

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa – masa yang akan datang. Investasi dalam arti luas berarti mengorbankan dolar sekarang untuk dolar masa depan. Ada dua atribut berbeda yang melekat : waktu dan resiko. Pengorbanan yang terjadi saat ini dan memili kepastian. Hasilnya baru akan diperoleh kemudian dan besarnya tidak pasti dan elemen waktu merupakan faktor yang mendominasi (Sharpe, 2007) . Investasi merupakan penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu. Investasi dapat diartikan yaitu pengeluaran – pengeluaran untuk membeli barang – barang modal peralatan – peralatan produksi dengan tujuan untuk mengganti dan terutama menambah barang – barang modal dalam perekonomian yang akan digunakan untuk memproduksi barang dan jasa di masa depan (Sukirno, Makroekonomi Teori Pengantar Edisi 3, 2012) . Tujuan investasi adalah untuk meningkatkan kesejahteraan moneter, yang diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai saat ini pendapatan yang diperoleh di masa datang (jogiyanto, 2007). Pada hakikatnya investasi merupakan penempatan sejumlah dana saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dimasa datang.

2.2 Investasi Islam

Investasi merupakan salah satu kegiatan muamalah yang diajarkan dalam konsep Islam karena menjadikan harta yang dimiliki lebih produktif dan mendatangkan manfaat bagi individu maupun pertumbuhan ekonomi secara luas (Fitriyanti, 2014). Anjuran dalam Islam untuk melakukan kegiatan investasi dapat dipahami dari AlQuran terhadap larangan aktivitas

penimbunan harta yang dimiliki, yaitu harta yang dimiliki harus diputar dalam perekonomian pada sektor produktif agar menghasilkan manfaat. Anjuran berinvestasi dijelaskan dalam Al-Qur'an surat Lukman ayat 34 sebagai berikut :

“Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari kiamat; dan Dialah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. Dan tiada seorang pun yang dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakan besok. Dan tiada seorang pun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui lagi Maha Mengenal.”

Dalam ayat tersebut Allah menyatakan bahwa seluruh manusia diperintahkan untuk melakukan investasi sebagai bekal dunia dan akhirat karena tidak ada seorang pun di muka bumi ini yang dapat mengetahui apa yang akan terjadi pada hari esok.

2.2.1 Prinsip Investasi Dalam Islam

Syariat Islam telah menetapkan ketentuan-ketentuan yang menyangkut muamalah secara detail, adapun larangan-larangan yang berhubungan dengan kegiatan muamalah agar aktivitas muamalah sesuai dengan syariat Islam adalah sebagai berikut :

1. Riba

Riba adalah penambahan-penambahan yang diberikan oleh orang yang memiliki harta berlebih kepada orang yang meminjam hartanya/uangnya, karena pengunduran waktu pembayaran oleh orang yang meminjam hartanya dari waktu yang telah ditentukan dan disepakati sebelumnya dengan yang meminjamkan hartanya. Larangan riba secara jelas terdapat dalam Al-Quraan yaitu Surah Ali Imran ayat 130 sebagai berikut :

“ Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba dengan berlipat ganda dan bertaqwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan.”

2. Gharar

Gharar adalah resiko atau sesuatu yang tidak pasti. Dalam konteks jual beli, suatu akad disebut mengandung unsur gharar berarti ada unsur penipuan seperti ketidakjelasan harga, objek jual beli yang tidak pasti, maupun dapat atau tidaknya barang itu diserahkan dalam tempo tertentu. Segala bentuk jual beli yang bersifat tidak jelas dapat merugikan pihak yang bertransaksi. Upaya untuk menghindari gharar dalam kontrak, hal yang perlu dilakukan yaitu adanya kepastian barang maupun harga, diketahui secara pasti mengenai jumlah, kualitas, dan waktu penyerahan, dan ciri serta jumlah diukur dengan alat takaran yang jelas (Wahid & Fitriyanti, 2010).

3. Maysir

Masyir adalah suatu hal mengambil jalan pintas atau mencari kemudahan untuk tidak menempuh langkah yang sulit yang dimana bertentangan dengan syariat islam. Ayat Al-Qur" an yang melarang adanya maysir terdapat dalam surat Al-Maidah ayat 90 sebagai berikut : *“Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah termasuk perbuatan setan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapatkan keberuntungan.”*

Dalil tersebut dapat dikaitkan dengan fenomena krisis keuangan global tahun 2008 di Amerika Serikat. Menurut perspektif ekonomi syariah, penyebab utama krisis keuangan global tersebut adalah trinitas setan yang terdiri dari praktik riba, maysir dan gharar dalam kegiatan di pasar keuangan maupun di pasar modal Amerika (Fitriyanti, 2014).

2.3 Pasar Modal

Pasar modal merupakan sarana untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi (Tandelilin & Kuncoro, 2010). Pasar modal berfungsi sebagai lembaga perantara antara pemberi modal dan pencari modal. Pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien karena aktivitas investor yang menanamkan modalnya dalam investasi yang ditawarkan oleh emiten, dana yang diperoleh digunakan emiten secara produktif yang menghasilkan return optimal kepada investor (Kuncoro, 2016).

2.3.1 Pasar Modal Syariah

Berdasarkan undang-undang Nomor 8 Tahun 1995, secara umum kegiatan pasar modal syariah merupakan bagian dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Pasar modal syariah tidak memiliki perbedaan kegiatan dengan pasar modal pada umumnya, namun pada karakteristiknya pasar modal syariah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Penerapan prinsip syariah berdasarkan dari Al-Quran sebagai sumber hukum tertinggi dan Hadist Nabi Muhammad SAW. Emiten atau perusahaan yang akan menerbitkan Efek Syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah dan menjamin bahwa kegiatan usahanya telah memenuhi prinsip-prinsip syariah (Kuncoro, 2016).

2.4 Sukuk

Berdasarkan Standar Syariah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) No. 17 tentang Investment Sukuk (Sukuk Investasi), Sukuk didefinisikan sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti atas bagian kepemilikan yang tak terbagi terhadap suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa, atau atas kepemilikan suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002, "sukuk dapat didefinisikan sebagai suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syari'ah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang sukuk yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan

kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil / margin / fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Sukuk merupakan istilah dari surat berharga bagi penetapan utang dari pemilik atau pihak yang mengeluarkan sukuk atas suatu proyek dan memberikan kepada pemegangnya hak hasil yang telah disepakati disamping nilai nominal sukuk tersebut pada saat habisnya masa utang (Hamida, 2017). Pemegang sukuk menikmati beberapa hak sebagai berikut : Hak mendapatkan hasil yang tetap sesuai dengan kesepakatan, Hak pengembalian nilai atau harga sukuk pada saat habis massanya, Hak untuk mengedarkan sukuk dengan menjualnya kepada orang lain. Pemegang sukuk tidak ikut serta dalam pengelolaan proyek yang dibiayainya, ia juga tidak berhak untuk mendapatkan keuntungan asli perusahaan pada waktu likuidasi atau bubar. Pemegang sukuk hanya sekedar pemberi utang kepada proyek tersebut.

2.4.1 Sukuk Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia

Sukuk yang tercatat didalam Bursa Efek Indonesia (BEI) terbagi menjadi dua, yaitu: Sukuk Korporasi dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Sukuk korporasi adalah instrumen berpendapatan tetap yang diterbitkan oleh perusahaan berdasarkan prinsip syariah sesuai ketentuan Bapepam-LK No. IX.A.13 tentang Efek Syariah. Pendapatan sukuk korporasi berdasarkan akad - akad yang tertuang dalam ketentuan Bapepam-LK tentang akad - akad efek syariah.

SBSN atau Sukuk Negara adalah surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah yang berdasarkan syariah Islam sesuai dengan Undang - Undang No. 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai asset yang dijadikan dasar penerbitan (underlying asset). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada asset atau proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan

bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau margin, sesuai dengan akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk.

2.4.2 Jenis – jenis Sukuk

Sukuk terbagi dalam beberapa jenis berdasarkan *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) :

1. Sukuk Ijarah

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan aset. Penerbitan sukuk Ijarah biasanya dimulai dari suatu akad jual beli asset misalnya gedung atau tanah oleh pemerintah atau suatu perusahaan

kepada suatu perusahaan yang ditunjuk (SPV- badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk yang memiliki fungsi sebagai penerbit sukuk, menjadi *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan asset, dan bertindak sebagai wali amanat untuk mewakili kepentingan investor) untuk jangka waktu tertentu dengan janji membeli kembali setelah jangka waktu tersebut berakhir. Pemegang sukuk Ijarah akan mendapatkan keuntungan berupa *fee* (sewa) dari asset yang disewakan. Sukuk Ijarah mirip dengan mekanisme *leasing*. Di Indonesia, sukuk Ijarah memiliki peminat paling besar dibanding jenis sukuk yang lainnya.

2. Sukuk Mudharabah

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak sebagai penyedia modal (*shahibul maal*) dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (*nisbah*) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada

unsur *moral hazard* (niat tidak baik dari mudharib). Kerugian atas sukuk Mudharabah yang ditanggung oleh penyedia modal adalah pengorbanan atas modal yang telah dikeluarkan dan kerugian bagi tenaga ahli adalah pengorbanan atas waktu, tenaga, dan pikiran. Sehingga dapat dikatakan kerugian yang timbul ditanggung bersama namun terdapat perbedaan dari bentuk kerugiannya. Investasi ini memberikan hasil yang fluktuatif namun dapat diperkirakan. Oleh karena itu, para praktisi syariah menegaskan hasil aktual bisnis dapat mendekati hasil yang diperkirakan atau hasil ekspektasi apabila memiliki data yang cukup untuk menganalisa kecenderungan hasil bisnis contohnya seperti data dari proyek yang telah lama berjalan

2. Sukuk Musyarakah

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

3. Sukuk Istisna

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istisna, dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek atau barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi proyek/barang ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

4. Sukuk Portofolio Gabungan

Bank dapat membuat sekuritas gabungan dari kontrak musyarakah, ijarah dan beberapa murabahah, salam, istina dan ju`alah (kontrak untuk melaksanakan tugas tertentu dengan menetapkan pembayaran pada periode tertentu). Return/resiko pada sekuritas tersebut akan bergantung pada gabungan kontrak yang dipilih.

5. Sukuk Murabahah

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 sector public.

6. Sukuk Salam

Sukuk yang dananya dibayarkan di muka dan komoditas menjadi hutang. Dana juga dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan hutang dan sukuk salam ini tidak dapat diperjualbelikan.

2.4.3 Akad-akad Dalam Penerbitan Sukuk

Akad-akad yang dapat digunakan dalam penerbitan sukuk antara lain:

1. Mudharabah yaitu kerjasama usaha antar pihak pemilik dana (shaibul maal) dengan pihak pengelola dana (mudharib) dimana keuntungan dibagi sesuai nisbah yang disepakati sebelumnya, sedangkan kerugian ditanggung pemilik dana.
2. Ijarah yaitu sewa menyewa atas manfaat suatu barang dan jasa antara pemilik obyek sewa dengan penyewa untuk mendapatkan imbalan berupa sewa atau upah bagi pemilik obyek sewa.
3. Musyarakah yaitu kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi

dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dibagi berdasarkan nisbah yang disepakati sebelumnya, sedangkan kerugian ditanggung oleh para pihak sebesar partisipasi modal yang disertakan dalam usaha.

4. Salam yaitu jual beli barang dengan cara pemesanan berdasarkan persyaratan dan kriteria tertentu sesuai kesepakatan serta pembayaran tunai terlebih dahulu secara penuh.

5. Istishna' yaitu jual beli barang dalam bentuk pemesanan pembuatan barang berdasarkan persyaratan tertentu, kriteria, dan pola pembayaran sesuai dengan kesepakatan.

6. Murabahah yaitu jual beli barang sebesar harga pokok barang ditambah dengan margin keuntungan yang disepakati.

Berdasarkan fatwa DSN-MUI Nomor 32 tahun 2002 tentang Obligasi Syariah, mayoritas akad yang digunakan dalam sukuk korporasi di Indonesia adalah sukuk dengan basis akad *mudharabah* dan *ijarah*.

Dalam hal ini perhitungan pertumbuhan sukuk dilihat dari total nilai emisi sukuk yang diterbitkan sebagai berikut:

$$\text{Total Nilai Emisi Sukuk} = \text{Nilai Penjualan Emisi Sukuk Outstanding} + \text{Nilai Emisi Sukuk Yang Di Lunasi}$$

2.4.4 Penerbitan Sukuk

Penerbitan sukuk di bursa efek membutuhkan tiga tahap utama yaitu:

1. Persiapan penerbitan sukuk
2. Proses di Otoritas Jasa Keuangan (OJK)
3. Penawaran umum dan proses pencatatan dan perdagangan di bursa efek.

Struktur penerbitan sukuk Proses awal yang dilakukan adalah emiten harus menyiapkan dokumen-dokumen utama dan penunjang untuk dibawa ke Otoritas Jasa Keuangan. Setelah proses tersebut selanjutnya pengajuan ke Otoritas Jasa Keuangan (OJK), pada proses ini Bapepam

bertugas untuk meneliti dan menelaah pernyataan pendaftaran yang disampaikan oleh perusahaan (emiten). Setelah melakukan proses tersebut sesuai dengan prinsip kelengkapan dan unsur keterbukaan informasi, selanjutnya adalah pengeluaran pendaftaran itu efektif atau tidak.

Tahap yang dilakukan selanjutnya adalah proses penawaran umum sukuk. Pada proses ini, dilakukan percetakan prospektur, dokumen-dokumen yang berkaitan dengan bursa dan sertifikat *sukuk*. Penawaran ini dilaksanakan minimal tiga hari kerja dan penutupan penawaran tidak lebih dari 15 hari kerja sejak tanggal efektif tersebut keluar dari Bapepam.

2.4.5 Pihak – Pihak Yang Terlibat Dalam Penerbitan Sukuk

Dalam penerbitan sukuk terdapat beberapa pihak yang terlibat yaitu :

1. Emiten

Emiten adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran pokok serta imbal hasil sukuk yang diterbitkan.

2. *Special Purpose Vehicle (SPV)*

Special Purpose Vehicle (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk kepentingan penerbitan sukuk yang memiliki fungsi sebagai penerbit sukuk, mitra (*counterpart*) pemerintah dalam transaksi pengalihan asset, dan bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) yang mewakili kepentingan investor.

3. Investor

Investor adalah pemegang sertifikat sukuk yang memiliki hak atas *underlying asset* yang tidak dibagikan. Oleh karena itu investor berhak mendapat imbal hasil berupa sewa margin atau bagi hasil tergantung jenis sukuk.

2.4.6 Kriteria Penerbitan Sukuk

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

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

2.5 Ekonomi Islam

Ekonomi Islam didefinisikan sebagai suatu cabang ilmu pengetahuan yang berupaya untuk memandang, meneliti, dan akhirnya menyelesaikan permasalahan-permasalahan ekonomi dengan cara – cara yang islami (Ardiansyah, 2016).

Ilmu ekonomi islam adalah pengetahuan social yang mempelajari masalah-masalah ekonomi masyarakat yang diikuti oleh nilai-nilai islam. Ekonomi islam merupakan perilaku ekonomi umat Muslim untuk melaksanakan ajaran islam secara menyeluruh. Dalam ekonomi Islam, aktivitas ekonomi diarahkan pada pemenuhan kebutuhan dasar yang ada batasnya dengan menggunakan faktor-faktor produksi yang tak terbatas (lihat surat Q.S Lukman [31] : 20).

Prinsip-prinsip ekonomi islam yaitu :

1. Hidup hemat dan tidak bermewah – mewah.

2. Menjalankan usaha-usaha yang halal.
3. Implementasi zakat.
4. Penghapusan/pelarangan riba.
5. Pelarangan *masyir*.

Tabel 2.1 Perbedaan Ekonomi Islam dan Ekonomi Konvensional

No	Isu	Ekonomi Islam	Ekonomi Konvensional
1.	Sumber	Al Qur`an dan Al-Hadist	Daya Pikir Manusia
2.	Motif	Ibadah	Rasional Matrealis
3.	Paradigma	Syariah	Pasar
4.	Pondasi Dasar	Muslim	Utilitarian Individualism
5.	Landasan Filosofi	Falah	Asset
6.	Harta	Pokok Kehidupan	Asset
7.	Investasi	Bagi Hasil	Bunga
8.	Distribusi Kekayaan	Zakat, Infaq, Shadaqah, Hibah, Hadiah, Wakaf, dan Warisan	Pajak dan Tunjangan
9.	Konsumsi-Produksi	Kebutuhan dan Kewajiban	Egoism, Matrealisme, dan Rasionalisme
10.	Mekanisme Pasar	Bebas dan dalam pengawasan	Bebas

11.	Pengawas Pasar	Al-Hisbah	NA
12.	Fungsi Negara	Penjamin Kebutuhan Minimal dan Pendidikan Pembinaan melalui Baitul Mal	Penentu Kebijakan melalui departemen
13.	Bangunan Ekonomi	Bercorak perekonomian ril	Dikotomi Sektoral yang sejajar Ekonomi Riil dan Moneter

2.6 Makroekonomi

Makroekonomi adalah studi tentang ekonomi secara global atau lebih menyeluruh sifatnya. Dalam makroekonomi yang diperhatikan adalah tindakan konsumen secara keseluruhan, kegiatan-kegiatan keseluruhan perusahaan dan perubahan-perubahan keseluruhan kegiatan ekonomi (Sukirno, 2010). Analisis-analisis makroekonomi menerangkan tentang bagaimana segi permintaan dan penawaran menentukan tingkat kegiatan dalam perekonomian, masalah-masalah utama yang selalu dihadapi setiap perekonomian, peranan kebijakan dan campur tangan pemerintah untuk mengatasi masalah ekonomi yang dihadapi.

Pada penelitian ini peneliti menggunakan beberapa variabel makroekonomi yang terpilih untuk dijadikan kajian dalam penelitian ini. Variabel makroekonomi ini dipilih dari beberapa kajian dari penelitian-penelitian terdahulu yang menyebutkan jika terdapat pengaruh antara variabel makroekonomi tersebut dengan penerbitan sukuk. Variabel makroekonomi yang dipilih dan akan dibahas lebih jelas dalam kajian teori ini adalah inflasi, nilai tukar rupiah terhadap dolar, dan suku bunga. Beberapa variabel makroekonomi yang terpilih akan dijelaskan sebagai berikut :

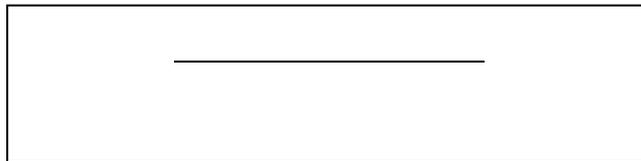
2.6.1 Inflasi

Inflasi merupakan suatu keadaan dimana terjadi kenaikan harga barang-barang secara tajam yang berlangsung terus-menerus dalam jangka waktu cukup lama. Seiring dengan kenaikan harga barang-barang tersebut, nilai uang turun secara tajam pula sebanding dengan kenaikan harga-harga tersebut. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas atau menyebabkan kenaikan kepada barang lainnya (Ardiansyah, 2016). Inflasi biasanya diekspresikan sebagai perubahan angka indeks. Inflasi dapat digolongkan menjadi empat golongan, yaitu inflasi ringan, sedang, berat, dan hiperinflasi. Inflasi ringan terjadi apabila kenaikan harga berada di bawah angka sepuluh persen setahun; inflasi sedang antara sepuluh persen s.d. tiga puluh persen setahun; berat antara tiga puluh persen s.d. seratus persen setahun; dan inflasi tak terkendali terjadi apabila kenaikan harga berada di atas seratus persen setahun (rini, 2012). Tingkat harga yang melambung sampai seratus persen atau lebih dalam setahun menyebabkan hilangnya kepercayaan masyarakat terhadap mata uang, sehingga mereka cenderung menyimpan aktivitya dalam bentuk lain, seperti real estate atau emas, yang biasanya nilainya bertahan di masa-masa inflasi. Adapun indikator yang digunakan dalam mengukur inflasi, yaitu :

- a. Indeks Harga Konsumen (IHK) atau Customer Price Index (CPI) merupakan indikator yang umum digunakan untuk menggambarkan pergerakan harga. Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat.
- b. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga dari komoditi-komoditi yang diperdagangkan di suatu daerah.

c. Produk Domestik Bruto (PDB) menggambarkan pengukuran level harga barang akhir (final goods) dan jasa yang diproduksi di dalam suatu ekonomi (negeri). Deflator PDB dihasilkan dengan membagi PDB atas dasar harga.

Salah satu indikator yang sering digunakan dalam mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). IHK merupakan indikator yang umum digunakan untuk menggambarkan perubahan harga. Perubahan indeks harga konsumen dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat.



Dimana :

IHK_n : Indeks harga konsumen tahun dasar

IHK_{n-1} : Indeks harga konsumen tahun dasar - 1

Berdasarkan teori Efek Fisher dijelaskan bahwa inflasi berhubungan dengan tingkat suku bunga nominal. Perubahan pada tingkat inflasi menyebabkan perubahan pada tingkat suku bunga nominal. Teori ini menyatakan bahwa tingkat suku bunga nominal adalah tingkat suku bunga riil ditambah dengan tingkat inflasi.

2.6.2 Nilai Tukar

Exchange rate (nilai tukar uang) atau yang populer dikenal dengan sebutan kurs mata uang adalah catatan harga pasar dari mata uang asing dalam harga mata uang domestik. Nilai tukar mempresentasikan tingkat harga pertukaran dari satu mata uang ke mata uang yang lainnya dan digunakan dalam berbagai transaksi, antara lain transaksi perdagangan internasional, turisme, investasi internasional, ataupun aliran uang

jangka pendek antarnegara, yang melewati batas-batas geografis ataupun batas-batas hukum (Karim, 2007).

Nilai tukar suatu mata uang dapat ditentukan oleh pemerintah seperti negara-negara yang memakai sistem *fixed exchange rate* ataupun ditentukan oleh kombinasi kekuatan pasar yang saling berinteraksi serta kebijakan pemerintah seperti pada negara-negara yang memakai sistem *flexible exchange rate*.

Menurut (Mankiw, 2012) terdapat dua jenis harga-harga untuk transaksi internasional yakni :

1. Nilai Tukar Nominal

Nilai tukar nominal adalah nilai yang digunakan seseorang saat menentukan mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain.

2. Nilai Tukar Riil

Nilai tukar riil adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukar barang dan jasa dari suatu negara dengan barang dan jasa dari suatu negara lain.

Nilai tukar uang ditentukan oleh pemerintah dan penawaran dari mata uang itu sendiri. Lebih jauh penawaran terhadap IDR ditentukan oleh Bank Indonesia sedangkan pemerintah akan IDR tergantung antara lain pada pendapatan dari warga Indonesia. Orang-orang dengan pendapatan tinggi akan membutuhkan lebih banyak uang. Begitu juga dengan mata uang asing, ditentukan dengan cara-cara yang sama.

Pada umumnya negara mempunyai tingkat inflasi yang tinggi mempunyai kecenderungan nilai mata uang yang semakin melemah. Faktor lain yang mempengaruhi nilai mata uang suatu negara adalah perbedaan tingkat bunga antar negara. Kenaikan tingkat bunga di Amerika Serikat relatif terhadap tingkat bunga di Indonesia akan menyebabkan banyak investor mengalihkan investasinya dan instrumen keuangan dengan rupiah ke dolar. Semakin menguatnya perekonomian

suatu negara akan meningkatkan nilai mata uang tersebut. Perekonomian suatu negara akan meningkatkan nilai mata uang tersebut. Perekonomian yang semakin baik akan menarik modal yang lebih dan semakin banyak investor yang berusaha membeli mata uang negara tersebut. Kondisi politik juga mempengaruhi mata uang negara. Negara yang mempunyai stabilitas politik yang tinggi dan resiko ekonomi yang rendah akan cenderung mempunyai nilai mata uang yang semakin menguat (Mankiw, 2012).

2.6.3 Suku Bunga

Suku bunga adalah persentasi dari pokok utang yang dibayarkan sebagai imbal jasa dalam suatu periode tertentu. Suku bunga terbagi menjadi dua yaitu :

1. Suku bunga tetap adalah suku bunga pinjaman tersebut tidak berubah sepanjang masa kredit.
2. Suku bunga mengambang adalah suku bunga yang berubah-ubah selama masa kredit berlangsung dengan mengikuti suatu kurs tertentu misalnya LIBOR dimana cara perhitungannya dengan menggunakan sistem penambahan margin terhadap kurs.

BI RATE

Tingkat suku bunga menyatakan tingkat pembayaran atas pinjaman atau investasi lain, diatas perjanjian pembayaran kembali, yang dinyatakan dalam persentase tahunan. Suku bunga mempengaruhi keputusan individu terhadap pilihan membelanjakan uang lebih banyak atau menyimpan uangnya dalam bentuk tabungan. Suku bunga juga merupakan sebuah harga yang menghubungkan masa kini dengan masa depan, sebagaimana harga lainnya maka tingkat suku bunga ditentukan oleh interaksi antara permintaan dan penawaran.

2.6.4 Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Pengertian Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) menurut peraturan Bank Indonesia No 10/11/PBI/2008 tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Tujuan dikeluarkannya peraturan Bank Indonesia tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah ini ditujukan sebagai salah satu instrument operasi pasar terbuka dalam rangka pengendalian moneter yang dilakukan berdasarkan prinsip syariah.



Perhitungan besar bonus yang diberikan pada SBIS mengacu pada tingkat diskonto hasil lelang SBI berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS.

Suku bunga mengukur biaya dari dana yang digunakan untuk membiayai investasi yang dilakukan masa kini dengan hasil yang diperoleh pada masa yang akan datang (rini, 2012). Suku bunga terbagi menjadi dua, yaitu suku bunga nominal dan suku bunga riil. Tingkat suku bunga nominal adalah tingkat suku bunga yang dibayar bank atau investor.

Tingkat suku bunga riil adalah tingkat suku bunga yang diukur dengan kenaikan daya beli atau sudah memperhatikan nilai inflasi. Tingkat suku bunga yang berlaku pada setiap penjualan SBI ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan sistem lelang. Sejak awal Juli 2005, BI menggunakan mekanisme "BI rate" (suku bunga BI), yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan BI untuk pelelangan pada masa periode tertentu. BI rate ini kemudian yang digunakan sebagai acuan para pelaku pasar dalam mengikuti pelelangan.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Mustika Rini (rini, 2012), tingkat suku bunga yang cenderung menurun akan menjadi momentum

bagi para emiten, baik korporasi BUMN dan swasta maupun pemerintah untuk menerbitkan obligasi. Dengan turunnya tingkat suku bunga, maka biaya yang harus dikeluarkan untuk membayar bunga atau kupon menjadi lebih rendah sehingga obligasi yang diterbitkan menjadi bertambah.

2.7 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu

No	Judul/Penulis	Variabel	Metode	Hasil
1.	The Determinants Of Sukuk Market Development : Does Macroeconomic Factors Influence The Construction Of Certain Structure Of Sukuk / Ali Said dan Rihab Grassa (2013)	- Makroekonomi (Inflasi,Minyak Dunia,GDP) -Krisis Keuangan Dunia -Indikator Sistem Keuangan -Kelembagaan Institusional -Faktor Hukum -Faktor Agama dan Budaya	Ordinary Least Square	-Faktor makroekonomi seperti PDB per kapita; ukuran ekonomi, keterbukaan perdagangan, dan persentase umat Islam memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar Sukuk. -Krisis keuangan memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap perkembangan pasar Sukuk karena jumlah Sukuk yang dikeluarkan pada

				<p>tahun-tahun tersebut telah menurun secara signifikan.</p> <p>-Kualitas regulasi berpengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Ini menyiratkan bahwa negara-negara yang berpangkat lebih tinggi dalam kualitas peraturan memiliki pasar sukuk yang lebih besar. Hal ini bisa diartikan sebagai efisiensi dan kehandalan regulasi.</p>
2.	<p>Do Macroeconomic Variables Affect Stock-Sukuk Correlation In Regional Markets? Evidence From The GCC</p>	<p>-Saham Sukuk - Makroekonomi (Inflasi dan Suku Bunga)</p>	<p>-Dynamic Ordinary Least Square(DOLS) -Fully Modified Ordinary Least Square (FM-OLS)</p>	<p>-Tidak ada pengaruh variabel makroekonomi terhadap saham dan sukuk korelasi. -Produksi industri Industrial Production Index (IPI) dan tingkat</p>

	Countries Based On DOLS And FM-OLS Aisha Aden dan Mansur Masih (2017)			suku bunga berpengaruh terhadap saham dan sukuk -CPI(Consumer Price Index) tidak berpengaruh terhadap saham dan sukuk korelasi. Pembuat kebijakan harus mempertimbangkan korelasi dan volatilitas aset Islam, dan mereka harus memperhitungkan faktor-faktor yang mempengaruhi korelasi saham dan sukuk di Aliansipolitik dan Ekonomi dari Enam Negara Arab Timur Tengah Gaulf Cooperation Council (GCC) .
3.	Sukuk pricing Dynamics - Factors Influencing Yield Curve Of	-Obligasi Pemerintah Malaysia (MGS) -Kekayaan US	-Vector Autoregression (VAR) -VECM (Vector Error	Surat Berharga Negara (MGS) Malaysia dan Isu Investasi Pemerintah (GII

	<p>The Malaysian Sukuk / Fadhlee Awaludin dan Mansur Masih (2015)</p>	<p>(Treasury US) -Isu Investasi Pemerintah (GII) -Nilai tukar US / MYR</p>	<p>Correction Model)</p>	<p>atau Sukuk Pemerintah), surat kabar Malaysia yang sesuai dengan syariah memperdalam, pergerakan kurva yield domestik diperkirakan akan semakin dipengaruhi oleh pergerakan asing. imbal hasil obligasi karena investor domestik dan asing merespons perkembangan global dan sentimen. GII dan MGS lemah endogen dengan perubahan pada Treasury AS yang paling mungkin ditransmisikan melalui perubahan preferensi investasi dan ekspektasi likuiditas dan premi risiko yang bersedia mereka bayar. dengan</p>
--	---	--	--------------------------	--

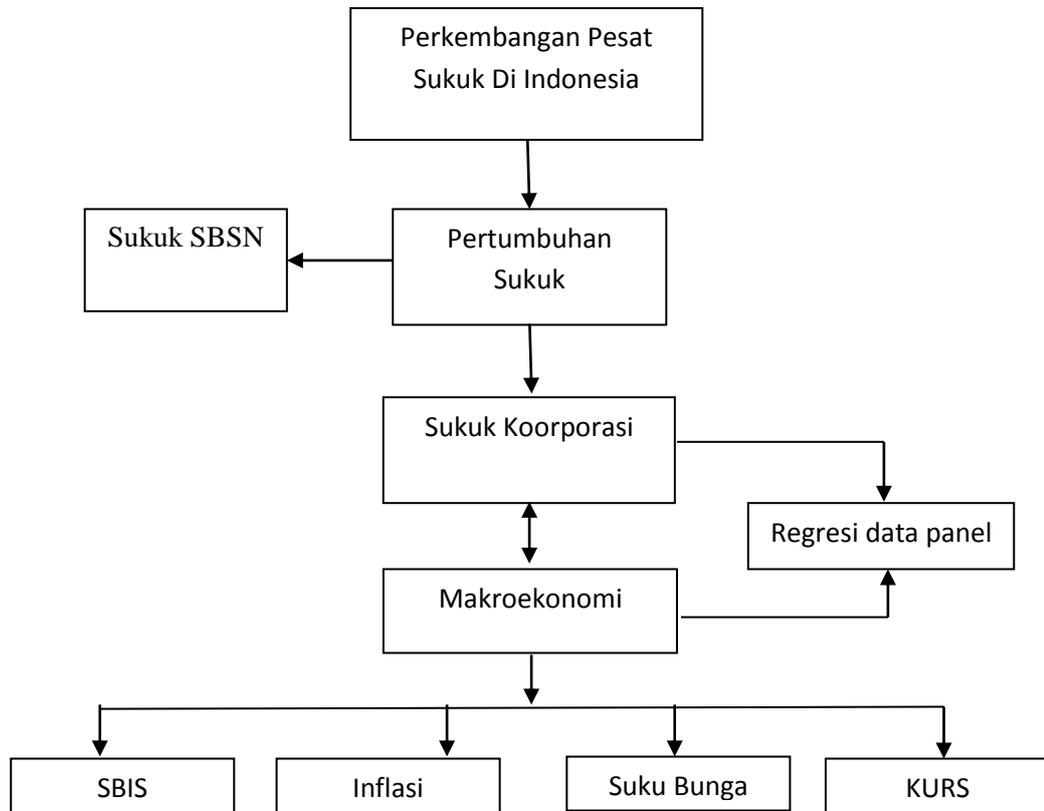
				memegang obligasi mata uang lokal dan sukuk. Hal ini dapat menciptakan pergeseran dalam kurva imbal hasil dan arus keluar modal signifikan atau arus masuk yang dapat mengacaukan kondisi keuangan yang memerlukan perubahan kebijakan.
4.	The Determinants of Sukuk Market Development / Houvem Smaoui dan Mohsin Khawaja (2015)	-Sukuk -Struktural dan Kelembagaan Keuangan -Populasi Muslim - Makroekonomi	-Dynamical OLS -Generalize Method of Moments	kombinasi faktor struktural, keuangan dan kelembagaan tampaknya memberi dampak signifikan pada pasar Sukuk. Memang, ukuran ekonomi yang lebih besar, proporsi Muslim yang lebih tinggi dalam populasi, profil investasi yang lebih

				baik, dan korupsi yang lebih rendah dikaitkan dengan pasar Sukuk yang lebih besar, sementara tingkat suku bunga yang lebih tinggi berhubungan negatif dengan perkembangan pasar Sukuk.
5.	Obligasi Syariah dan Indikator Makroekonomi Indonesia (Sebuah Analisis VECM) / Mustika Rini (2012)	-Obligasi Syariah (Sukuk) - Makroekonomi (GDP, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Pengangguran Terbuka, Bonus SBIS)	-VECM (Vector Error Correction Model)	Hasil dari penelitian menemukan bahwa dalam jangka pendek penerbitan sukuk dan indikator makroekonomi Indonesia yaitu pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, pengangguran terbuka, dan bonus SBIS tidak saling memengaruhi sedangkan dalam jangka panjang penerbitan sukuk

				dipengaruhi secara positif oleh pertumbuhan ekonomi dan jumlah uang beredar. Penerbitan sukuk juga dipengaruhi secara negatif oleh inflasi, pengangguran terbuka, dan bonus SBIS
6.	Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi Di Indonesia / Ivan Hanoerrdi Ardiansyah (2016)	-Sukuk - Makroekonomi (Uang Beredar, IIP, Inflasi, Harga Minyak Dunia, Deposito Mudharabah)	-Ordinary Least Square (OLS)	-Variabel jumlah uang beredar, indeks produksi industri, dan inflasi berhubungan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia sedangkan oil price, kurs, dan bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh negatif. -Hasil OLS menunjukkan bahwa variabel oil price, jumlah uang

				<p>beredar, kurs, inflasi, indeks produksi industri, dan bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Variabel yang memiliki pengaruh paling besar terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia adalah jumlah uang beredar.</p>
--	--	--	--	--

2.8 Kerangka Pemikiran



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

2.9 Hipotesis

Berdasarkan hubungan antara landasan teori, referensi dari penelitian terdahulu, dan rumusan masalah maka hipotesis atau dugaan sementara dari permasalahan penelitian ini adalah sebagai berikut :

H1 : Diduga Bi Rate berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia.

H2 : Diduga Kurs berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia.

H3 : Diduga Inflasi berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia.

H4 : Diduga SBIS berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia.