

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sistem ekonomi syariah di Indonesia mengalami perkembangan yang sangat pesat, mulai dari sistem moneter, sistem perbankan, sistem non-perbankan, sistem pembayaran, pasar uang, dan terutama disisi pasar modal, baik ditingkat makro maupun mikro. Para pelaku ekonomi mulai merasakan keistimewaan sistem ini, bukan hanya dari sisi nilai, tetapi juga keistimewaan dari sisi pola sistem yang bekerja di dalamnya. Oleh karena itulah, para pelaku ekonomi dunia saat ini lebih memfokuskan pada penerbitan dan pengembangan produk-produk keuangan baru berbasis ekonomi syariah sebagai salah satu solusi untuk mengatasi permasalahan-permasalahan ekonomi yang terjadi di masing-masing negara.

Penggunaan prinsip syariah dibidang keuangan dimulai pada industri perbankan dengan menerapkan prinsip bagi hasil (non-riba) dalam sistem operasionalnya, contohnya telah berdiri *Nasser Social Bank* pada tahun 1971 sebagai bank Islam pertama di Kairo sekaligus pertama di dunia, yang selanjutnya diikuti oleh negara-negara lain, seperti: *Islamic Development Bank (IDB)* tahun 1974, *The Dubai Islamic* tahun 1975, *Faisal Islamic Bank of Sudan* tahun 1977, *Faisal Islamic Bank of Egypt* tahun 1977, dan *Kuwait Finance House* tahun 1977 (<http://repository.usu.ac.id>, diakses pada 15 Oktober 2014). Sedangkan, bank syariah pertama di Indonesia didirikan pada tahun 1992 bernama Bank Muamalat Indonesia.

Penerapan prinsip syariah di industri perbankan ternyata diikuti oleh industri-industri keuangan lainnya, diantaranya: industri investasi syariah (pasar modal syariah dan pasar uang syariah), Lembaga Keuangan Mikro Syariah (LKMS, meliputi: BMT dan KJKS), dan instrumen-instrumen keuangan syariah (asuransi syariah dan wakaf uang). Industri investasi syariah merupakan salah satu industri keuangan berprinsip syariah yang menunjukkan perkembangan yang sangat pesat saat ini. Hal tersebut dapat dilihat pada transaksi perdagangan yang terjadi di pasar modal syariah.

Berdirinya pasar modal syariah di dunia diawali oleh penerapan prinsip syariah di pasar modal Negara Yordania dan Pakistan, yaitu ditandai dengan disusunnya dasar hukum mengenai penerbitan obligasi syariah. Pada tahun 1978, *Jordan Islamic Bank* menerbitkan *Muqaradah Bond* dan dilanjutkan dengan menerbitkan *Muqaradah Bond Act* pada tahun 1981 oleh bank yang sama. Penerbitan kedua obligasi syariah tersebut diatur dalam Undang-Undang no. 13 tahun 1978 yang dikeluarkan oleh Pemerintah Yordania. Selanjutnya, Negara Pakistan juga menerbitkan obligasi syariah pada tahun 1981 bernama *The Madarabas Company* dan *Madarabas Ordinance*. Dalam perkembangannya, pada tahun 1983, Pemerintahan Malaysia menerbitkan obligasi syariah untuk pertama kalinya di Malaysia dan diakui cukup sukses ditingkat dunia, yaitu *The Government Investment Issue (GII)* (Sutedi, 2011:2-3).

Munculnya pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan menerbitkan reksadana syariah pada 03 Juli 1997 oleh PT. Danareksa *Investment Management* setelah industri perbankan syariah lahir terlebih dahulu. Selanjutnya, berbagai

macam kegiatan investasi syariah terus dikembangkan dalam pasar modal syariah di Indonesia. Baik pemerintah, perusahaan swasta, maupun para pelaku ekonomi (para akademisi dan praktisi) ikut berkontribusi dalam perkembangan pasar modal syariah di Indonesia. Pemerintah dan perusahaan swasta saat ini mulai menerbitkan instrumen-instrumen investasi syariah sebagai alternatif untuk menyerap dana dari masyarakat, sekaligus sebagai penyedia instrumen investasi berbasis syariah bagi para investor dan masyarakat secara umum, seperti: saham syariah dan obligasi syariah.

Penerbitan efek-efek syariah tentu memberikan keuntungan bagi para investor, yaitu semakin beragamnya pilihan instrumen dalam berinvestasi. Tidak hanya investor muslim, investor non-muslim pun juga dapat berinvestasi diberbagai efek syariah tersebut. Struktur efek syariah yang non-ribawi, imbal hasil yang kompetitif, dan tingkat keamanan yang terjamin tentu akan menjadi daya tarik tersendiri bagi para investor dimana struktur investasi yang non-ribawi akan lebih tahan terhadap fluktuasi siklus perekonomian, baik perekonomian dalam maupun luar negeri.

Para regulator pasar modal syariah memfasilitasi aktivitas investasi syariah ini dengan membuat indeks syariah. Hingga saat ini, ada berbagai jenis indeks syariah yang diterbitkan di Indonesia, antara lain: *Jakarta Islamic Index (JII)*, Daftar Efek Syariah (DES), Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), reksadana indeks, dan indeks *sukuk* yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan situs-situs indeks keuangan lainnya. Jenis indeks syariah secara global, salah satunya adalah *Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI)*. Selain itu, pemerintah

beserta para regulator syariah lainnya (DSN-MUI dan DPS) juga mengeluarkan beberapa regulasi sebagai pedoman dalam bertransaksi di pasar modal syariah, salah satunya adalah fatwa DSN-MUI no. 40/DSN-MUI/IX/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

Perkembangan jumlah transaksi perdagangan non-riil berbasis syariah di pasar modal diikuti pula oleh perkembangan munculnya instrumen-instrumen investasi berbasis syariah baru lainnya (selain saham syariah dan reksadana syariah), salah satunya adalah obligasi syariah atau yang sekarang disebut *sukuk*. Pada dasarnya, terdapat perbedaan antara *sukuk* dengan obligasi, *sukuk* sangat berbeda dengan obligasi. Pengertian obligasi itu sendiri adalah surat pengakuan hutang yang dikeluarkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta kepada investor, dimana pihak penerbit obligasi berkewajiban untuk membayar bunga secara periodik kepada pemegang obligasi dan juga berkewajiban untuk melunasi pokok pinjaman pada saat jatuh tempo (Tandelilin, 2010:40). Sedangkan, Azhar (2007) dalam Wahid (2010:96) menjelaskan mengenai pengertian *sukuk* bahwa “*sukuk* adalah suatu dokumen atau sertifikat yang mewakili nilai dari suatu aset. *Sukuk* berbeda dengan *shares*, *notes*, dan *bonds* karena *sukuk* memerlukan suatu nilai intrinsik, ia juga bukan berasal dari *dayn* atau *debt*”. Penerbitan *sukuk* dilakukan sebagai salah satu sarana untuk membangkitkan aktivitas investasi bebas *riba* di pasar modal, sebagaimana disebutkan di dalam QS. Al-Baqarah (2): 275, bahwa segala transaksi berunsurkan *riba* sangat diharamkan:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ^ع
ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا^ه وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا^ع فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ

مَنْ رَبِّهِ فَاَنْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا

خَالِدُونَ

Allāzīna ya'kulūnar-ribā lā yaqūmūna 'illa kamā yaqūmul-ladzī yatakhhabbaḥusy-syaiṭānu minal-massin. Zālika bi'annahum qālū innamāl-bayḥu mišlur-ribā. Wa'a ḥallal-lahul-bayḥa wa ḥarramar-ribā. Famanjā'ahu, maw'izatun mir-rabbihi, fāntahā falahu, mā salafa wa'amruhu, 'ilal-lahi. Wa man'āda fa'ulā'ika aṣḥābun-nāri. Hum fihā khālidūna.

Artinya: Orang-orang yang Makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), Maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya (Departemen Agama RI. 2002:48).

Penerbit *sukuk* menerbitkan sertifikat *sukuk* beserta aset yang nilainya tertulis di dalam sertifikat *sukuk* tersebut sebagai surat tanda investasi penyertaan modal para investor terhadap perusahaan. Penerbit *sukuk* berkewajiban untuk memberikan *return* berupa bagi hasil/*margin/fee* kepada pemegang *sukuk* dan berkewajiban pula untuk melunasi dana pokok penyertaan modal kerja milik investor pada saat jatuh tempo serta pengembalian aset (yang tercantum di dalam sertifikat *sukuk*) dari pemegang *sukuk* ke penerbit *sukuk* seperti semula.

Dari penjelasan di atas dapat dikatakan bahwa *sukuk* merupakan surat atau dokumen atau sertifikat yang mewakili nilai suatu aset atau surat tanda bukti penyertaan modal dan pemindahan kepemilikan aset (baik manfaat ataupun bentuk fisik) yang dijadikan sandaran atas investasi tersebut (*underlying assets*),

sehingga *sukuk* lebih dari sekadar surat hutang atau obligasi, namun hampir sama dengan saham (karena bersifat penyertaan modal), hanya saja memiliki jatuh tempo (sama dengan sifat obligasi).

Perkembangan *sukuk* di tingkat dunia diawali oleh Negara Malaysia yang menerbitkan *sukuk* korporasi (*sukuk* yang diterbitkan oleh perusahaan) pertama di dunia pada tahun 1990 dengan nilai RM 125 juta dengan akad *Bai' Bithaman Ajil* (BBA), ironisnya, penerbit *sukuk* tersebut adalah institusi non-muslim. Selanjutnya, pada tahun 2001, Pemerintah Bahrain menerbitkan *sukuk* negara (*Sovereign Sukuk*) berakad *ijarah* dengan nilai emisi USD 100 juta. Jumlah penerbitan *sukuk* negara ini terus meningkat, hingga tahun 2009 terdapat 77 *sukuk* negara Bahrain dengan total emisi USD 1,5 milyar. Fenomena penerbitan *sukuk* di dunia diikuti oleh negara-negara lain, seperti: Arab Saudi-Uni Emirat Arab, Qatar, Singapura, dan Jerman.

Perkembangan *sukuk* di Indonesia dimulai pada tahun 2002 oleh perusahaan swasta sebagai penerbit *sukuk* pertama, yaitu PT. Indosat, Tbk yang pertama kali menerbitkan *sukuk* korporasi sekaligus *sukuk* pertama di Indonesia berakad *mudharabah* dengan nilai emisi Rp 175 M dan imbal hasil sebesar 16,75% per tahun, lebih besar dari rata-rata *return* obligasi konvensional (Siskawati, 2010). Selanjutnya, hal ini diikuti oleh perusahaan-perusahaan lain untuk menerbitkan *sukuk* perusahaannya. Animo positif dari perusahaan tentang *sukuk* dapat dilihat dari perkembangan jumlah *sukuk* yang beredar di masyarakat. Tabel 1.1 menunjukkan perkembangan jumlah emisi *sukuk* korporasi yang beredar di Indonesia yang memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK (per 01

Januari 2014 telah berganti nama dan beralih fungsi menjadi Otoritas Jasa Keuangan, OJK) untuk diterbitkan beserta jumlah peningkatannya sepanjang tahun 2002-per September 2014:

Tabel 1.1
Perkembangan Penerbitan *Sukuk* Korporasi di Indonesia
Tahun 2002-per September 2014

Tahun	Jumlah Emisi	Peningkatan	Total Nilai Emisi (Milyar)	Peningkatan
2002	1	-	175	-
2003	6	500,00%	740	322,86%
2004	13	116,67%	1.424	92,43%
2005	16	23,08%	2009	41,08%
2006	17	6,25%	2282	13,59%
2007	21	23,53%	3174	39,09%
2008	29	38,10%	5498	73,22%
2009	43	48,28%	7015	27,59%
2010	47	9,30%	7815	11,40%
2011	48	2,13%	7915,4	1,28%
2012	54	12,50%	9790,4	23,69%
2013	64	18,52%	11994,4	22,51%
2014 Jan	64	0,00%	11994,4	0,00%
Feb	64	0,00%	11994,4	0,00%
Mar	64	0,00%	11994,4	0,00%
Apr	64	0,00%	11994,4	0,00%
Mei	64	0,00%	11994,4	0,00%
Jun	65	1,56%	12294,4	2,50%
Jul	65	0,00%	12294,4	0,00%
Agust	65	0,00%	12294,4	0,00%
Sept	65	0,00%	12294,4	0,00%

Sumber: Statistik Pasar Modal Syariah, Direktorat Pasar Modal Syariah-Otoritas Jasa Keuangan. (online). www.ojk.go.id. Data diolah 2014.

Dari Tabel 1.1, perkembangan *sukuk* korporasi di Indonesia masih terbilang cukup rendah, baik dalam jumlah penerbitan *sukuk* maupun dari nilai nominal yang diterbitkan, meskipun rata-rata terjadi peningkatan di tiap tahunnya. Dengan kata lain, informasi instrumen *sukuk* di Indonesia cukup berkembang, namun transaksi perdagangan *sukuk* di pasar modal masih rendah. Oleh karena itu, para pelaku pasar modal dan pihak bursa dengan didukung oleh pemerintah perlu melakukan sosialisasi dan edukasi beserta aplikasi kepada perusahaan-perusahaan sebagai penerbit dan kepada para investor tentang karakteristik, keunggulan, serta kekurangan dari instrumen *sukuk*.

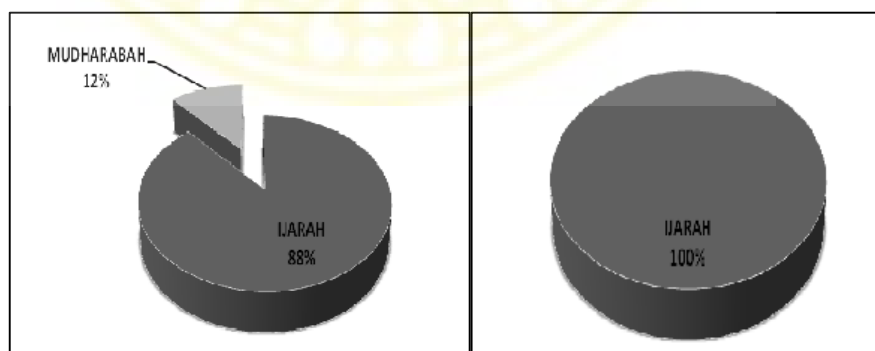
Selain tingkat perusahaan, tingkat Pemerintahan Indonesia juga telah menggunakan instrumen *sukuk* untuk membiayai operasional negara, yaitu pada tahun 2008 (meski terbilang cukup terlambat dari negara-negara lain), pertama kalinya Indonesia menerbitkan *sukuk* negaranya dengan kode SR-001 dan SR-002 dengan akad *ijarah*, setelah dikeluarkannya Undang-Undang no. 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), Peraturan Pemerintah Nomor 56 Tahun 2008 tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara, dan Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (www.ojk.go.id, diakses pada 19 Oktober 2014). Penerbitan *sukuk* negara ini digunakan sebagai sumber pendanaan alternatif untuk membiayai anggaran pemerintah dan proyek-proyek infrastruktur negara, sebagai diversifikasi sumber pembiayaan, memperluas basis investor, dan menjamin tertib administrasi pengelolaan Barang Milik Negara (www.bankernote.com, diakses pada 30 Oktober 2014).

Selanjutnya, Pemerintahan Indonesia kembali melakukan penawaran umum *sukuk* negara ritel terbarunya pada 14 Februari 2014 lalu, dengan kode SR-006 berakad *ijarah*, bernilai kupon sebesar 8,75% yang dibayarkan setiap bulan, dan jatuh tempo pada lima tahun mendatang. Penerbitan SR-006 ini digunakan untuk membiayai proyek APBN 2014 dan Barang Milik Negara (BMN) berupa tanah atau bangunan (www.bankernote.com, diakses pada 30 Oktober 2014).

Pertumbuhan *sukuk* global, *sukuk* pemerintah, dan *sukuk* perusahaan memberikan dampak positif bagi para pelaku keuangan di pasar modal, baik dari pihak penerbit maupun dari pihak investor. Perusahaan sebagai penerbit *sukuk* korporasi melihat instrumen syariah ini sebagai peluang dan alternatif baru untuk mendapatkan dana segar dari para investor untuk memenuhi kebutuhan dana operasional perusahaannya. Tabel 1.1 menunjukkan bahwa *sukuk* korporasi per September 2014 berjumlah 65 *sukuk* dengan *sukuk outstanding* berjumlah 36 *sukuk*, sedangkan *sukuk* negara atau dikenal dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang masih *outstanding* per November 2014 berjumlah 42 *sukuk*. Meskipun perkembangan *sukuk* negara lebih besar daripada *sukuk* korporasi, *sukuk* korporasi dinilai dapat memberikan kontribusi yang lebih besar dalam pendanaan proyek maupun aset BUMN di Indonesia (www.syariah121.com, diakses pada 12 Januari 2015).

Dari sisi investor, *sukuk* korporasi ini menjadi pertimbangan dan pilihan tersendiri dalam berinvestasi. Namun masyarakat harus menjadi investor yang teliti dalam memilih jenis investasinya. Calon investor harus memperhatikan nilai investasi, jangka waktu, perjanjian atau akad yang disepakati, likuiditas, dan

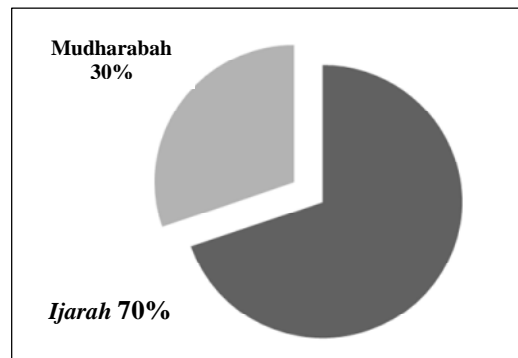
pendapatan/imbal hasil/*return/yield* yang akan diterima atas investasinya tersebut, baik *return* periodik maupun *return* hingga akhir jatuh tempo, sehingga diharapkan instrumen dan aktivitas investasinya bisa tumbuh. Pada umumnya, surat hutang atau obligasi dan *sukuk* merupakan model pembiayaan bersifat jangka panjang bagi perusahaan dan pemerintah, sehingga para calon investor perlu memperhatikan durasi atau tenor atau waktu jatuh tempo dari instrumen tersebut. Selain itu, akad yang mendasari penerbitan *sukuk* tersebut juga harus diperhatikan. Saat ini, ada tujuh jenis *sukuk* di Indonesia berdasarkan akad yang mendasarinya, antara lain: *sukuk murabahah*, *sukuk mudharabah*, *sukuk musyarakah*, *sukuk ijarah*, *sukuk salam*, *sukuk istishna'*, dan *Hybrid/Pooled Sukuk* (Wahid, 2010:116). Namun, dari hasil statistik OJK per Desember 2014, perusahaan dan negara (penerbit *sukuk*) paling banyak menggunakan akad *ijarah* (sewa) dan akad *mudharabah* (bagi hasil) dalam penerbitan *sukuk*-nya dikarenakan kemudahan mekanisme dan transaksi perdagangannya. Perbandingan kedua jenis *sukuk* tersebut dapat dilihat pada Gambar 1.1 dan Gambar 1.2.



Sumber: Siskawati (2010)

Gambar 1.1

Akad yang Digunakan pada *Sukuk* Korporasi (Kiri) dan *Sukuk* Negara (Kanan) tahun 2010



Sumber: Statistik Pasar Modal Syariah, Direktorat Pasar Modal Syariah-Otoritas Jasa Keuangan. (online). www.ojk.go.id. Data diolah 2014.

Gambar 1.2

Akad yang Digunakan pada *Sukuk* Korporasi yang Masih Beredar per September 2014

Jenis akad yang berbeda pada *sukuk* tentu akan memberikan tingkat pengembalian dan pertumbuhan investasi yang berbeda pula kepada investor. Para investor yang telah menginvestasikan dananya ke instrumen investasi apapun tentu mengharapkan keuntungan atas aktivitasnya tersebut, baik investor dalam skala kecil maupun skala besar, baik investor perseorangan maupun perusahaan (Wahid, 2010:162). Gambar 1.1 dan 1.2 menunjukkan bahwa *sukuk ijarah* merupakan jenis *sukuk* yang paling diminati oleh para investor. Dalam kontrak *sukuk ijarah*, keuntungan yang akan didapat oleh para investor berupa kadar sewa (cicilan imbal hasil atau *ijarah fee*) yang dibayarkan secara periodik oleh penerbit *sukuk*. Tingkat keuntungan secara periodik tersebut dinyatakan dengan *Nominal Yield*. Selain itu, investor yang memegang sertifikat *sukuk* hingga waktu jatuh temponya akan menerima keuntungan total di akhir periode *sukuk* yang

merupakan akumulasi dari kadar sewa dan dana pokok piutangnya. Tingkat keuntungan ini dinyatakan dengan *Yield to maturity* (YTM).

Berbeda dengan obligasi yang memberikan tingkat bunga (*coupon rate*) sebagai *return* investasi, *sukuk ijarah* tidak mengenal tingkat bunga, melainkan memberikan *ijarah fee* (biaya sewa atau disebut cicilan imbal hasil) sebagai *return* investasi yang diberikan secara periodik dengan nilai tetap layaknya pembayaran sewa pada umumnya. Perusahaan dalam menetapkan tingkat sewa untuk dibayarkan ke pemegang *sukuk* tentu memerlukan pertimbangan dan perhitungan kemungkinan risiko yang akan dihadapinya di masa mendatang setelah *sukuk* tersebut diterbitkan. Investor sebelum membuat keputusan berinvestasi pada *sukuk* akan terlebih dahulu mempertimbangkan faktor *return* yang akan diterima dan seberapa besar tingkat risiko yang akan dihadapinya. Banyak faktor yang dapat mempengaruhi tingkat sewa *sukuk ijarah*. Kondisi eksternal dan internal perusahaan akan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dan selanjutnya akan mempengaruhi juga pemberian pendapatan bagi para investornya (Tandelilin, 2010:342). Selain itu, menurut Samsul (2006), penilaian akan risiko perusahaan dapat dilihat dari daya tahan perusahaan dalam menghadapi siklus ekonomi (faktor makro ekonomi) dan faktor makro non-ekonomi.

Banyak faktor yang mempengaruhi tingkat sewa *sukuk ijarah* (*yield sukuk ijarah*) yang harus diperhatikan oleh para investor sebagai sinyal untuk mengetahui kapan waktu yang tepat untuk memasuki pasar *sukuk*. Kondisi perekonomian sangat mempengaruhi aktivitas di pasar modal yang selanjutnya

juga akan mempengaruhi psikologi para pemodal dimana mereka pasti selalu memantau pergerakan penggunaan dana mereka di internal perusahaan beserta tingkat *return* dan risikonya (Husnan, 2005:8). Dapat dikatakan bahwa penetapan tingkat sewa oleh perusahaan yang tidak lain merupakan *return* bagi investor pemegang *sukuk ijarah* dipengaruhi oleh faktor makro ekonomi (eksternal perusahaan), seperti kondisi dan siklus perekonomian dan faktor mikro ekonomi yang dapat dilihat dari kinerja perusahaan (internal perusahaan) melalui laporan keuangan perusahaan. Adanya penilaian dan persepsi investor dalam memprediksi tingkat risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan penerbit sekaligus investor *sukuk ijarah* akan mempengaruhi besar-kecilnya penetapan tingkat *ijarah fee* oleh perusahaan. Beberapa indikator kondisi perekonomian dapat mempengaruhi tingkat *yield sukuk* korporasi *ijarah*, antara lain: PDB, inflasi, dan BI *rate* dimana segala kondisi perekonomian akan tercermin pada ketiga indikator tersebut. Meskipun banyak indikator makro ekonomi lainnya, namun ketiga indikator tersebut dinilai cukup akurat untuk melihat kondisi perekonomian pada waktu yang bersangkutan. Sebelumnya, banyak peneliti telah melakukan penelitian-penelitian untuk membuktikan pengaruh faktor makro ekonomi tersebut terhadap nilai *yield* pada obligasi. Dalam hal ini, bukan berarti *sukuk* disamakan dengan obligasi, hanya saja *sukuk* dan obligasi mempunyai persamaan sebagai instrumen investasi jangka panjang dan memiliki jatuh tempo serta sebagai referensi perbandingan dalam melakukan penelitian ini.

Produk Domestik Bruto (PDB) adalah nilai pasar dari semua barang dan jasa akhir di suatu negara pada periode tertentu (Mankiw, 2006:06). Komponen

PDB terdiri dari konsumsi, investasi, belanja pemerintah, dan ekspor neto, sehingga apabila tingkat PDB meningkat, hal itu menandakan bahwa tingkat konsumsi masyarakat meningkat. Daya beli dan ketertarikan masyarakat pada produk-produk perusahaan meningkat. Jika daya beli masyarakat didukung dengan aktivitas konsumsinya meningkat, maka penjualan perusahaan akan meningkat yang otomatis juga akan meningkatkan laba perusahaan. Selain konsumsi, PDB yang meningkat mengindikasikan tingkat investasi yang meningkat pula. Banyaknya masyarakat yang berniat melakukan investasi saat PDB meningkat disebabkan oleh tingkat risiko yang kecil saat kondisi ekonomi sedang membaik. Terlebih, jika laba perusahaan ikut meningkat karena penjualan meningkat, maka pembagian *return* atau *dividen* perusahaan kepada pemodalnya akan berpeluang besar untuk terbayarkan (risiko gagal bayar menjadi kecil). Risiko yang kecil ini biasanya diikuti oleh tingkat pengembalian yang kecil pula. Sehingga dapat disimpulkan bahwa PDB memberikan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi, dalam hal ini *ijarah fee* pada *sukuk ijarah*. Apabila tingkat PDB naik, maka *yield* yang diterima pemegang *sukuk ijarah* akan bernilai kecil (berpengaruh negatif).

Penelitian sebelumnya telah dilakukan oleh Saputra (2013) mengenai pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi membuktikan bahwa tingkat PDB memberikan pengaruh yang signifikan dengan arah negatif terhadap nilai *yield* obligasi yang diterima investor. Hasil yang sama juga dibuktikan dalam penelitian Melati (2013) yang menghasilkan bahwa tingkat PDB berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *yield sukuk ijarah*.

Inflasi masih menjadi masalah utama dan fenomenal di setiap negara. Inflasi merupakan kenaikan harga-harga secara keseluruhan secara terus-menerus (McEachern, 2000). Tingkat inflasi berkaitan dengan Teori Jumlah Uang (*Quantity Theory of Money*), dimana peningkatan jumlah uang yang beredar di masyarakat akan menimbulkan terjadinya peningkatan inflasi. Peningkatan jumlah uang beredar dapat dikatakan bahwa bank sentral sedang melakukan penambahan dalam pencetakan uang baru (Mankiw, 2006:198). Inflasi yang tinggi menandakan bahwa harga-harga sedang mengalami kenaikan, baik barang-barang konsumsi maupun harga-harga dalam berinvestasi, yaitu saham, obligasi, dan instrumen investasi lainnya. Sehingga aktivitas investasi pada saat inflasi sedang tinggi akan dirasa semakin berisiko. Oleh karena itu, pada saat inflasi tinggi, tingkat *yield* yang akan diterima investor akan tinggi pula (berpengaruh positif). Biasanya, fluktuasi inflasi dapat dilihat dari Indeks Harga Konsumen (IHK) masyarakat yang mencerminkan kemampuan daya beli masyarakat yang tercermin pada harga barang dan jasa kebutuhan secara agregat suatu keluarga. Dari pola hubungan tersebut, dapat dikatakan bahwa tingkat inflasi memberikan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi, dalam hal ini *ijarah fee* pada *sukuk ijarah*.

Penelitian yang dilakukan oleh Saputra (2013) membuktikan bahwa tingkat inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai *yield* obligasi. Sedangkan, penelitian yang dilakukan Noviana (2012) membuktikan bahwa tingkat inflasi tidak berpengaruh pada nilai *yield* obligasi.

BI *rate* merupakan suku bunga acuan bagi perbankan, baik untuk suku bunga simpanan maupun suku bunga pinjaman. BI *rate* ditetapkan oleh Bank Indonesia sebagai bank sentral guna mengendalikan kondisi moneter di masyarakat dan diaplikasikan dan penerbitan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Dalam hal ini, SBIS diperkirakan akan berpengaruh pada tingkat *yield* yang ditawarkan oleh *sukuk* korporasi *ijarah*, terlebih SBIS dan *sukuk ijarah* merupakan instrumen yang sama-sama berbasis nilai-nilai Islam. Dalam penelitiannya, Saputra (2013) membuktikan bahwa BI *rate* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Hal yang sama juga dibuktikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Surya dan Nasher (2011) bahwa terdapat pengaruh searah dan signifikan antara tingkat *sukuk* bunga SBI terhadap *yield* obligasi korporasi.

Selain faktor eksternal perusahaan, kondisi internal perusahaan juga perlu diperhatikan oleh investor yang tercermin dari kinerja dan laporan keuangan perusahaan. Salah satunya dengan melihat rasio hutang (DER) dan rasio probabilitas (ROA) pada perusahaan penerbit *sukuk ijarah*. *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan perbandingan nilai total hutang yang masih menjadi tanggungan perusahaan terhadap modal perusahaan. DER menunjukkan seberapa besar tanggungan hutang perusahaan dan seberapa besar modal perusahaan yang dibiayai oleh hutang. Semakin tinggi DER mengindikasikan bahwa semakin besar hutang yang menjadi tanggungan perusahaan, maka semakin besar pula risiko memegang surat berharga perusahaan tersebut. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat DER yang tinggi akan menawarkan tingkat *yield* *sukuk ijarah*

yang tinggi pula untuk menarik dan menjamin para investor *sukuk* (berhubungan positif). Penelitian Surya dan Nasher (2011) membuktikan bahwa DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *yield* obligasi perusahaan. Sedangkan, Melati (2013) membuktikan hal yang berbeda bahwa DER tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa *sukuk* perusahaan *ijarah*.

Return on Asset (ROA) merupakan rasio keuangan yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan *return* (laba) atas jumlah aktiva yang digunakan. Selain itu, investor juga dapat menilai seberapa efektif perusahaan dalam mengelola aset dan investasinya. Sehingga apabila semakin tinggi tingkat ROA, hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan mampu untuk menghasilkan laba yang tinggi dan risiko perusahaan gagal membayar pendapatan bagi para investornya juga semakin kecil. Semakin kecil risiko yang ditanggung investor, semakin kecil pula *return* yang didapat, maka dapat diestimasikan tingkat *yield sukuk ijarah* yang diberikan pun juga semakin kecil. Penelitian yang dilakukan Rahayu, dkk (2013) mengenai pengaruh ROA dan ROE terhadap imbal bagi hasil obligasi syariah *mudharabah* membuktikan bahwa ROA dan ROE berpengaruh positif terhadap tingkat imbal bagi hasil bagi pemegang obligasi syariah *mudharabah*.

Berdasarkan latar belakang, hasil penelitian terdahulu, dan beberapa *research gap* yang terjadi, peneliti melakukan penelitian yang diberi judul **Pengaruh Faktor Makro dan Mikro Ekonomi terhadap Yield Sukuk Korporasi Ijarah di Indonesia** dengan tujuan untuk mengetahui apakah faktor eksternal dan internal berpengaruh signifikan terhadap tingkat *yield sukuk ijarah*

dan apakah arah pengaruh yang diberikan terhadap *yield sukuk ijarah* sama dengan yang diberikan terhadap *yield obligasi konvensional* seperti yang telah dibuktikan pada penelitian-penelitian sebelumnya.

Penelitian ini bermaksud menguji kembali pengaruh faktor eksternal dan internal perusahaan terhadap tingkat sewa *sukuk ijarah (yield sukuk ijarah)*. Adanya perbedaan hasil pada penelitian-penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut penting untuk dilakukan pengujian kembali, terutama penting untuk diujikan pada *sukuk korporasi ijarah* sebagai instrumen investasi baru di pasar modal namun telah banyak berkontribusi pada dunia investasi dan permodalan, sehingga masih memerlukan banyak pengkajian. *Output* dari penelitian ini diharapkan bisa menjadi rujukan pertimbangan para investor dalam memilih instrumen investasi yang akan dipilihnya, sekaligus untuk membantu perusahaan terhindar dari kerugian atas beban *ijarah fee* dari *sukuk* yang diterbitkannya.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan fakta-fakta empirik di atas beserta penelitian sebelumnya mengenai obligasi dan *sukuk*, maka dirumuskan beberapa masalah yang diajukan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Apakah laju pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) berpengaruh terhadap tingkat inflasi?
2. Apakah tingkat imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) berpengaruh terhadap tingkat inflasi?

3. Apakah laju pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) berpengaruh terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia?
4. Apakah tingkat inflasi berpengaruh terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia?
5. Apakah tingkat imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) berpengaruh terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia?
6. Apakah tingkat *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia?
7. Apakah tingkat *Return on Asset* (ROA) berpengaruh terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang beserta rumusan masalah dalam penelitian ini, maka tujuan yang diharapkan bisa tercapai dari penelitian ini, antara lain:

1. Untuk mengetahui pengaruh laju pertumbuhan PDB terhadap tingkat inflasi.
2. Untuk mengetahui pengaruh tingkat imbal hasil SBIS terhadap tingkat inflasi.
3. Untuk mengetahui pengaruh laju pertumbuhan PDB terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia.
4. Untuk mengetahui pengaruh tingkat inflasi terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia.
5. Untuk mengetahui pengaruh tingkat imbal hasil SBIS terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia.

6. Untuk mengetahui pengaruh DER terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia.
7. Untuk mengetahui pengaruh ROA terhadap *yield sukuk* korporasi *ijarah* di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Melalui penelitian ini, manfaat-manfaat yang diharapkan bisa tercapai, antara lain:

- a. Penelitian ini diajukan sebagai tugas akhir dari peneliti untuk menyelesaikan pendidikan strata-1 (S-1) dan memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Islam (SEI) di Universitas Airlangga Surabaya.
- b. Peneliti dapat mengaplikasikan teori-teori ilmu pengetahuan secara umum dan ilmu manajemen keuangan Islam serta dunia pasar modal secara khusus yang didapat selama masa perkuliahan.
- c. Peneliti mendapat wawasan tambahan mengenai manajemen keuangan Islam dan pasar modal selama proses penelitian berlangsung, terutama mengenai *sukuk ijarah*.
- d. Peneliti mengetahui kesalahan atas *research gap* yang terjadi pada penelitian-penelitian sebelumnya dengan topik yang hampir sama.
- e. Sebagai sumbangsih dari peneliti untuk sumber referensi dan masukan yang bermanfaat bagi peneliti lainnya dimasa mendatang dalam kerangka pengembangan pemikiran mengenai obligasi syariah (*sukuk*).

- f. Bagi pemerintah, sebagai bahan pertimbangan dalam membuat kebijakan khususnya dibidang makroekonomi (moneter) yang berkaitan dengan perdagangan di pasar modal secara umum dan perdagangan *sukuk* secara khusus.
- g. Bagi perusahaan, sebagai bahan masukan yang dapat digunakan sebagai pertimbangan sebelum menerbitkan *sukuk ijarah*, baik mengenai nilai nominal *sukuk*, tingkat sewa, maupun durasi *sukuk*, sehingga kerugian akibat beban biaya atas pembiayaan *sukuk* yang dilakukan dapat dihindari.
- h. Bagi investor, sebagai sumber referensi dan masukan yang bermanfaat saat hendak melakukan keputusan berinvestasi pada instrumen keuangan syariah, terutama *sukuk ijarah*, dengan mempertimbangkan kondisi ekonomi makro dan mikro yang dapat berpengaruh terhadap nilai *yield sukuk* (kadar sewa atas aset *ijarah*), sehingga dapat terhindar dari risiko gagal bayar dan risiko besar lainnya.

1.5 Sistematika Skripsi

Sebagai gambaran umum dalam penyusunan isi dan kesesuaiannya dengan judul yang diangkat, penulis menyusun ringkasan isi setiap bab, antara lain:

BAB 1 : PENDAHULUAN

Dalam bab ini diuraikan mengenai latar belakang pentingnya penulis mengangkat judul ini, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, dan sistematika skripsi.

BAB 2 : TINJAUAN PUSTAKA

Dalam bab ini diuraikan mengenai landasan pustaka, penelitian sebelumnya, hipotesis atas masalah yang diangkat, dan kerangka berpikir yang dapat membantu pola berpikir dan sebagai alur dalam menghubungkan variabel-variabel serta metode analisis yang digunakan.

BAB 3 : METODE PENELITIAN

Dalam bab ini berisi tentang deskripsi bagaimana penelitian ini dilaksanakan yang selanjutnya diuraikan menjadi pendekatan penelitian yang digunakan, identifikasi dan definisi operasional variabel penelitian, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, dan teknik analisis yang digunakan.

BAB 4 : HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini diuraikan mengenai gambaran umum subjek penelitian, deskripsi hasil penelitian yang merupakan penjelasan singkat mengenai pelaksanaan dan variabel penelitian, proses analisis dan interpretasi hasil sekaligus proses pembuktian hipotesis yang diajukan, dan pembahasan terhadap hasil penelitian.

BAB 5 : SIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini merupakan bab terakhir dalam skripsi ini yang berisi simpulan dari pembahasan yang diuraikan di atas dan saran yang disampaikan kepada pihak yang berkepentingan terhadap penelitian ini.