah-masalah manajemen likuiditas dan untuk pembiayaan kebutuhan-kebutuhan sektor publik di negara-negara berkembang.

b. Sukuk Mudharabah

Sukuk Mudharabah ialah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah yang merupakan suatu bentuk kerjasama dimana satu pihak menyediakan modal (shahibul mal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (mudharib), keuntungan akan dibagi berdasarkan perbandingan yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pemilik modal.

c. Sukuk Musyarakah

Sukuk Musyarakah merupakan sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah yang merupakan suatu bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal yang digunakan untuk membangun

proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan atau kerugian akan ditanggung bersama sesuai dengan partisipasi modal masing-masing pihak.

d. Sukuk Istisna

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

e. Sukuk Salam

Salam adalah kontrak dengan pembayaran harga di muka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya. Kemungkinan untuk memiliki sertifikat salam yang dapat diperjualbelikan belum dapat diputuskan. Sejauh ini, para pakar cenderung belum dapat menerimanya.

f. Sukuk Murabahah

Sukuk murabahah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad murabahah. Murabahah adalah kontrak jual beli dimana penjual menjual barangnya kepada pembeli ditambah dengan margin keuntungan. Sukuk murabahah lebih memungkinkan digunakan untuk hal yang berhubungan dengan pembelian barang untuk sektor publik.

g. Sukuk Portofolio Gabungan

Bank dapat membuat sekuritas gabungan dari kontrak musyarakah, ijarah dan beberapa murabahah, salam, istisna' dan ju'alah (kontrak untuk melaksanakan tugas tertentu dengan menetapkan pembayaran pada periode tertentu). Return/risiko pada sekuritas tersebut akan bergantung pada gabungan kontrak yang dipilih. Contoh yang terkenal dari sukuk portofolio gabungan adalah solidarity Trust Sukuk dari IDB untuk 400 juta \$ Amerika yang diterbitkan pada tahun 2003.

Dalam menerbitkan sukuk terdapat beberapa pihak yang terlibat, yaitu:

- a. Emiten, adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran pokok serta imbal hasil sukuk yang diterbitkan.
- b. Special Purpose Vehicle (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk kepentingan penerbitan sukuk yang memiliki fungsi (i) sebagai penerbit sukuk, (ii) counterpart pemerintah dalam transaksi pengalihan aset, (iii) bertindak sebagai wali amanat (trustee) yang mewakili kepentingan investor.
- c. Investor adalah pihak pemegang setifikat sukuk yang memiliki hak atas underlying asset yang tidak dibagikan. Oleh karena itu investor berhak mendapat imbal hasil berupa sewa, marjin atau bagi hasil, tergantung jenis sukuk.

Selain kriteria sebagaimana obligasi umum, syarat-syarat untuk menerbitkan obligasi syariah adalah sebagai berikut:

- a. Aktifitas utama (core business) yang halal tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariaah islam diantaranya:
- 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - 2) Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - 3) Usaha memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan dan minuman haram.
 - 4) Usaha memproduksi, mendistribusikan dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
- b. Peringkat Investasi grade:
- 1) Memiliki fundamental usaha yang kuat.
 - 2) Memiliki fundamental keuangan yang kuat.
 - 3) Memiliki citra yang baik bagi publik.
- c. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Indeks (JII).

2. Jumlah Uang beredar

Menurut Rahardja dan Manurung (2008) Uang beredar atau *money supply* dibedakan menjadi dua pengertian yaitu dalam arti sempit (M1) dan arti luas (M2). Uang dalam arti sempit (M1) dapat diartikan dengan uang yang dipegang dalam masyarakat yaitu berupa uang kartal dan uang giral. Sedangkan uang dalam

arti luas (M2) adalah M1 ditambah dengan uang kuasi (mencakup tabungan, simpanan berjangka dalam rupiah dan valas, serta giro dalam valuta asing), dan surat berharga yang diterbitkan oleh sistem moneter yang dimiliki sektor swasta domestik dengan sisa jangka waktu sampai dengan satu tahun.

$$M1 = C + D$$

Dimana:

M1= jumlah uang beredar dalam arti sempit

C = uang kartal (uang kertas dan uang logam)

D = uang giral atau cek

Uang beredar dalam arti luas (M2) adalah M1 ditambah deposito berjangka. $M2 = M1 + TD$

Dimana :

M2 = jumlah uang beredar dalam arti luas

TD = deposito berjangka (Rahardja dan Manurung, 2008)

Perkembangan jumlah yang beredar mencerminkan atau seiring dengan perkembangan ekonomi. Biasanya bila perekonomian bertumbuh dan berkembang jumlah uang beredar juga bertambah, sedang komposisinya berubah.

3. Inflasi

Inflasi merupakan gejala kenaikan harga barang-barang yang bersifat umum dan terus menerus. Inflasi menurut Keynes adalah kenaikan dalam tingkat harga rata-rata, harga adalah dimana mempertukarkan uang dengan barang atau jasa (Mankiw, 2006). Hal tersebut serupa menurut Tandelin (2010) bahwa inflasi

adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga-harga produk secara keseluruhan. Inflasi mempunyai pengaruh luas terhadap ekspor pada suatu negara.

Menurut Rahardja dan Manurung (2001), terdapat tiga komponen penting inflasi yang harus dipenuhi. Pertama, ada sebuah kecenderungan kenaikan harga-harga. Harga suatu komoditas dikatakan naik jika lebih tinggi dari harga periode sebelumnya, meskipun terjadi penurunan pada waktu tertentu atau kenaikan dari waktu sebelumnya, tetapi cenderung menunjukkan peningkatan. Kedua, kenaikan bersifat umum. Kenaikan harga suatu komoditas tidak dapat disebut inflasi jika kenaikannya tidak mempengaruhi kenaikan harga-harga secara umum, yang berarti peningkatan harga hanya dialami oleh suatu atau dua komoditas saja. Ketiga, peningkatan berlangsung secara terus menerus, walaupun secara umum peningkatan harga-harga barang mengalami peningkatan, tidak dapat dikatakan inflasi apabila hanya terjadi dalam jangka waktu singkat. Perhitungan inflasi dilakukan dalam rentang waktu bulanan.

Tandelilin (2010) mengatakan bahwa peningkatan inflasi merupakan sinyal negatif bagi investor dipasar modal, karena inflasi menyebabkan meningkatnya biaya produksi menjadi lebih tinggi dari jumlah yang dapat dinikmati perusahaan, sehingga berdampak pada turunnya profitabilitas perusahaan. Sebaliknya, pada tingkat tertentu inflasi dibutuhkan untuk meningkatkan pertumbuhan penawaran agregat. Peningkatan harga dapat menjadi motivasi produsen untuk meningkatkan output-nya sehingga mampu mendorong produsen memaksimalkan produksi dan menciptakan peluang lapangan kerja yang baru. Ketika inflasi lebih dari tingkat 10% pada umumnya, maka akan mengganggu stabilitas ekonomi.

Inflasi dikelompokkan berdasarkan sifat, sebab terjadinya, dan berdasarkan asalnya.

a. Inflasi Berdasarkan Sifatnya

- 1) Inflasi Rendah (*Creeping Inflation*), yaitu inflasi yang besarnya kurang dari 10% per tahun. Sifat inflasi ini dibutuhkan dalam ekonomi karena akan mendorong produsen untuk memproduksi lebih banyak barang dan jasa.
- 2) Inflasi Menengah (*Galloping Inflation*), yaitu inflasi yang besarnya antara 10-30% per tahun. Inflasi ini ditandai oleh naiknya harga-harga secara cepat dan relatif besar. Angka inflasi pada kondisi ini biasanya disebut inflasi 2 digit, misalnya 15%, 20%, dan 30%.
- 3) Inflasi Berat (*High Inflation*), yaitu inflasi yang besarnya antara 30- 100% per tahun.
- 4) Inflasi Sangat Tinggi (*Hyperinflation*), ditandai oleh naiknya harga secara drastis hingga mencapai 4 digit (diatas 100%). Kondisi dimana masyarakat tidak ingin lagi menyimpan uang, karena nilainya turun sangat tajam sehingga lebih baik ditukarkan dengan barang.

b. Inflasi Berdasarkan Sebabnya

- 1) *Demand Pull Inflation*. Inflasi terjadi karena akibat pengaruh permintaan yang tidak diimbangi oleh peningkatan jumlah penawaran produksi. Sesuai dengan hukum permintaan, jika permintaan banyak sementara penawaran tetap, harga akan naik. Jika berlangsung secara terus-menerus, akan mengakibatkan inflasi yang berkepanjangan. Untuk itu, mengatasinya diperlukan adanya pembukaan kapasitas produksi baru dengan penambahan tenaga kerja baru.

2) *Cost Push Inflation*. Disebabkan karena kenaikan biaya produksi yang juga disebabkan oleh kenaikan biaya input atau biaya faktor produksi. Akibat naiknya biaya faktor produksi, produsen langsung menaikkan harga produknya dengan jumlah penawaran yang sama atau harga produknya naik karena penurunan jumlah produksi.

3) *Bottle Neck Inflation*. Inflasi yang dipicu oleh faktor penawaran (*supply*) atau faktor permintaan (*demand*). Jika dikarenakan faktor penawaran maka persoalannya adalah sekalipun kapasitas yang ada sudah terpakai tetapi permintaannya masih banyak sehingga menimbulkan inflasi. Adapun inflasi karena faktor permintaan disebabkan adanya likuiditas yang lebih banyak, baik itu berasal dari sisi keuangan (*monetary*) atau akibat tingginya ekspektasi terhadap permintaan baru.

c. Inflasi Berdasarkan Asalnya

1) Inflasi yang berasal dari dalam negeri (*domestic inflation*). Timbul karena terjadinya defisit dalam pembiayaan dan belanja negara yang terlihat pada anggaran belanja negara. Untuk mengatasinya, pemerintah melakukan kebijakan mencetak uang baru.

2) Inflasi yang berasal dari luar negeri (*imported inflation*). Inflasi ini timbul karena negara-negara yang menjadi mitra dagang suatu negara mengalami inflasi yang tinggi. Kenaikan harga-harga di luar negeri atau di negara-negara mitra dagang utama (antara lain disebabkan melemahnya nilai tukar) yang secara langsung maupun tidak langsung akan menimbulkan kenaikan biaya produksi biasanya akan disertai dengan kenaikan harga-harga barang.

4. Suku Bunga

Suku bunga merupakan suatu sasaran kebijaksanaan moneter yang sangat besar pengaruhnya karena suku bunga memegang peranan penting di dalam kegiatan perekonomian, sehingga beberapa pendapat dikemukakan oleh para ahli tentang suku bunga. Menurut Samuelson (2004) bahwa suku bunga adalah harga yang harus dibayar bank atau peminjam lainnya untuk memanfaatkan uang selama jangka waktu tertentu. Pada prinsipnya "tingkat bunga adalah harga atas penggunaan uang atau sebagai sewa atas penggunaan uang dalam jangka waktu tertentu". Harga atas penggunaan uang biasanya dinyatakan dalam persen (%) dalam jangka waktu tertentu (misal 1 bulan, 3 bulan, 1 tahun), harga penggunaan uang per unit disebut tingkat bunga (Boediono, 2014). Jumlah maksimum yang akan diinvestasikan perusahaan tergantung pada suku bunga, yaitu biaya dari pinjaman, perusahaan hanya akan berinvestasi sepanjang *marginal productivity of capital* melebihi atau sama dengan suku bunga. Dengan kata lain, perusahaan hanya akan menerima proyek-proyek yang memberikan keuntungan tidak lebih kecil dari biaya dana yang dipinjamnya. Jadi permintaan perusahaan terhadap pinjaman berhubungan negatif. Pada suku bunga yang rendah, lebih banyak proyek yang menawarkan laba dan perusahaan mau meminjam lebih banyak.

Tingkat suku bunga dalam teori Klasik yang beranjak dari teori mikro merupakan nilai balas jasa dari modal menurut teori Klasik, bahwa tabungan masyarakat adalah fungsi dari suku bunga. Makin tinggi tingkat suku bunga makin tinggi pula keinginan masyarakat untuk menabung. Artinya pada tingkat suku bunga yang lebih tinggi masyarakat akan lebih terdorong untuk mengorbankan atau mengurangi pengeluaran untuk konsumsi guna menambah

tabungannya. Investasi juga merupakan fungsi dari tingkat suku bunga. Makin tinggi tingkat suku bunga, maka keinginan masyarakat untuk melakukan investasi semakin kecil. Hal ini karena penggunaan dana (*cost of capital*) menjadi semakin mahal. Sebaliknya makin rendah tingkat suku bunga maka keinginan untuk melakukan investasi akan meningkat (Nasution, 1991).

5. Nilai Tukar

Kurs adalah jumlah satuan atau unit dari mata uang tertentu yang diperlukan untuk memperoleh atau membeli satu unit atau satuan jenis mata uang lainnya. Kurs (*exchange rate*) adalah harga mata uang dalam negeri terhadap mata uang luar negeri. Sistem kurs valuta asing sangat tergantung dengan sifat pasar, dimana dalam pasar bebas kurs akan berubah sesuai dengan perubahan permintaan dan penawaran (Mankiw, 2006).

Para ekonom membagi kurs menjadi dua, yaitu:

- a. Kurs nominal, yaitu harga yang relatif dari mata uang dua negara
- b. Kurs riil, yaitu harga yang relatif dari barang-barang kedua negara, yang menyatakan tingkat dimana bisa memperdagangkan barang-barang dari suatu negara ke negara lain. Kurs riil disebut juga sebagai *terms of trade*. Jika nilai tukar riil tinggi itu berarti harga produk luar negeri relatif mahal. Persentase perubahan nilai tukar nominal sama dengan persentase perubahan nilai tukar riil ditambah perbedaan inflasi antara inflasi luar negeri dengan inflasi domestik (persentase perubahan harga inflasi).

Nilai tukar atau kurs merupakan harga mata uang suatu negara yang dinyatakan dalam mata uang lain yang dapat dibeli dan dijual. Menurut Triyono

(2008:156), kurs (*exchange rate*) merupakan pertukaran antara dua mata uang yang berbeda, yaitu merupakan perbandingan nilai atau harga antara kedua mata uang tersebut. Kurs menunjukkan berapa nilai rupiah yang harus dibayarkan untuk satuan mata uang asing, dan berapa nilai rupiah yang harus dibayar ketika seseorang menjual mata uang asing. Kurs mata uang menunjukkan harga mata uang apabila ditukarkan dengan mata uang lain. Penentuan nilai kurs mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain ditentukan sebagaimana halnya barang yaitu oleh permintaan dan penawaran mata uang yang bersangkutan.

Nilai tukar diartikan sebagai suatu nilai suatu mata uang yang dibutuhkan untuk mendapatkan satu unit mata uang lainnya (Lipsey,dkk 1995). Menurut Putong (2013) berdasarkan perkembangannya, sistem penetapan kurs mata uang dikelompokkan sebagai berikut:

- a. Sistem Kurs Tetap (*Fixed Exchange Rate*) Sistem kurs tetap baik yang disetarakan oleh suatu lembaga keuangan internasional (IMF), maupun oleh masing-masing negara sesuai dengan kemampuan ekonomisnya (biasanya berdasarkan nilai dari *Hard Currency*) yaitu sistem kurs yang mematok nilai kurs mata uang asing terhadap mata uang negara yang bersangkutan dengan nilai tertentu yang selalu sama dalam periode.
- b. Sistem Kurs Mengambang (*Floating Exchange Rate - FER*) Sistem kurs menentukan bahwa nilai mata uang suatu negara ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran pada pasar uang (resmi).
- c. Sistem Kurs Terkait (*Pagged Exchange Rate - PER*) Sistem kurs yang dikaitkan dengan nilai mata uang negara lain, atau sejumlah mata uang

tertentu. Bila kedua sistem nilai kurs yang telah dijelaskan di atas adalah nilai kurs tertinggi terakhir, maka sistem PER menggunakan nilai kurs tengah mata uang tertentu yang mensyaratkan lebih atau kurang dari kurs tengah sebesar 2,5%.

Dalam mekanisme pasar, kurs dari suatu mata uang akan selalu mengalami fluktuasi yang berdampak langsung pada harga barang-barang ekspor dan impor (Dominic, 2001). Perubahan-perubahan yang dimaksud antara lain:

- a. Apresiasi yaitu peristiwa menguatnya nilai tukar mata uang secara otomatis akibat bekerjanya kekuatan-kekuatan penawaran dan permintaan atas mata uang yang bersangkutan dalam sistem pasar bebas. Sebagai akibat dari perubahan kurs ini adalah harga produk dari suatu negara bagi pihak luar negeri akan semakin mahal sedangkan harga produk barang impor bagi masyarakat domestik semakin lebih murah.
- b. Depresiasi yaitu peristiwa penurunan nilai tukar mata uang secara otomatis akibat bekerjanya kekuatan penawaran dan permintaan atas mata uang yang bersangkutan dalam sistem pasar bebas. Sebagai akibat dari perubahan kurs ini adalah produk negara itu bagi pihak luar negeri menjadi murah, sedangkan harga impor bagi penduduk domestik menjadi lebih mahal. Sistem penulisan harga atau nilai suatu valuta asing yang dinyatakan dalam valuta asing lainnya dikenal ada dua macam yaitu:
 - 1) *Direct quotation* adalah sistem yang menyatakan nilai mata uang suatu negara yang diperlukan atau diperoleh untuk satu unit valuta asing. Penulisan dilakukan dengan menempatkan nilai mata uang dalam

negeri (*domestic currency*) di depan dan nilai mata uang asing (*foreign currency*) di belakang.

- 2) *Indirect quotation* adalah sistem yang menyatakan nilai valuta asing yang diperlukan atau diperoleh untuk 1 unit mata uang dalam negeri. Penulisan dilakukan dengan menempatkan nilai mata uang asing di depan dan unit mata uang dalam negeri di belakang.



B. Telaah Pustaka

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti dan Tahun	Sumber Ref.	Judul	Variabel dan Alat Analisi	Ringkasan Hasil
1	Listya Widianti, Ina (2015)	Skripsi Fakultas Syariah dan Hukum UIN Syarif Hidayatulloh Jakarta	PENGARUH FAKTOR MAKROEKONOMI TERHADAP PERTUMBUHAN SUKUK KORPORASI DI INDONESIA (Periode 2011-2015)	Variabel : jumlah uang beredar, inflasi, nilai tukar, BI Rate, dan bagi hasil deposito <i>mudharabah</i> Alat Analisis : <i>Vector Error Correction Model (VECM)</i>	Respon pertumbuhan sukuk korporasi terhadap guncangan yang terjadi pada jumlah uang beredar, inflasi dan BI <i>rate</i> ialah positif. Sedangkan guncangan yang terjadi pada nilai tukar dan bagi hasil deposito <i>mudharabah</i> direspon negatif oleh pertumbuhan sukuk korporasi. Diantara variabel-variabel makroekonomi, didapatkan bahwasanya bagi hasil deposito <i>mudharabah</i> memiliki pengaruh yang paling besar dibandingkan variabel yang lainnya yaitu sebesar 12,14%, diikuti nilai tukar sebesar 8,53%, inflasi sebesar 0,59%, jumlah uang beredar sebesar 0,29%, dan terakhir BI <i>rate</i> sebesar 0,27%.
2	Kurniawan, dkk (2020)	FINANSIA Vol. 03, No. 01, Januari - Juni 2020	Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Perumbuhan Sukuk di Indonesia	Variabel : inflasi, jumlah uang beredar, dan nilai tukar Alat analisis : model regresi linear berganda	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Inflasi memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Meningkatnya inflasi akan diikuti dengan meningkatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Nilai tukar memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di

					Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa meningkatnya nilai tukar akan diikuti dengan meningkatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Jumlah uang beredar memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Semakin meningkatnya jumlah uang beredar di masyarakat akan diikuti meningkatkan pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia
3	Ardiansyah IH, Lubis D (2017)	Jurnal Al-Muzara'ah Vol.5, No.1, 2017(ISSN p: 2337-6333;e:2355-4363)	Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Perumbuhan Sukuk di Indonesia	Variabel : inflasi, jumlah uang beredar, nilai tukar, indeks produksi industri, oil price, dan bagi hasil deposito mudharabah Alat Analisis : Metode <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM)	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.
4	Ihsan Harahap, Muhammad (2018)	j-EBIS Vol. 3 No. 1 April 2018	ANALISIS FAKTOR FAKTOR YANG MEMPENGARUHI SUKUK NEGARA RITEL	Variabel : inflasi, suku bunga Bank Indonesia, Produk Domestik Bruto (PDB), dan imbal hasil sukuk negara	Secara simultan variabel inflasi, suku bunga, pendapatan domestik bruto, dan imbal hasil sukuk berpengaruh terhadap secara signifikan terhadap harga sukuk negara ritel. Secara parsial, inflasi dan PDB tidak berpengaruh signifikan terhadap harga sukuk negara ritel, sedangkan suku bunga bank

				ritel. Alat analisis : regresi linear berganda	Indonesia dan imbal hasil berpengaruh signifikan terhadap harga sukuk negara ritel.
5	Laily Farikhatun Ni'mah, Ahmad Sidi Pratomo (2019)	EL DINAR: Jurnal Keuangan dan Perbankan Syariah Volume 7, No. 2, Tahun 2019 E ISSN: 2622-0083	ANALISIS DETERMINAN VOLUME PERDAGANGAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007	Variabel : Harga, <i>Yield to Maturity</i> (YTM), Nilai Tukar, Bagi Hasil Deposito Mudharabah, BI <i>rate</i> , Inflasi Alat analisis : <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM)	Hasil penelitian ini tidak terdapat pengaruh yang signifikan baik dalam jangka pendek dan jangka panjang antara variabel harga terdapat volume sukuk SR-007. Pada penlitisn ini terdapat pengaruh yang signifikan baik dalam jangka pendek dan jangka panjang antara variabel YTM terhadap volume sukuk SR-007. Dalam jangka panjang terdapat pengaruh yang signifikan dan positif antara variabel nilai tukar terhadap volume sukuk SR-007. Dalam jangka panjang variabel bagi hasil deposito mudharabah memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Dalam jangka panjang BI rate memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Dalam jangka panjang inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.
6	Anindyarini, G. (2017)	Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam	Pengaruh Inflasi, Nilai tukar, dan Sertifikat Bank	Variabel : Inflasi, Surat Bank Indonesia Syariah (SBIS), Nilai	Secara parsial, hasil menunjukkan bahwa variabel Inflasi berpengaruh signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi, nilai tukar

		Intitut Agama Islam Negeri Tulungagung	Indonesia Syariah Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi Periode 2011-2016	Tukar Alat Analisis : analisis regresi linier berganda	berpengaruh positif signifikan, sedangkan variabel Surat Bank Indonesia Syariah (SBIS) tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Akantetapi secara simultan variabel inflasi, nilai tukar, dan sertifikat bank indonesia syariah (SBIS) memiliki pengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.
7	Othman, Kameel A, Aziz AH. (2015)	Journal of Business and Social Science Review. Vol 1(2) : 327-339	<i>Relationship Between Macroeconomic Variables and Net Asset Value (NAV) of Islamic Equity Unit Trust Funds: Cointegration Evidence from Malaysian Unit Trust Industry</i>	Variabel : Kurs, Jumlah uang beredar, Indeks Produksi Industri, <i>oil price</i> , indeks korupsi, pemilihan politik nasional, surat utang jangka pendek dan krisis keuangan global Alat analisis : <i>Vector Auto Regression (VAR)</i>	Berdasarkan metode analisis yang digunakan pada penelitian ini memperlihatkan bahwa variabel makroekonomi yang terpilih mempunyai hubungan jangka panjang dengan <i>Net Asset Value</i> di pasar modal Malaysia. Dalam jangka panjang, variabel Kurs, Jumlah uang beredar, Indeks Produksi Industri, <i>oil price</i> dan indeks korupsi berpengaruh signifikan pada NAV. Sedangkan variabel pemilihan politik nasional, surat utang jangka pendek dan krisis keuangan tidak berpengaruh signifikan dalam jangka panjang pada NAV.
8	Hendriyani, R. (2017)	Jurnal Manajemen Keuangan Syariah UIN Sunan Kalijaga	Analisis Pengaruh Inflasi, IHSG, dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Pertumbuhan Sukuk	Variabel : inflasi, IHSG dan jumlah uang beredar Alat analisis : analisis regresi linier berganda	Pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel Jumlah uang beredar berpengaruh positif signifikan terhadap nilai emisi sukuk. Variabel IHSG memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai emisi sukuk. Sedangkan variabel Inflasi memiliki pengaruh

		Yogyakarta	Korporasi Pada Pasar Modal Syariah di Indonesia		yang signifikan terhadap nilai emisi sukuk.
9	Monjaze M. dan Ramazanpour E (2013)	Technical Journal of Engineering and Applied Sciences. Vol 3(15): 1707-1711	<i>The Effect of Economic Factors on The Efficiency of Mutual Funds in Iran Seyedeh Javaneh Ahmadi Tulamy</i>	Variabel : inflasi, nilai tukar, aset pembiayaan dan umur pembiayaan Alat analisis : Data Panel	Hasil yang diperoleh dari analisis penelitian ini menunjukkan adanya hubungan positif signifikan antara return pembiayaan, inflasi dan nilai tukar. Penelitian ini juga menunjukkan adanya hubungan positif signifikan antara return pembayaran, aset pembiayaan dan umur pembiayaan.
10	Hana Pramudiyanti, dkk (2019)	DINAMIC: Directory Journal of Economic Volume 1 Nomor 4 Tahun 2019	Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Perumbuhan Sukuk di Indonesia Periode 2002-2018	Variabel : pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan nilai tukar Alat analisis : model OLS (<i>Ordinary Least Square</i>)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. Sedangkan variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi dan nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Secara bersamaan variabel pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap nilai pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2002-2018.

Table 1 Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

C. Pengembangan Hipotesis

1. Pengaruh jumlah uang beredar terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia

Jumlah uang beredar merupakan salah satu indikator moneter yang digunakan oleh pemerintah untuk mencapai sasaran kebijakan ekonomi makro. Penambahan jumlah uang beredar di pasar akan meningkatkan konsumsi barang-barang dan jasa-jasa, karena hasrat masyarakat menukarkan uangnya ke dalam bentuk lain yang memberi nilai tambah, seperti barang dan jasa, akan meningkat. Kecenderungan demikian akan mempengaruhi sektor riil berupa peningkatan produksi perusahaan untuk memenuhi peningkatan konsumsi. Sukuk yang merupakan salah satu instrumen pendanaan perusahaan dapat diterbitkan untuk meningkatkan produksi atau memperluas usahanya.

Penelitian yang dilakukan oleh Rizka Hendriyani (2018), menunjukkan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh positif signifikan terhadap nilai emisi sukuk. Hal ini menunjukkan bahwa meningkatnya jumlah uang beredar akan diikuti dengan meningkatnya nilai emisi sukuk. Dari uraian teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan dapat dirumuskan hipotesis yaitu:

H1: Jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap Sukuk Di Indonesia

2. Pengaruh inflasi terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia

Dampak inflasi adalah meningkatnya harga barang atau melemahnya nilai mata uang rupiah, kebijakan yang tepat dalam menghadapi inflasi tersebut adalah dengan menanamkan modalnya atau berinvestasi, salah satunya investasi dalam bentuk sukuk karena memiliki instrumen pendapatan yang tetap. Meningkatnya inflasi tentu akan diikuti dengan meningkatnya suku bunga bank, maka emiten

juga harus meningkatkan bunga yang harus dibayarkan kepada investor obligasi konvensional. Hal ini menjadikan emiten untuk menerbitkan sukuk sebagai alternatif dalam hal memperoleh dana perusahaan, sehingga pertumbuhan sukuk juga akan meningkat. Jadi arah hubungan antara inflasi dengan return sukuk adalah positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Widianti (2015) menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia. Hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H2: Inflasi berpengaruh positif terhadap Sukuk Di Indonesia

3. Pengaruh suku bunga terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia

Menurut Keynes suku bunga itu merupakan suatu fenomena moneter. Artinya suku bunga ditentukan oleh penawaran dan permintaan uang (dalam pasar uang). Dalam pasar dana investasi adanya kelompok penabung yaitu anggota masyarakat dalam suatu periode tertentu mempunyai kelebihan pendapatan dari kebutuhan konsumsi dan kelompok investor dalam periode yang membutuhkan dana untuk investasi untuk memperluas usahanya dan akan membentuk permintaan akan loanable funds.

Suku bunga akan menentukan besarnya atau kecilnya tabungan masyarakat. Tingginya suku bunga maka tinggi pula harga yang akan dibeli masyarakat. Hal ini dikarenakan pada saat suku bunga naik maka investor akan lebih memilih menaruh dana di bank dan sebaliknya apabila suku bunga rendah maka investor akan lebih tertarik menaruh dana di pasar modal. Sesuai

dalam teori Keynes besarnya suku bunga merupakan suatu fenomena moneter di masyarakat.

H3: suku bunga berpengaruh negatif terhadap Sukuk Di Indonesia

4. Pengaruh nilai tukar terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia

Tinggi rendahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat (AS) memiliki pengaruh yang sensitif terhadap pergerakan saham yang ditransaksikan di Bursa Efek Indonesia. Ketika rupiah 25 terdepresiasi maka daya beli atas barang-barang impor dari negara mitra dagang akan ikut menurun karena kebanyakan perdagangan internasional bertransaksi menggunakan dollar Amerika Serikat. Hal tersebut menyebabkan kinerja pada perusahaan-perusahaan yang berorientasi ekspor tertekan sehingga sahamnya dilepas para pelaku pasar. Pelemahan juga terjadi pada harga komoditas seiring aktivitas ekonomi yang melambat, sehingga kinerja keuangan emiten-emiten di sektor pertambangan dalam tekanan (Kevin, 2018).

Penelitian yang dilakukan Syukma (2011) dan Othman et al. (2015) memaparkan bahwa andaikan mata uang pada suatu negara mengalami apresiasi terhadap dollar AS, maka membawa dampak yaitu turunnya permintaan barang ekspor karena lebih mahal dibandingkan negara pengekspor yang lain. Atas dasar ini akan mengakibatkan *capital outflow*. *Capital outflow* akan mengurangi investasi serta memiliki dampak pada rendahnya tingkat pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia

H4: Nilai tukar berpengaruh negatif terhadap Sukuk Di Indonesia

D. Kerangka Pemikiran

Kerangka konseptual merupakan kerangka pemikiran yang terfokus pada tujuan penelitian yang digunakan sebagai pedoman dalam proses penelitian. Untuk lebih jelasnya, hubungan variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat dapat dilihat dari skema berikut ini:

Gambar 2.1 Kerangka Teori

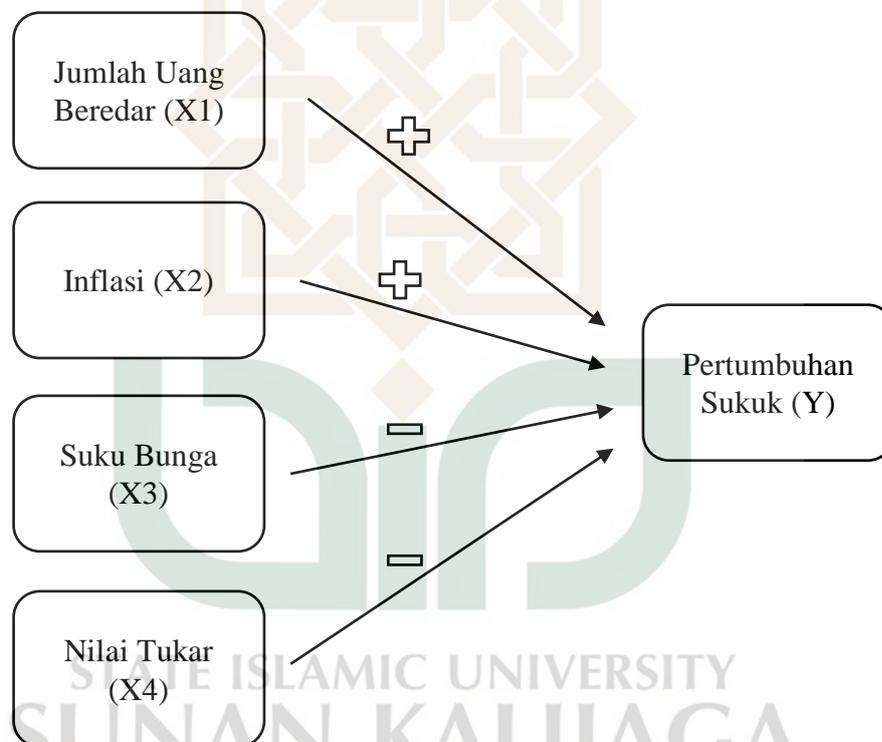


Figure 2 Gambar 2.1 Kerangka Teori

Kerangka pemikiran penelitian menunjukkan variabel independen yaitu Jumlah Uang Beredar (X1), Inflasi (X2), Suku Bunga (X3), Nilai Tukar (X4) sedangkan variabel dependen yaitu Pertumbuhan Sukuk (Y). Pertumbuhan Sukuk dipengaruhi oleh beberapa faktor yang kemudian akan dibahas dalam penelitian ini.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif merupakan jenis penelitian yang spesifiknya adalah sistematis, terencana, dan terstruktur dengan jelas sejak awal hingga pembuatan desain penelitiannya dengan mengumpulkan data yang berupa angka.

B. Sumber dan Jenis Data

Dalam penelitian pengumpulan data sangat penting dilakukan untuk mengetahui kebenaran ilmiah suatu penelitian. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yakni data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara, seperti buku referensi, internet, dan buku atau informasi dari instansi terkait. Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan laporan histori yang telah tersusun dalam data dokumenter yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan (Indriantoro & Supomo, 2014). Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari situs Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Badan Pusat Statistik (BPS) Indonesia Bank Indonesia, *World Bank*, dan sumber-sumber data pada internet. Data sekunder yang digunakan berupa data jumlah uang beredar, tingkat inflasi, suku bunga, nilai tukar dan pertumbuhan sukuk. Data yang diperoleh adalah data dalam bentuk kuartal untuk masing-masing variabel.

C. Populasi dan Sampel

Populasi merupakan keseluruhan objek atau subjek yang berada pada suatu wilayah dan memenuhi syarat-syarat tertentu yang berkaitan dengan masalah penelitian dan keseluruhan unit dalam ruang lingkup yang akan diteliti (Martono,

2010). Populai yang diteliti dalam penelitian ini ialah seluruh data mengenai indikator pertumbuhan sukuk, jumlah uang beredar, inflasi, dan suku bunga, nilai tukar di indonesia tahun 2016-2020.

Adapun sampel adalah suatu bagian dari populasi tertentu yang menjadi perhatian (Suhardi dan Purwanto, 2004). Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini yaitu metode purposive sampling yang diambil dengan pertimbangan tertentu dengan menggunakan kriteria berikut:

- a. Data jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga, nilai tukar selama periode pengamatan tahun 2016 sampai tahun 2020.
- b. Data penelitian tersedia dan telah dipublikasikan secara resmi oleh instansi atau lembaga tertentu.

D. Tempat dan Waktu Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada Pemerintah Pusat di Indonesia. Periode yang diambil dalam penelitian ini adalah dimulai tahun 2016 sampai dengan tahun 2020.

E. Definisi Operasional Variabel

Penyusun dalam penelitian ini menggunakan dua jenis variabel, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah rating sukuk di Indonesia. Sedangkan variabel independen dalam variabel ini terdiri dari jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar.

- a. Pertumbuhan Sukuk

Pertumbuhan sukuk dalam penelitian ini di hitung dari total emisi sukuk. Total Nilai Emisi Sukuk adalah jumlah total dari seluruh jumlah nilai emisi Sukuk yang

diterbitkan oleh perusahaan penerbit Sukuk di Indonesia. Data operasional yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari data yang dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan yang dapat diakses melalui laporan Otoritas Jasa Keuangan berdasarkan perhitungan per bulan, yang dinyatakan dalam bentuk triliun rupiah

b. Jumlah Uang Beredar

Jumlah uang beredar yang digunakan dalam penelitian ini adalah jumlah uang beredar dalam arti sempit. Jumlah uang beredar dalam arti sempit adalah uang yang dipegang dalam masyarakat yaitu berupa uang kartal dan uang giral. Satuan yang digunakan dalam penelitian ini adalah milyar rupiah

c. Inflasi

Salah satu faktor uncertainty secara teoritis mempengaruhi investasi adalah inflasi. Keynes mengakomodasikan variabel ketidak-pastian sebagai faktor determinan investasi. Demikian pula Teori portofolio menyatakan bahwa salah satu faktor penentu investasi adalah tingkat inflasi. Semakin tinggi inflasi maka orang akan cenderung menukarkan kekayaan jenis uang (surat berharga) dengan kekayaan jenis barang fisik seperti rumah. Inflasi juga dapat menyebabkan kenaikan investasi (produksi), karena kenaikan harga akan mendahului upah sehingga revenue bagi pengusaha akan meningkat, dengan asumsi pada tingkat inflasi yang moderat. Jenis nilai satuan yang dipakai dalam variabel yaitu (%).

d. Suku Bunga

Berdasarkan teori investasi salah satu komponen biaya modal yang utama adalah suku bunga, sehingga semakin tinggi suku bunga maka investasi akan semakin berkurang hal ini sesuai dengan teori klasik dan Keynes. Suku bunga yang tinggi

akan meningkatkan real cost of capital yang pada gilirannya akan menghambat investasi swasta. Satuan suku bunga dalam penelitian ini adalah % (persen).

e. Nilai Tukar

Kurs adalah jumlah satuan atau unit dari mata uang tertentu yang diperlukan untuk memperoleh atau membeli satu unit atau satuan jenis mata uang lainnya. Kurs (*exchange rate*) adalah harga mata uang dalam negeri terhadap mata uang luar negeri. Sistem kurs valuta asing sangat tergantung dengan sifat pasar, dimana dalam pasar bebas kurs akan berubah sesuai dengan perubahan permintaan dan penawaran (Mankiw, 2006). Jenis nilai satuan yang dipakai dalam variabel ini adalah rupiah terhadap dollar (Rp/US\$).

F. Metode Analisis Data

Uji statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda adalah hubungan secara linear antara dua atau lebih variabel independen (X_1, X_2, \dots, X_n) dengan variabel dependen (Y). Analisis ini untuk mengetahui arah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen apakah masing-masing variabel independen berhubungan positif atau negatif dan untuk memprediksi nilai dari variabel dependen apabila nilai variabel independen mengalami kenaikan atau penurunan. Persamaan regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: PDB (Produk Domestik Bruto) Per Kapita, Inflasi, Suku Bunga, dan Nilai Tukar

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{jumlah uang beredar} + \beta_2 \text{inflasi} + \beta_3 \text{suku bunga} \\ + \beta_4 \text{nilai tukar} + \epsilon$$

Keterangan:

β_0 = Konstanta

β_1, \dots, β_3 = Koefisien regresi

Y = Pertumbuhan sukuk di Indonesia

ε = *Error term*

t = Periode waktu

a. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik terdiri dari empat pengujian yaitu uji normalitas, uji heterokedastisitas, uji multikolinearitas, dan uji autokorelasi. Karena dalam penelitian ini menggunakan data panel maka penggunaan uji-uji tersebut tergantung hasil estimasi yang didapat, yaitu apabila hasil estimasi yang didapat Common effect atau Fixed effect maka menggunakan pendekatan Ordinary Least Squared (OLS) dengan uji yang digunakan yaitu uji heterokedastisitas dan uji multikolinearitas. Sedangkan apabila hasil estimasi yang didapat *Random effect* maka menggunakan pendekatan *Generalized Least Square (GLS)* dengan uji yang digunakan yaitu uji normalitas dan uji multikolinearitas. Untuk uji autokorelasi tidak diperlukan karena data penelitian menggunakan data panel. (Ekananda, 2016).

1. Uji Normalitas

Uji normalitas yaitu pengujian yang digunakan untuk mengetahui apakah variabel terdistribusi secara normal atau tidak (Husein, 2011). Sedangkan menurut Ghozali (2018) uji normalitas bertujuan untuk memastikan

dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal.

Untuk menguji variabel terdistribusi normal atau tidak yaitu dengan membandingkan nilai Jarque Bera dengan X^2 tabel. Jika nilai probabilitas $>0,05$ maka data dikatakan terdistribusi normal. Sedangkan jika nilai probabilitas $<0,05$ maka data dikatakan tidak terdistribusi normal.

2. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi perbedaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya (Ghozali, 2018).

Uji heterokedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan metode white. Yaitu jika nilai signifikansinya $>0,05$ maka model regresi tidak terjadi heterokedastisitas.

3. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2018). Uji multikolinearitas dapat dilakukan dengan melihat nilai korelasi antar variabel, apabila nilai korelasi kurang dari angka toleransi 0,7 maka tidak terjadi multikolinearitas.

b. Uji t

Uji t digunakan untuk melihat pengaruh suatu variabel independen secara individual terhadap variabel dependen (Kuncoro, 2004: 82). Uji t dapat dilihat

dari nilai P value, apabila P value $<0,05$ maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

c. Uji f

Uji f digunakan untuk melihat pengaruh signifikan antara variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Jika nilai signifikansinya $<0,05$ maka model dalam penelitian layak dan dapat dipergunakan untuk analisis berikutnya (Ghozali, 2018).

d. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2018). Besarnya nilai koefisien determinasi berada di antara 0 dan 1. Jika nilai koefisien determinasi mendekati angka 1 maka model regresi tersebut baik karena semua variabel yang dipakai dapat menerangkan variasi variabel dependen yang digunakan.

BAB IV

HASIL PEMBAHASAN

A. Analisis Variabel Penelitian

1. Pertumbuhan Sukuk

Pemerintah Indonesia telah menerbitkan undang-undang yang mengatur tentang sukuk pada tahun 2008. Undang-undang No. 19/2008 tentang Surat Berharga Syariah negara (SBSN) atau UU Sukuk Negara (*sovereign sukuk*) mengatur tentang sukuk yang ada di Indonesia. Patut diberikan apresiasi tinggi atas upaya pemerintah dan DPR yang berhasil menghasilkan UU Sukuk Negara ini dikarenakan perkembangan Sukuk di Indonesia sesungguhnya sudah dimulai oleh swasta, meskipun pangsaanya kecil. Dengan diberlakukannya UU Sukuk Negara dan adanya penerbitan sukuk oleh pemerintah, itu berarti sukuk kini menjadi instrumen pembiayaan yang diakui sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap sukuk kita, baik sukuk negara maupun sukuk korporasi. Berikut perkembangan total emisi sukuk di Indonesia:

Gambar 4.1 Grafik perkembangan total emisi sukuk tahun 2016-2020
(Triliun Rupiah)

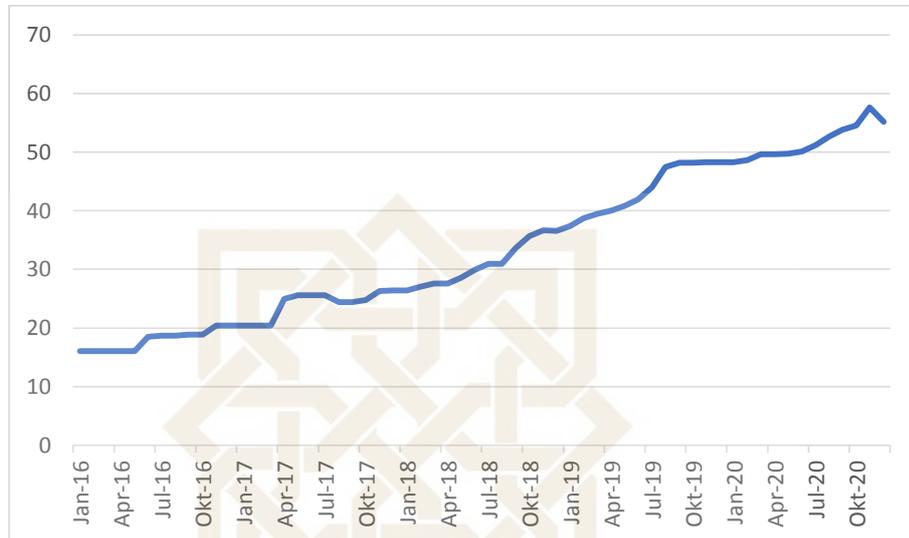


Figure 3 Gambar 4.1 Grafik perkembangan total emisi sukuk tahun 2016-2020

Sumber: Bank Indonesia, 2021 (data diolah)

Berdasarkan data di atas dapat dilihat bahwa total emisi sukuk dari tahun 2016-2020 mengalami peningkatan. Pada awal tahun 2016 total emisi sukuk sebesar 16,11 triliun rupiah dan pada akhir tahun 2020 sudah meningkat menjadi 55,11 triliun rupiah. Total emisi sukuk tertinggi terjadi pada tahun 2020 dengan nilai sebesar 57,59 triliun rupiah.

2. Jumlah Uang Beredar

Perubahan dalam uang beredar akan menimbulkan perubahan tingkat bunga. Keynes berpendapat bahwa apabila uang beredar bertambah maka permintaan akan uang untuk tujuan spekulasi akan bertambah, atau sebaliknya apabila uang beredar berkurang maka permintaan akan uang untuk tujuan spekulasi akan berkurang. Perubahan ini akan menimbulkan perubahan atas tingkat bunga, yaitu penambahan uang beredar akan menambah uang

untuk tujuan spekulasi, maka tingkat bunga akan turun. Perkembangan jumlah yang beredar mencerminkan atau seiring dengan perkembangan ekonomi. Biasanya bila perekonomian bertumbuh dan berkembang jumlah uang beredar juga bertambah, sedang komposisinya berubah. Berikut perkembangan jumlah uang beredar dari tahun 2016-2020:

Gambar 4.2 Grafik perkembangan jumlah uang beredar tahun 2016-2020 (Milyar Rupiah)

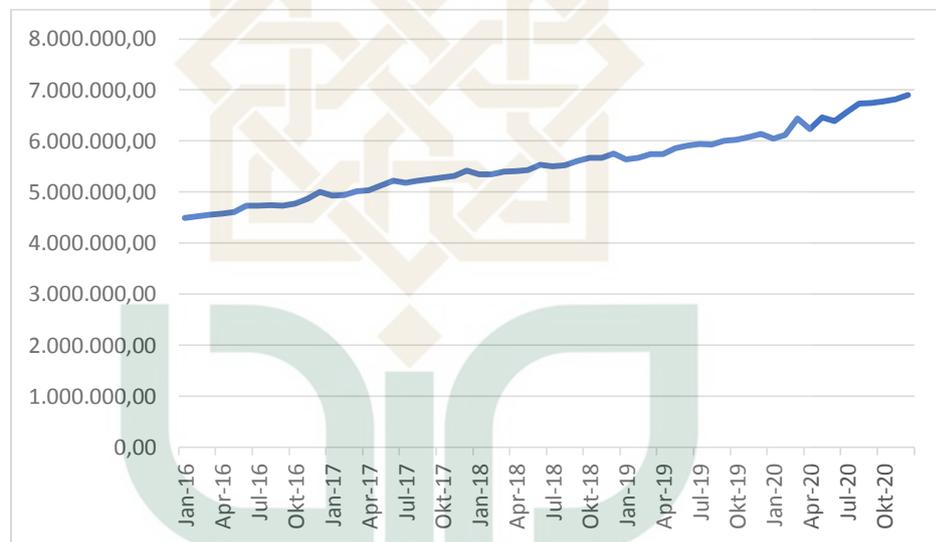


Figure 4 Gambar 4.2 Grafik perkembangan jumlah uang beredar tahun 2016-2020

Sumber: Bank Indonesia, 2021 (data diolah)

Berdasarkan grafik di atas dapat dilihat bahwa jumlah uang beredar di Indonesia dari tahun 2016-2020 cenderung mengalami kenaikan. Walaupun pada aslinya bersifat fluktuatif namun trend dari jumlah uang beredar selalu naik. Pada awal tahun 2016 total jumlah uang beredar di Indonesia mencapai 4.498.361,28 milyar rupiah dan pada akhir tahun 2020 sudah meningkat menjadi 6.900.049,49 milyar rupiah. Tingginya jumlah uang beredar akan berdampak baik terhadap suku. Apabila jumlah uang beredar meningkat

maka akan menyebabkan masyarakat cenderung untuk melakukan transaksi secara spekulatif, yaitu dengan membeli surat-surat berharga. Salah satu surat berharga yang di maksud adalah sukuk.

3. Inflasi

Menurut Bank Indonesia pengertian Inflasi yaitu meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Kenaikan dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas (atau mengakibatkan kenaikan harga) pada barang lainnya. Kebalikan dari inflasi disebut deflasi. Berikut perkembangan inflasi di Indonesia dari tahun 2016-2020:

Gambar 4.3 Grafik perkembangan inflasi di Indonesia tahun 2016-2020 (Persen)

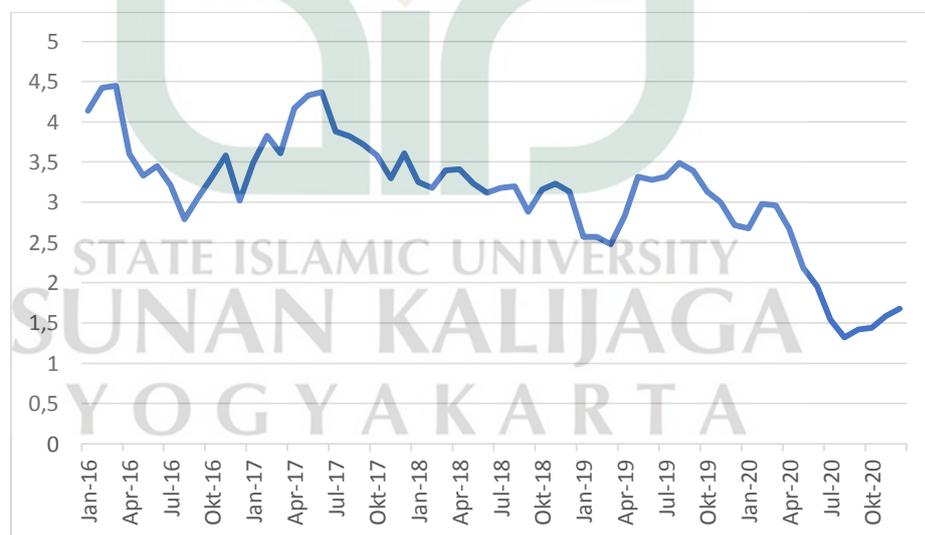


Figure 5 Gambar 4.3 Grafik perkembangan inflasi di Indonesia tahun 2016-2020

Sumber : Bank Indonesia, 2021 (data diolah)

Berdasarkan grafik di atas dapat di lihat bahwa inflasi di indonesia berfluktuatif. Walaupun inflasi di Indonesia berfluktuatif namun dari tahun

2016-2020 inflasi di Indonesia cenderung menurun. Pada awal tahun 2016 inflasi di Indonesia sebesar 4,14% dan pada akhir tahun 2020 sudah menurun menjadi 1,68%. Pada tahun 2016, lebih tepatnya bulan maret inflasi di Indonesia menempati posisi tertinggi yaitu sebesar 4,45%. Dan untuk inflasi terendah terjadi pada tahun 2020, lebih tepatnya bulan agustus dengan nilai sebesar 1,32%.

Menurut teori kuantitas inflasi hanya dapat terjadi bila ada kenaikan jumlah uang beredar. Harga-harga akan naik karena adanya kelebihan uang yang diciptakan atau diproduksi oleh bank sentral. Meningkatnya jumlah uang beredar berarti meningkatnya saldo kas yang dimiliki oleh rumah tangga konsumen dan akibatnya akan meningkatkan konsumsi masyarakat. Peningkatan tingkat konsumsi masyarakat akan mengakibatkan kenaikan tingkat harga, sehingga berakibat terjadinya inflasi.

4. Suku Bunga

Suku bunga dalam penelitian ini ada suku bunga bank BI atau BI rate. BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau stance kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. BI Rate diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas (liquidity management) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter. Bank Indonesia pada umumnya akan menaikkan BI Rate apabila inflasi ke depan diperkirakan melampaui sasaran yang telah

ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan BI Rate apabila inflasi ke depan diperkirakan di bawah sasaran yang telah ditetapkan. Berikut perkembangan suku bunga di Indonesia tahun 2016-2020:

Gambar 4.4 Grafik perkembangan suku bunga di Indonesia tahun 2016-2020 (Persen)

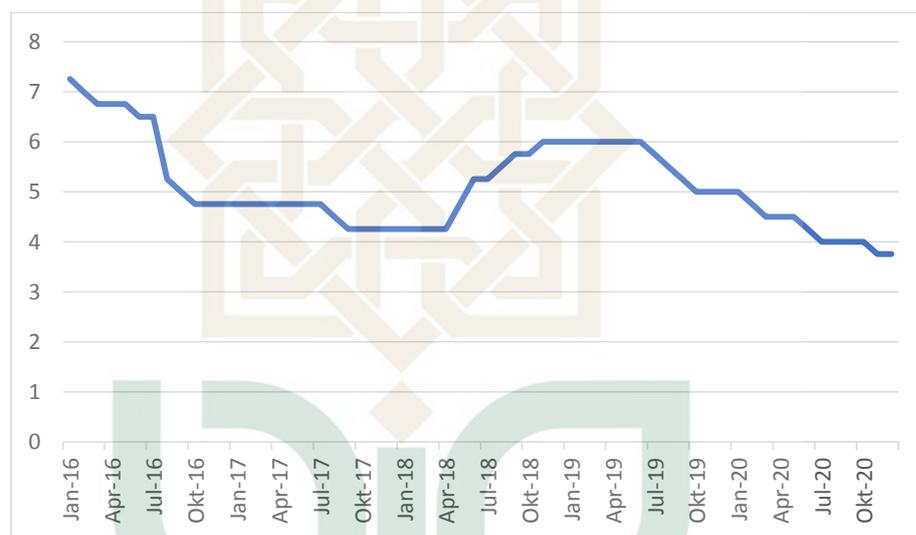


Figure 6 Gambar 4.4 Grafik perkembangan suku bunga di Indonesia tahun 2016-2020

Sumber: Bank Indonesia, 2021 (data diolah)

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai suku bunga dari tahun 2016-2020 berfluktuatif. Pada tahun 2016 - 2017 suku bunga cenderung menurun dari 7,25% pada awal tahun 2016 menjadi 4,25% pada akhir tahun 2017. Namun pada tahun 2018-2019 suku bunga mengalami kenaikan kembali yaitu dari awal tahun 2018 yang nilainya masih 4,25% menjadi 6% pada pertengahan tahun 2019. Pada tahun 2020 suku bunga mengalami penurunan yaitu menjadi 3,75% pada akhir tahun 2020.

5. Nilai Tukar

Menurut Mankiw kurs (*exchange rate*) atau nilai tukar adalah harga mata uang dalam negeri terhadap mata uang luar negeri. Sistem kurs valuta asing sangat tergantung dengan sifat pasar, dimana dalam pasar bebas kurs akan berubah sesuai dengan perubahan permintaan dan penawaran. Berikut grafik perkembangan nilai tukar rupiah terhadap dollar USD tahun 2016-2020:

Gambar 4.5 Grafik perkembangan nilai tukar Rp/USD di Indonesia tahun 2016-2020



Figure 7 Gambar 4.5 Grafik perkembangan nilai tukar Rp/USD di Indonesia tahun 2016-2020

Sumber: Bank Indonesia, 2021 (data diolah)

Berdasarkan grafik di atas dapat dilihat bahwa kurs rupiah terhadap dollar pada tahun 2016-2020 mengalami kenaikan dari tahun ke tahun dan menunjukkan pergerakan kurs rupiah terhadap dollar memiliki tren positif. Kurs tertinggi terjadi pada tahun 2020, lebih tepatnya bulan maret yaitu mencapai Rp16.367/USD. Pada awal tahun 2016 kurs rupiah terhadap dollar

hanya sebesar Rp13.846/USD dan pada akhir tahun 2020 menjadi Rp14.105/USD.

B. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif bertujuan untuk mendeskripsikan mengenai variabel yang akan diteliti. Dalam penelitian ini terdapat 5 variabel yaitu pertumbuhan sukuk, jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar. Berikut tabel statistik deskriptif yang sudah diolah:

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

Table 2 Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

	INFLASI	JUB	KURS	SUKU_BUNGA	SUKUK
Mean	3.116333	5558468.	13950.23	5.108333	33.65683
Median	3.220000	5518622.	13926.00	4.750000	30.43000
Maximum	4.450000	6900049.	16367.00	7.250000	57.59000
Minimum	1.320000	4498361.	12998.00	3.750000	16.11000
Std. Dev.	0.742889	652154.7	646.6666	0.887014	12.88776
Observations	60	60	60	60	60

Sumber: Hasil olah data peneliti (2021)

Hasil pengolahan pada tabel 4.1 di atas menunjukkan bahwa sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu berjumlah 60.

Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu total emisi sukuk yang menunjukkan bahwa nilai emisi sukuk terendah terjadi pada bulan januari 2016 dengan nilai sebesar 16,11 triliun rupiah. Sedangkan total emisi sukuk tertinggi terjadi pada bulan november 2021 dengan nilai sebesar 57,59 triliun rupiah. Adapun rata-rata nilai total emisi sejak tahun 2016 hingga tahun 2020 adalah sebesar 33,66 triliun rupiah dengan standar deviasi sebesar 12,88.

Variabel independen yang pertama yaitu jumlah uang beredar (JUB) yang menunjukkan rata-rata sebesar 5.558.468,15 dengan standar deviasi

sebesar 652154.7. Adapun nilai tertinggi dari jumlah uang beredar terjadi pada bulan desember 2020 dengan nilai 6.900.049,49 dan terendah pada bulan januari 2016 dengan nilai 4.498.361,28.

Untuk variabel inflasi, nilai minimumnya sebesar 1,32% yang terjadi pada bulan agustus 2020, sedangkan nilai maksimumnya sebesar 4,45% yang terjadi pada bulan maret 2016. Adapun rata-rata nilai inflasi sejak tahun 2016 hingga tahun 2020 sebesar 3,11% dengan standar deviasi sebesar 0,74.

Variabel suku bunga memiliki nilai maksimum sebesar 7,25% yang terjadi pada bulan januari 2016 dan nilai minimum sebesar 3,75% yang terjadi pada bulan november dan desember 2020. Adapun masing-masing nilai rata-rata dan standar deviasinya sejak tahun 2016 hingga tahun 2020 yaitu sebesar 5,11% dan 0,88.

Rata-rata nilai tukar selama periode tahun 2016 hingga tahun 2020 menunjukkan angka sebesar Rp 13950.23/dollar AS dengan standar deviasi yaitu sebesar 646.6666. Nilai tukar terapresiasi paling tinggi yaitu sebesar Rp12998/dollar AS dan terdepresiasi paling rendah yaitu sebesar Rp16367/dollar AS dengan masing-masing terjadi pada bulan september 2016 dan bulan maret 2020.

C. Hasil Analisis

1. Analisis Regresi Berganda

Tabel 4.2 Analisis Regresi Berganda

Dependent Variable: SUKUK
 Method: Least Squares
 Date: 10/26/21 Time: 19:38
 Sample: 2016M01 2020M12
 Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

C	-89.73751	7.850319	-11.43106	0.0000
JUB	2.36E-05	9.61E-07	24.58664	0.0000
INFLASI	1.390586	0.604047	2.302115	0.0251
SUKU_BUNGA	2.588666	0.385382	6.717140	0.0000
KURS	-0.001827	0.000668	-2.732889	0.0084
R-squared	0.975587	Mean dependent var		33.65683
Adjusted R-squared	0.973811	S.D. dependent var		12.88776
S.E. of regression	2.085626	Akaike info criterion		4.387671
Sum squared resid	239.2410	Schwarz criterion		4.562199
Log likelihood	-126.6301	Hannan-Quinn criter.		4.455938
F-statistic	549.4650	Durbin-Watson stat		0.857362
Prob(F-statistic)	0.000000			

Table 3 Tabel 4.2 Analisis Regresi Berganda

Sumber: Hasil olah data peneliti (2021)

Analisis regresi berganda dilakukan untuk mengetahui arah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen apakah masing-masing variabel independen berhubungan positif atau negatif dan untuk memprediksi nilai dari variabel dependen apabila nilai variabel independen mengalami kenaikan atau penurunan. Berdasarkan tabel diatas hasil dari regresi berganda adalah sebagai berikut:

$$Y = - 89,73751 + 2,36E-05 JUB + 1,390586 \text{ inflasi} + 2,588666 \text{ suku bunga} - 0,001827 \text{ kurs} + \epsilon_t$$

Hasil tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Nilai konstanta sebesar -89,73751, artinya jika semua variabel bernilai nol maka nilai total emisi sukuk sebesar -89,73751.
- Koefisien regresi untuk variabel JUB sebesar 2,36E-05, artinya jika JUB naik satu satuan maka nilai total emisi sukuk akan naik sebesar 2,36E-05.
- Koefisien regresi untuk variabel inflasi sebesar 1,390586, artinya jika inflasi naik satu persen maka nilai total emisi sukuk akan naik sebesar 1,390586.

- d. Koefisien regresi untuk variabel suku bunga sebesar 2,588666, artinya jika nilai suku bunga naik satu persen maka nilai total emisi sukuk akan turun sebesar 2,588666.
- e. Koefisien regresi untuk variabel nilai tukar sebesar 0,001827, artinya jika nilai tukar naik satu Rp/USD maka nilai total emisi sukuk akan naik sebesar 0,001827.
- f. Nilai Prob F statistic sebesar 0,0000 artinya variabel JUB, inflasi, suku bunga, kurs, secara bersama-sama mempengaruhi nilai total emisi sukuk.
- g. Nilai R-square sebesar 0.975587 artinya variabel independen mampu menjelaskan sebanyak 97,55% terhadap variabel dependen. Dan sisanya 2,45% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan karena merupakan syarat yang diperlukan untuk memperhatikan adanya penyimpangan-penyimpangan atas asumsi klasik, karena jika asumsi klasik tidak dipenuhi variabel-variabel yang menjelaskan akan menjadi tidak efisien, pengujian asumsi klasik dalam penelitian ini meliputi, Uji normalitas, multikoleneritas, heteroskedetisitas dan autokorelasi.

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal

Tabel 4.2 Hasil Uji Normalitas

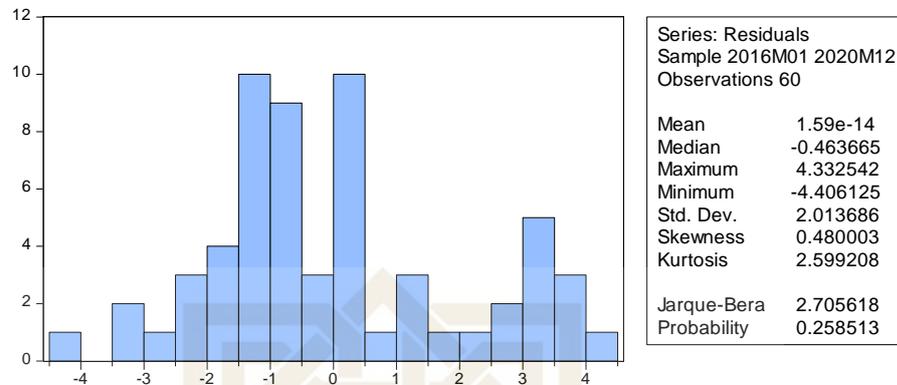


Table 4 Tabel 4.2 Hasil Uji Normalitas

Sumber: Hasil olah data peneliti

Berdasarkan gambar diatas diketahui bahwa nilai probability sebesar 0.258513 sedangkan nilai α sebesar 0.05, jadi nilai probability yaitu $(0.258513) > \text{nilai } \alpha (0.05)$, maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan sudah berdistribusi normal.

b. Uji Multikolinesritas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan linear yang sempurna diantara sebagian atau seluruh variabel penjelas dalam model regresi.

Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinearitas

Variance Inflation Factors
Date: 10/26/21 Time: 19:38
Sample: 2016M01 2020M12
Included observations: 60

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	61.62751	850.0666	NA
JUB	9.23E-13	398.8362	5.326564
INFLASI	0.364873	51.60862	2.731295
SUKU_BUNGA	0.148519	55.04385	1.584977
KURS	4.47E-07	1202.045	2.534561

Table 5 Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinearitas

Sumber: Hasil olah data peneliti

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai Centered VIF dari masing-masing variabel tidak lebih besar dari 10. Artinya tidak terjadi gejala multikoleniaritas pada model regresi.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain

Tabel 4.4 Hasil Uji Heteoskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	2.160673	Prob. F(4,55)	0.0855
Obs*R-squared	8.148014	Prob. Chi-Square(4)	0.0863
Scaled explained SS	5.474565	Prob. Chi-Square(4)	0.2420

Table 6 Tabel 4.4 Hasil Uji Heteoskedastisitas

Sumber: Hasil olah data peneliti

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa hasil uji heterokedetisitas menunjukkan nilai Probabilitas Obs*S-squared = 0.0863 > α (0.05) maka

dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat masalah heteroskedetisitas.

d. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu (residual) pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya).

Tabel 4.5 Hasil Uji Autokorelasi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	13.57209	Prob. F(2,53)	0.0000
Obs*R-squared	20.32151	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Table 7 Tabel 4.5 Hasil Uji Autokorelasi

Sumber: Hasil olah data peneliti

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.6, dapat diketahui bahwa probabilitas Chie-Square yaitu kurang dari 0.05. Maka dapat disimpulkan bahwa pengujian tersebut terdapat masalah autokorelasi dalam model. Penyembuhan autokorelasi dalam jangka panjang dilakukan dengan metode *Cochrane Orcutt*.

A. Pembahasan

1. Hubungan jumlah uang beredar terhadap perkembangan sukuk

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel jumlah uang beredar berpengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk di Indonesia yang diukur dari total emisi sukuk. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Nilai koefisien variabel jumlah uang beredar sebesar $2.36E-05$ yang berarti jika jumlah uang beredar meningkat 1 satuan maka emisi sukuk juga akan meningkat sebesar $2.36E-05$.

Hasil penelitian yang dilakukan sudah sesuai dengan teori dan penelitian terdahulu. Hal ini karena ketika terjadi peningkatan pada jumlah uang beredar di masyarakat maka emiten akan menerbitkan sukuk sebagai instrumen yang dapat digunakan pada operasi pasar terbuka. Tujuan emiten menerbitkan sukuk adalah memperoleh dana dari masyarakat untuk melakukan perluasan usaha, begitu juga dengan masyarakat akan lebih memilih menginvestasikan uangnya dalam bentuk sukuk daripada menyimpannya, karena dapat dipastikan mengalami penurunan nilai di masa mendatang akibat peredaran uang yang tinggi. Hal ini sesuai teori dimana semakin banyak uang beredar maka akan meningkatkan kegiatan investasi yang semakin meluas. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Hendriyani, dimana jumlah uang beredar memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia.. Penelitian ini juga didukung oleh Widianti yang menyatakan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia.

2. Hubungan inflasi terhadap perkembangan sukuk

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk di Indonesia yang diukur dari total emisi sukuk. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Nilai koefisien variabel inflasi sebesar 1.390586 yang berarti jika inflasi naik 1 satuan maka emisi sukuk juga akan meningkat sebesar 1.390586.

Hasil penelitian yang dilakukan sudah sesuai dengan teori dan penelitian terdahulu. Dampak inflasi adalah meningkatnya harga barang atau melemahnya nilai mata uang rupiah, kebijakan yang tepat dalam menghadapi inflasi tersebut adalah dengan menanamkan modalnya atau berinvestasi, salah satunya investasi dalam bentuk sukuk karena memiliki instrumen pendapatan yang tetap.

Meningkatnya inflasi tentu akan diikuti dengan meningkatnya suku bunga bank, maka emiten juga harus meningkatkan bunga yang harus dibayarkan kepada investor obligasi konvensional. Hal ini menjadikan emiten untuk menerbitkan sukuk sebagai alternatif dalam hal memperoleh dana perusahaan, sehingga pertumbuhan sukuk juga akan meningkat. Penelitian ini sejalan dengan penelitian hasil penelitian Ardiansyah & Lubis dimana inflasi berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Widianti yang menyatakan inflasi memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

3. Hubungan suku bunga terhadap perkembangan sukuk

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap perkembangan sukuk di Indonesia yang diukur dari total emisi sukuk. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Nilai koefisien variabel suku bunga sebesar 2.588666 yang berarti jika suku bunga naik 1 satuan maka emisi sukuk juga akan meningkat sebesar 2.588666.

Hasil penelitian yang dilakukan sudah sesuai dengan teori dan penelitian terdahulu. Tingkat suku bunga BI pada periode pengamatan cenderung rendah atau semakin menurun. Perusahaan akan membandingkan antara hasil yang diharapkan dari investasi dan biaya dari penggunaan modal tersebut. Biaya itulah yang sering disebut dengan tingkat bunga. Jika tingkat suku bunga yang menjadi acuan lebih besar dibandingkan keuntungan yang diharapkan maka keputusan yang diambil adalah perusahaan mengurangi investasi. Namun jika tingkat suku bunga BI rendah maka perusahaan mengeluarkan investasi dengan harapan memperoleh keuntungan yang besar. Banyaknya penawaran investasi obligasi yang terjadi akan menyebabkan peningkatan pada pertumbuhan sukuk.

4. Hubungan nilai tukar terhadap perkembangan sukuk

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap perkembangan sukuk di Indonesia yang diukur dari total emisi sukuk. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Nilai koefisien variabel inflasi sebesar 0.001827 yang berarti jika nilai tukar naik 1 satuan maka emisi sukuk juga akan menurun sebesar 0.001827.

Penelitian ini sesuai dengan Ardiansyah dan Lubis (2017) yang menyatakan bahwa kurs berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Objek pada penelitian ini diambil berdasarkan dari data-data perusahaan yang mana perusahaan-perusahaan tersebut adalah perusahaan multinasional yang melakukan kegiatan ekspor impor. Ketika mata uang

negara Indonesia terapresiasi oleh dolar AS mengakibatkan kurs melonjak naik yang akan menurunkan permintaan produk ekspor. Hal ini dikarenakan harga yang relatif lebih mahal dari negara-negara eksportir lainnya. Hasil penelitian tersebut senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhayadi, dkk (2020) menyatakan bahwa kurs berpengaruh negatif terhadap perdagangan sukuk. Secara normatif, instrumen investasi khususnya sukuk masih terbatas pada perusahaan dalam negeri menjadikan valuta asing masih jarang digunakan. Penurunan kurs dapat menghambat investasi perusahaan sehingga mengurangi minat investor untuk berinvestasi di pasar modal, khususnya sukuk. Maka dapat diambil kesimpulan bahwa adanya kenaikan kurs dapat mengurangi penerbitan sukuk korporasi.