

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Grand Teori

Teori permintaan mendeskripsikan tentang perilaku permintaan konsumen terhadap suatu barang dan teori penawaran mendeskripsikan bagaimana penjual menawarkan barang yang dijualnya. Teori permintaan menyatakan semakin rendah harga barang maka permintaan terhadap barang akan semakin tinggi, sebaliknya semakin tinggi harga suatu barang maka akan rendah permintaan terhadap suatu barang tersebut.²² Hubungan antara investasi dan suku bunga bersifat kebalikan, ketika suku bunga semakin tinggi maka investasi akan turun.²³ Pengaruh perubahan suku bunga terjadi pada keputusan pribadi seseorang untuk ditabung atau dikonsumsi, dibeli obligasi atau mengendapkan dananya di tabungan. Keputusan pada bisnis juga dipengaruhi oleh suku bunga apakah dana akan disimpan di tabungan atau diinvestasikan dalam aset peralatan baru.²⁴ Pada konteks investasi obligasi ketika suku bunga tinggi investor cenderung akan mengalihkan dananya di aset lain karena imbal hasil obligasi akan turun. Sebaliknya ketika suku bunga lebih rendah daripada imbal hasil obligasi maka permintaan serta harganya akan naik.²⁵

²² Sadono Sukirno, *Mikroekonomi Teori Pengantar*, 3 ed. (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2013).

²³ Sadono Sukirno, *Makroekonomi Modern* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2000).

²⁴ Frederic S Mishkin, *Ekonomi Uang, Perbankan dan Pasar Keuangan* (Jakarta: Salemba Empat, 2011).

²⁵ Tarmiden Sitorus, *Pasar Obligasi Indonesia* (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2015).

B. Sukuk

1. Pengertian Sukuk

Istilah Sukuk, berasal dari kata Arab sakk (tunggal) atau Sukuk (jamak), mempunyai terjemahan yang merujuk pada suatu dokumen. Menurut Organisasi Lembaga Keuangan Islam (AAOIFI), sukuk mengacu pada sertifikat yang berfungsi sebagai bukti kepemilikan penuh atas aset berwujud, serta nilai manfaat, layanan, atau kepemilikan terkait dengan proyek atau upaya investasi tertentu. Berbeda dengan instrumen keuangan konvensional, sukuk menganut prinsip syariah, memastikan tidak adanya unsur-unsur yang dilarang dalam hukum Islam, seperti komponen *riba*, *gharar*, *maysir*, dan haram.²⁶

Sukuk menurut Undang-Undang No.19 tahun 2008 Surat Berharga Syariah Negara selanjutnya disingkat SBSN, atau dapat disebut Sukuk Negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Sukuk merupakan salah satu jenis Efek Syariah pendapatan tetap.²⁷ Menurut POJK Nomor 18/Pojk.04/2015 Tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk bahwa sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi

²⁶ Nisful Laila, *Pengembangan Sukuk Negara di Indonesia Analisis Komprehensif dalam Menggali Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia* (Surabaya: Nizamia Learning Center, 2019).

²⁷ Undang-Undang Republik Indonesia, "Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara," 2008.

(*syuyu' /undivided share*), atas aset yang mendasarinya.²⁸ Menurut Majelis Ulama Indonesia pada Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia No: 137/DSN-MUI/IX/2020 Sukuk adalah Surat Berharga Syariah (Efek Syariah) berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian kepemilikan yang tidak bisa ditentukan batas-batasnya (*musya*) atas aset yang mendasarinya (Aset Sukuk/ *Ushul al-Shukuk*) setelah diterimanya dana sukuk, ditutupnya pemesanan dan dimulainya penggunaan dana sesuai peruntukannya.²⁹

Sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi. Meskipun keduanya termasuk dalam kategori efek pendapatan tetap, sukuk dan obligasi memiliki karakteristik yang berbeda. Obligasi adalah efek yang berbasis surat utang, sedangkan sukuk adalah efek yang berbasis sekuritisasi aset. Karena itu, sukuk dan obligasi tidak sama dan tidak tepat disebut sebagai obligasi syariah. Sekuritisasi aset adalah jenis investasi di mana aset riil dikonversi menjadi sekuritas dalam jangka waktu tertentu. Oleh sebab itu sukuk harus memiliki aset yang digunakan untuk dasar penerbitan karena termasuk sekuritisasi aset. Aset yang dijadikan dasar penerbitan harus memenuhi prinsip Islam. Artinya aset tersebut harus bebas dari segala hal yang berbasis riba. Menurut Peraturan OJK POJK04/2014 pasal 1 ayat 2 yaitu aset yang dapat dijadikan *underlying asset* adalah aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*), aset bentuk proyek

²⁸ Otoritas Jasa Keuangan, “Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/Pojk.04/2015 Tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk,” 2015.

²⁹ Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia, “Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia No: 137/DSN-MUI/IX/2020 Tentang Sukuk,” 2020.

(*maujudat masyru' mu'ayyan*), jasa yang sudah ada ataupun akan ada (*al khadamat*), dan aktivitas investasi yang sudah disepakati (*nasyath istismarin khashah*) selagi memenuhi prinsip-prinsip Islam. Perbedaan paling signifikan antara kedua ini adalah sukuk harus mematuhi aturan syariah, sedangkan obligasi tidak. Oleh karena itu, penggunaan dana penerbitan Sukuk dan penerbitan obligasi sangatlah berbeda. Dana yang dihimpun dalam sukuk bersifat halal dan hanya boleh dipergunakan untuk tujuan yang tidak melanggar hukum syariah. Di sisi lain, tidak ada peraturan wajib yang mengatur bagaimana dana obligasi seperti sukuk dapat digunakan.

Sukuk termasuk dalam Efek pendapatan tetap yang artinya Efek yang terdapat kepastian informasi mengenai beberapa hal ke investor pada saat awal penerbitan. Informasi tersebut adalah :

- a. Jatuh tempo produk sukuk (*maturity date*)
- b. Nilai keuntungan atau kupon (*return* atau *coupon rate*)
- c. Nilai pokok pembiayaan (*principal value* atau *par*)
- d. Periode pembayaran kupon dan pengembalian pokok pembiayaan

Jadi sukuk harus memiliki empat informasi tersebut untuk diberikan kepada investor.

2. Jenis-Jenis Sukuk

Sukuk berdasarkan penerbitnya dibagi menjadi empat jenis yaitu :

a. Sukuk Negara

Sukuk Negara atau SBSN merupakan sukuk yang diterbitkan oleh negara yang terbit dalam bentuk warkat atau tanpa warkat. Sukuk yang terbit dalam bentuk warkat merupakan surat berharga syariah yang bentuk kepemilikannya berupa sertifikat atas nama atau atas tunjuk. Sertifikat atas nama merupakan sertifikat yang mencantumkan nama pemilik surat tersebut sedangkan sertifikat atas tunjuk nama pemilik tidak tercantum, SBSN tanpa warkat pencatatannya secara elektronik. Pencatatan SBSN secara elektronik bertujuan agar proses administrasi kepemilikan dan proses transaksi berjalan dengan efisien, transparan, dapat dipertanggungjawabkan, aman dan cepat. Sukuk tergolong bebas risiko karena pembayaran imbalan didasarkan Undang-Undang (UU) Nomor 19 tahun 2008 dan UU APBN. Sukuk negara diterbitkan untuk memenuhi kebutuhan keuangan pemerintah untuk pembangunan berbagai proyek konstruksi atau kebutuhan pembangunan lainnya.

Menurut Dwi Irianti Hadiningdyah dalam Nisful Laila sukuk memiliki arti penting.

“Pertama, sukuk negara merupakan sumber pendanaan yang terdiversifikasi, artinya sukuk merupakan sumber pendanaan alternatif bagi pemerintah. Sumber pendanaan sebelumnya sebagian besar berasal dari utang, namun kini pemerintah dapat memperoleh pendanaan dari investor biasa, namun tidak berdasarkan utang dan syariah sebagai prinsipnya.”

“Kedua, sukuk negara sebagai instrumen pengelolaan likuiditas. Bank syariah dapat memilih sukuk sebagai instrumen untuk menjaga likuiditasnya. “

“Ketiga, sukuk pemerintah menyediakan pilihan kepada komunitas investor untuk memperoleh produk investasi sesuai prinsip syariah dan dijamin keamanannya. Keempat, sukuk negara berguna karena dapat mendanai proyek yang dilakukan pemerintah seperti infrastruktur.”³⁰

Perkembangan SBSN di Indonesia ditandai dengan diterbitkannya beberapa produk sukuk yang berbeda-beda akadnya. Produk-produknya antara lain adalah Ijarah Fixed Rate (IFR), sukuk ritel (SR), sukuk nasional Indonesia (SNI), sukuk dana haji Indonesia, *project based sukuk*, Sukuk Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S). Pada tahun 2017, Kementerian Keuangan Republik Indonesia mulai memperkenalkan konsep *green sukuk*. *Green sukuk* ini adalah adaptasi dari *green bond* yang telah ada sebelumnya. Tujuan diterbitkan *green sukuk* digunakan sebagai pembiayaan proyek ramah lingkungan sebagai pengurang dampak *global warming* dan pengurangan emisi karbon. Contoh proyeknya adalah pembangkit listrik dengan energi angin, energi panas bumi, dan energi surya. Di Indonesia *green sukuk* pertamakali terbit pada 2019 pada seri sukuk tabungan. Perkembangan *green bond* di wilayah ASEAN juga terjadi di Malaysia dan Thailand, penerbitan obligasi hijau meningkat signifikan dari 2018 hingga 2019, dengan kenaikan 21.368 juta THB. Angka tersebut menunjukkan minat yang meningkat pada

³⁰ Laila, *Pengembangan Sukuk Negara di Indonesia Analisis Komprehensif dalam Menggali Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia*.

pembiayaan berkelanjutan sebelum pandemi COVID-19. Pada saat pandemi, hari-hari awal pandemi pada tahun 2020 terjadi penurunan penerbitan *green bond*. Malaysia melaporkan penurunan dari RM 1,487 juta pada 2019 menjadi RM 670 juta pada tahun 2020. Tren 2022: Per Juni 2022, penerbitan obligasi hijau di Malaysia mencapai 900 juta RM.³¹

Jenis-jenis sukuk yang diterbitkan pemerintah Indonesia yaitu:

- 1) Sukuk ritel merupakan sukuk negara yang diterbitkan pemerintah untuk investor individu WNI. Sukuk ritel memiliki likuiditas yang baik karena dapat diperjual belikan di pasar sekunder. Imbal hasil yang diberikan oleh sukuk ritel bersifat tetap (*fixed rate*). Sampai saat ini pemerintah Indonesia telah menerbitkan sukuk ritel mulai dari seri 1 sampai yang terbaru pada seri 21.
- 2) Sukuk tabungan adalah sukuk negara untuk investor individu WNI. Berbeda dengan sukuk ritel, sukuk tabungan memiliki imbal hasil yang *floating* serta tidak dapat diperjual belikan di pasar sekunder namun investor memiliki opsi *early redemption* yaitu dapat mencairkan separuh dana investasinya setelah berjalan selama satu tahun.

³¹ Muhamad Fawa'id dan Yopi Utama, "Green Bond and Sustainability Bond After COVID-19 in ASEAN," dalam *Proceedings of the 3rd International Conference of Islamic Finance and Business, ICIFEB 2022, 19-20 July 2022, Jakarta, Indonesia* (Proceedings of the 3rd International Conference of Islamic Finance and Business, ICIFEB 2022, 19-20 July 2022, Jakarta, Indonesia, Jakarta, Indonesia: EAI, 2023), <https://doi.org/10.4108/eai.19-7-2022.2328253>.

- 3) *Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS)* adalah inovasi yang dikeluarkan pemerintah untuk mengembangka instrumen keuangan syariah. Keuntungan CWLS akan diwakafkan dan disalurkan melalui lembaga wakaf untuk kegiatan sosia;. Karakteristik CWLS tidak dapat diperjual belikan. Tujuan CWLS untuk memudahkan masyarakat yang ingin berwakaf dan mendukung gerakan wakaf nasional.
- 4) *Ijarah Fixed Rate (IFR)* adalah sukuk yang menggunakan kontrak sewa dengan tarif tetap.
- 5) Sukuk Nasional Indonesia (SNI) diterbitkan untuk ditujukan kepada investor asing dan menggunakan denominasi US dollar.
- 6) Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI) untuk pengelolaan dana haji, yang tidak diperdagangkan secara publik melainkan dilakukan melalui *private placement*
- 7) Sukuk Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S) diterbitkan pada 2011, yang dikenal sebagai *Islamic T-Bills*.
- 8) Project Based Sukuk (PBS) terbit pada tahun 2012 setelahnya produk sukuk menjadi semakin beragam

b. Sukuk Korporasi

Sukuk korporasi adalah jenis sukuk yang penerbitnya adalah perusahaan, dapat berupa perusahaan naungan BUMN maupun swasta. Sukuk korporasi dimaksudkan untuk menerima pendanaan proyek-

proyek tertentu. Di Indonesia pertama kali terbit sukuk korporasi pada tahun 2002, merupakan sukuk yang dimiliki oleh Indosat.

Dikutip dari data Otoritas Jasa Keuangan, pertumbuhan sukuk korporasi melalui penawaran umum konsisten terus naik pada periode 2018 hingga 2022.

“Nilai outstanding penerbitan sukuk per Desember 2022, tercatat senilai Rp42,5 triliun. Pada tahun sebelumnya nilai outstanding sukuk sebesar Rp34,77 triliun, artinya meningkat 22,23%. Pada tahun 2022 dari segi akumulasi, nilai penerbitan sukuk korporasi bernilai Rp84,97 triliun. Terjadi peningkatan nilai akumulasi sebesar 27,87% dibandingkan tahun 2021 yang senilai Rp66,45 triliun. Jumlah sukuk yang terbit juga mengalami peningkatan pada tahun 2022 sebanyak 403 seri dibandingkan tahun 2021 sebanyak 327 seri, terjadi peningkatan sebesar 23,24%.”³²

c. Sukuk Daerah

Merupakan surat berharga syariah berupa sertifikat atau sertifikat kepemilikan, mempunyai nilai yang sama, merupakan bagian yang tidak dapat dibagi atau tidak dapat dibagi (*syuyu'/undivided share*) dari aset yang mendasarinya, dan diterbitkan oleh pemerintah daerah (pemda). Sukuk daerah merupakan salah satu cara untuk memperluas dan mengakses opsi pendanaan lain untuk pembangunan infrastruktur, selain APBD.³³

³² Winarni, “Tumbuh Pesat, Ini Data Perkembangan Sukuk Korporasi 2018 - 2022,” *DataIndonesia.id* (blog), 2023, <https://dataindonesia.id/pasar-saham/detail/tumbuh-pesat-ini-data-perkembangan-sukuk-korporasi-2018-2022>. Diakses 13/3/2024.

³³ Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan, “Modul Kompetensi Pengelolaan Investasi Syariah,” t.t. <https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/tentang-syariah/Documents/pages/pasar-modal-syariah/Modul%20Kompetensi%20Pengelolaan%20Investas%20Syariah%20-%20FINAL%20V2.pdf> Diakses 14/3/2024.

d. Sukuk Supranasional

Sukuk supranasional merupakan sukuk yang diterbitkan oleh organisasi internasional dimana Indonesia menjadi anggotanya seperti World Bank, Asian Development Bank, dan Islamic Development Bank adalah contoh lembaga supranasional.³⁴

Sukuk berdasarkan akad yang digunakan ada akad ijarah, musyarakah, mudharabah, murabahah, salam, wakalah dan istishna. Jadi penamaan sukuk biasanya diikuti dengan jenis akad yang digunakan.

1) Sukuk Ijarah

Sukuk ijarah merupakan sukuk yang dasar penerbitanya menggunakan akad sewa. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor Nomor 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syari'ah Ijarah menyatakan bahwa Obligasi Syari'ah Ijarah adalah Obligasi Syari'ah yang didasarkan pada akad Ijarah, yaitu akad untuk mengalihkan hak pakai (manfaat) suatu barang dengan imbalan pembayaran uang sewa (*ujrah*) dalam jangka waktu tertentu tanpa mengalihkan kepemilikan atas barang itu sendiri.

Skema Sukuk Ijarah dapat digunakan apabila objek ijarah yang dijadikan dasar penerbitan sukuk adalah kumpulan aset tetap milik emiten. Pada skema ini, aset seperti bangunan, kendaraan, dan jaringan listrik dapat digunakan. Aset lain yang dapat

³⁴ Ibid

digunakan emiten juga dapat berupa jasa, seperti akad atau perjanjian jual beli, untuk menggunakan objek ijarah milik emiten. Kontrak penggunaan mesin dan tangki penyimpanan merupakan aset dasar dalam bentuk jasa yang tersedia.

2) Sukuk Mudharabah

Mudharabah adalah kontrak antara shahibul mal (pemilik modal) dan mudharib (pengelola modal). Shahibul mal menyerahkan modalnya dan mudharib mengelolanya melalui usaha. Tujuan penerbitan sukuk ini adalah untuk menghimpun dana bagi pendirian proyek baru, pengembangan proyek atau pembiayaan kegiatan usaha berdasarkan perjanjian kerja sama. Lembaga keuangan seperti bank syariah, bank konvensional yang memiliki Unit Usaha Syariah (UUS), dan lembaga keuangan lainnya sering menggunakan sukuk mudharabah untuk menerbitkan sukuk.

3) Sukuk Wakalah

Sukuk wakalah bil istithmar adalah sukuk yang dibuat berdasarkan prinsip-prinsip yang terkandung dalam akad wakalah bil istithmar. Menurut Peraturan Pasar Modal Nomor 53/POJK.04/2015, wakalah adalah perjanjian antara pemberi kuasa (muwakkil) dan penerima kuasa (wakil). Di dalam wakalah, muwakkil memberikan wakilnya wewenang untuk melakukan tindakan tertentu. Pada konteks sukuk, investor memberikan

wewenang kepada penerbit untuk melakukan kegiatan investasi yang disepakati bersama. Dalam menjalankan aktivitasnya, emiten memanfaatkan berbagai akad seperti mudarabah dan ijarah untuk melakukan investasi. Selain itu, sebagian besar atau setidaknya 51% dana harus digunakan dalam bentuk aset berwujud agar sukuk wakalah dapat diperdagangkan di pasar sekunder.

4) Sukuk Musyarakah

Adanya sukuk musyarakah sebagai hasil dari perjanjian atau akad musyarakah antara dua pihak atau lebih menggabungkan modal untuk kerja sama. Modal digunakan untuk membiayai kegiatan usaha, membangun proyek baru, atau pengembangan proyek yang sudah ada. Jumlah investasi masing-masing pihak menentukan keuntungan dan kerugian yang ditanggung bersama.

Sukuk sebagai instrumen kebijakan fiskal dan moneter. Dalam konteks kebijakan fiskal, penerbitan sukuk termasuk dalam pembiayaan dan pengelolaan portofolio utang pemerintah. Pengelolaan utang, selain untuk menutup kesenjangan pembiayaan, juga memainkan peran jangka panjang dalam pengelolaan portofolio untuk mendukung kesinambungan fiskal. Kehadiran regulasi sukuk (dan SUN) menjadi sumber kredit permanen bagi penerbitan surat utang berupa surat utang negara. Penerbitan sukuk selain untuk membiayai APBN juga ditujukan untuk memberikan dukungan finansial terhadap proyek-proyek pemerintah, termasuk pembangunan infrastruktur.

Sukuk dapat menjadi penyetabil fiskal yang digambarkan dengan contoh pemerintah berencana membiayai proyek pembangunan tidak menggunakan *money creation* dalam bentuk utang atau penciptaan uang baru, tetapi dengan dana dari sukuk. Pemerintah kemudian menyerap dana di pasar uang dan komoditas melalui penerbitan sukuk. Pembelian sukuk oleh investor asingpun dananya akan diserap oleh pemerintah. Dana tersebut dikelola dalam bentuk kegiatan produksi yang menghasilkan pendapatan bagi pemilik faktor-faktor produksi, maka pada akhirnya dana tersebut mengalir kembali ke pasar barang dan pasar tenaga kerja (sektor riil). Untuk membayar yield sukuk, pemerintah dapat menggunakan aset dasar atau dana hasil aset lainnya.³⁵

3. Yield Sukuk

Bagi investor atau pemberi pinjaman, faktor utama yang mempengaruhi daya tarik obligasi adalah besarnya hasil yang diperoleh atau imbal hasil yang dijamin oleh obligasi, tergantung pada apakah obligasi dipertahankan sampai jatuh tempo atau divestasi sebelum waktu itu. Imbal hasil yang direalisasikan jika obligasi dipertahankan hingga jatuh tempo disebut sebagai *yield to maturity*, sedangkan jika obligasi dilikuidasi sebelum mencapai jatuh tempo, pemegang akan memperoleh

³⁵ Azharsyah Ibrahim dkk., *Pengantar Ekonomi Islam* (Jakarta: Departemen Ekonomi dan Keuangan Syariah-Bank Indonesia, 2021).

imbal hasil selama durasi kepemilikannya, yang dikenal sebagai *holding period yield*.³⁶

Yield to maturity merupakan imbal hasil yang menyamakan nilai sekarang dari seluruh pembayaran arus kas yang akan diterima dari suatu instrumen utang termasuk pembayaran kupon berkala dan pengembalian nilai pokok saat jatuh tempo dengan nilai pasar instrumen tersebut pada hari ini. Dengan kata lain, YTM mewakili tingkat pengembalian yang akan diperoleh investor jika mereka membeli instrumen utang, seperti obligasi atau sukuk, pada harga saat ini dan menahannya hingga jatuh tempo. Pengukuran ini penting karena mencakup seluruh aspek aliran kas yang diterima oleh investor selama masa berlaku instrumen.³⁷

Konsep di balik *yield to maturity* memiliki makna ekonomi yang mendalam karena mempertimbangkan tidak hanya arus kas masa depan, tetapi juga bagaimana arus kas tersebut dinilai dalam istilah nilai saat ini, dengan memperhitungkan faktor waktu dan risiko. Oleh karena itu, para ekonom dan analis keuangan menilai YTM sebagai salah satu alat pengukur yang paling akurat untuk menilai suku bunga yang sebenarnya diterima dari instrumen utang. Tidak seperti ukuran imbal hasil lainnya, YTM menyajikan gambaran menyeluruh mengenai tingkat pengembalian investasi dengan memperhitungkan semua pembayaran, membuatnya ideal untuk membandingkan instrumen utang dengan struktur pembayaran yang berbeda.

³⁶ Sitorus, *Pasar Obligasi Indonesia*.

³⁷ Mishkin, *Ekonomi Uang, Perbankan dan Pasar Keuangan*.

Imbal hasil yang diterima investor sukuk, yang dikenal dengan istilah imbal yield dapat berfluktuasi karena syarat dan ketentuan yang disepakati pada kontrak awal. Sangat penting bahwa imbal hasil sukuk tidak melibatkan riba, gharar, maksiat, atau pelanggaran hukum syariah lainnya. Untuk sukuk mudharabah, imbal hasil didasarkan pada bagi hasil dari akad mudharabah sehingga menjamin tidak adanya keterlibatan riba dalam hasil operasional emiten. Sedangkan imbal hasil sukuk ijarah ditentukan oleh biaya sewa dari akad ijarah yang harus memenuhi ketentuan syariah dan digunakan untuk usaha yang sesuai syariah.

C. Inflasi

Inflasi adalah kondisi di mana harga terus meningkat. Menurut Mishkin inflasi adalah kenaikan harga yang terus-menerus dan memengaruhi individu, pemerintah serta pengusaha.³⁸ Inflasi dapat berdampak negatif dan positif terhadap perekonomian. Inflasi ringan, khususnya tingkat inflasi di bawah sepuluh persen, sebenarnya bisa bermanfaat. Inflasi yang rendah memotivasi pengusaha untuk meningkatkan tingkat produksinya. Pengusaha termotivasi untuk memperluas upaya produksi mereka untuk memanfaatkan kenaikan harga dan memaksimalkan keuntungan mereka. Selain itu, perluasan produksi mempunyai manfaat tambahan berupa penciptaan lapangan kerja

³⁸ Ibid

baru. Namun perlu diingat bahwa jika inflasi melampaui sepuluh persen, hal ini dapat berdampak buruk.³⁹

Menurut teori kuantitas, inflasi terjadi karena dipengaruhi jumlah uang yang beredar yang menyebabkan perubahan tingkat harga. Teori kuantitas berkaitan erat dengan teori mengenai proporsionalitas jumlah uang beredar dengan tingkat harga, netralitas uang, mekanisme transmisi moneter serta teori moneter tentang tingkat harga. Teori kuantitas disempurnakan oleh Milton Friedman dengan membuat teori permintaan uang. Teori permintaan uang menyatakan berbagai faktor yang menentukan permintaan uang yaitu suku bunga, tingkat harga serta pertumbuhan ekonomi. Laju inflasi dapat terjadi apabila jumlah uang beredar tidak sesuai kebutuhan perekonomian. Inflasi terjadi ketika jumlah uang beredar melebihi kebutuhan masyarakat.⁴⁰

Dampak buruk inflasi dapat terjadi pada perorangan, masyarakat maupun kegiatan perekonomian. Pemerintah melakukan berbagai upaya untuk mengatasi inflasi sebab tingkat inflasi yang tinggi dapat menghambat perkembangan ekonomi. Dampak inflasi bagi perorangan dapat menurunkan kesejahteraan individu yang dapat diambil contoh apabila inflasi naiknya lebih cepat dari naiknya upah pekerja. Upah riil pekerja akan merosot terkena inflasi, hal ini dapat menurunkan kesejahteraan individu maupun masyarakat. Efek inflasi pada perdagangan ketika harga-harga naik dapat menurunkan volume komoditas ekspor karena kalah bersaing di pasar internasional.

³⁹ Erika Feronika Br Simanungkalit, "Pengaruh Inflasi Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia," *Journal of Management: Small and Medium Enterprises (SMEs)* 13, no. 3 (5 Desember 2020): 327–40, <https://doi.org/10.35508/jom.v13i3.3311>.

⁴⁰ Suseno dan Siti Astiyah, *Inflasi* (Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, 2009).

Sementara di dalam negeri harga komoditas dapat melonjak dan harga barang impor akan cenderung lebih murah. Tentu hal ini mengakibatkan berkurangnya cadangan devisa dan memperburuk neraca pembayaran.

Inflasi digambarkan dengan angka indeks persen. Apabila inflasi yang terjadi mencapai 100% pada kurun waktu satu tahun dapat mengakibatkan hilangnya kepercayaan masyarakat terhadap mata uang, guna menghindari terjadi hiperinflasi masyarakat cenderung menyimpan asetnya dalam bentuk emas, investasi saham, real estate ataupun bentuk lain. Menurut teori kuantitas, pendapat dari kaum klasik mengatakan tingkat harga bergantung pada peredaran uang, seperti yang disebutkan sebelumnya. Jika jumlah uang beredar bertambah, mau tidak mau harga akan melonjak. Dalam skenario di mana jumlah barang yang tersedia tetap, namun jumlah uang berlipat ganda, hanya masalah waktu saja sebelum harga juga naik dua kali lipat.⁴¹

Inflasi menurut Sukirno berdasarkan penyebabnya dibedakan menjadi tiga, yaitu:

1. Inflasi Tarikan Permintaan

Inflasi tarikan permintaan disebabkan dari perkembangan permintaan dan penawaran yang tidak seimbang dalam perekonomian. Inflasi ini dapat terjadi apabila terdapat situasi tingginya pengangguran maupun ketika tercapainya kesempatan kerja penuh. Inflasi tarikan permintaan banyak terjadi di negara-negara berkembang, situasi tersebut dapat terjadi akibat besarnya defisit anggaran belanja pemerintah.

⁴¹ Ibid

Pemerintah mengeluarkan uang baru untuk meningkatkan permintaan umum untuk mendanai defisit. Dalam situasi ini, inflasi permintaan tarikan terjadi karena kapasitas produksi berbagai produk telah mencapai batasnya dan tidak mungkin untuk menambah produksi.⁴²

Inflasi tarikan permintaan terjadi ketika permintaan agregat meningkat dengan cepat dalam situasi di mana kesempatan kerja penuh tercapai. Pada situasi ini apabila permintaan agregat terus bertambah sedangkan kapasitas produksi tidak dapat ditingkatkan akibatnya harga-harga akan naik. Tingginya permintaan agregat dapat disebabkan beberapa hal antara lain defisit anggaran belanja pemerintah, pesatnya ekspor yang meningkatkan pendapatan masyarakat dan konsumsi rumah tangga, dan tingginya investasi walaupun kesempatan kerja penuh tercapai.⁴³

2. Inflasi Desakan Biaya

Inflasi desakan biaya dapat terjadi ketika industri mencapai tingkat produksi maksimal dan angka pengangguran rendah. Pada situasi ini tenaga kerja menuntut kenaikan upah dan gaji yang berakibat meningkatkan biaya produksi. Peningkatan biaya produksi mendorong pengusaha menaikkan harga barang yang diproduksinya.

⁴² Sadono Sukirno, *Pengantar Teori Makro Ekonomi* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2003).

⁴³ Ibid

3. Inflasi Diimpor

Harga barang impor yang digunakan sebagai bahan baku produksi dalam negeri meningkat, yang menyebabkan inflasi. Peningkatan harga barang impor ini sangat penting untuk kegiatan produksi bisnis..⁴⁴

D. BI Rate

Suku bunga merupakan biaya pinjaman atau harga yang harus dibayar untuk dana pinjaman. Bagi individu ketika tingkat suku bunga tinggi akan membuat individu enggan membeli aset karena biayanya akan terlalu tinggi. Sebaliknya ketika suku bunga tinggi individu akan cenderung menaruh dananya di tabungan untuk memperoleh pendapatan dari tabungan tersebut. Secara umum suku bunga mempengaruhi perekonomian secara keseluruhan tidak hanya terbatas pada konsumsi dan tabungan tetapi dalam konteks investasi usaha juga.⁴⁵

Indonesia menggunakan suku bunga yang Bank Indonesia menetapkan suku bunga acuan yang disebut BI rate untuk Indonesia. Tingkat suku bunga kebijakan (BI rate) adalah tingkat suku bunga yang mencerminkan kebijakan moneter Bank Indonesia yang ditetapkan dan diumumkan kepada publik. Dalam Rapat Dewan Gubernur (RDG) bulanan, Dewan Gubernur Bank Indonesia mengumumkan tingkat BI. Untuk mencapai tujuan operasional kebijakan moneter, likuiditas pasar uang dikelola. Rate BI mulai berlaku pada tahun 2005. Pergerakan suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB)

⁴⁴ Ibid

⁴⁵ Mishkin, *Ekonomi Uang, Perbankan dan Pasar Keuangan*.

menunjukkan tujuan operasional kebijakan moneter. Perubahan suku bunga deposito diharapkan akan mempengaruhi suku bunga kredit perbankan, yang pada gilirannya akan mempengaruhi suku bunga kredit.⁴⁶

Suku bunga memiliki beberapa fungsi penting dalam perekonomian :

1. Mendukung pertumbuhan ekonomi dengan membantu mengalirkan tabungan menuju investasi
2. Pendistribusian pada kredit yang tersedia seperti kredit pada proyek investasi yang diperkirakan memiliki hasil yang tinggi
3. Sebagai instrumen penting kebijakan pemerintah
4. Sebagai pengimbang antara permintaan dan pengeluaran uang negara

Suku bunga memiliki resiko pula yaitu resiko kerugian karena pergerakan suku bunga yang memengaruhi instrumen yang menggunakan satu atau lebih kurva yield yang dipakai menghitung nilai pasar. Mengikuti praktik terbaik internasional dalam pelaksanaan kebijakan moneter, Bank Indonesia mulai 19 Agustus 2016 menerapkan suku bunga acuan baru yang disebut BI 7-day (Reverse) Repo Rate sebagai pengganti BI Rate. Karena sifatnya yang transaksional dan diperdagangkan di pasar, instrumen BI 7-day (Reverse) Repo Rate, atau BI 7DRR, dipilih sebagai suku bunga kebijakan baru karena memiliki kemampuan untuk memengaruhi pasar uang, sektor perbankan, dan ekonomi riil dengan cepat. Pada 21 Desember 2023, kebijakan kembali diubah menjadi BI Rate. Namun, makna dan tujuan BI Rate tidak berubah.

⁴⁶ Otoritas Jasa Keuangan, *Buku 2 Perbankan Seri Literasi Keuangan Peguruan Tinggi* (Jakarta, 2019).

E. Volume Trading

Volume trading sukuk ritel mengacu pada jumlah unit sukuk yang diperdagangkan dalam suatu periode waktu. Volume ini mencerminkan tingkat likuiditas dan minat pasar terhadap sukuk tersebut. Volume trading yang tinggi menunjukkan likuiditas yang baik, yang berarti sukuk mudah diperjualbelikan di pasar sekunder.⁴⁷ Volume perdagangan saham digunakan untuk menilai apakah investor individual memperhatikan laporan informatif, yakni apakah informasi tersebut mempengaruhi keputusan perdagangan dalam kondisi normal. Di pasar modal, volume perdagangan dapat menjadi indikator penting bagi investor. Peningkatan volume perdagangan saham mencerminkan peningkatan aktivitas jual-beli oleh investor di pasar modal. Saham-saham yang diperdagangkan di pasar modal cenderung dipengaruhi oleh kondisi ekonomi serta faktor-faktor yang mempengaruhi volume perdagangan, yang berkaitan dengan heterogenitas dan rasionalitas perdagangan.⁴⁸

Menurut Frederic S. Mishkin terdapat beberapa faktor yang memengaruhi jumlah permintaan suatu aset salah satunya obligasi. Beberapa faktor yang dapat diperhatikan oleh seseorang ketika membeli suatu aset :

1. Kekayaan

Seorang individu ketika mengalami peningkatan kekayaan maka akan mendorong individu untuk menambah aset. Maka ketika kekayaan

⁴⁷ Amali, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-006 Di Indonesia."

⁴⁸ Latif Zubaidah Nasution, Sulisty, dan Abdul Halim, "Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Frekuensi Perdagangan Saham, Volatilitas Harga Saham, Dan Kapitalsiasi Pasar Terhadap Return Saham Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 2016.

meningkat akan meningkatkan pula jumlah aset yang dimiliki. Dengan asumsi faktor lainnya tetap, ketika kekayaan meningkat maka permintaan terhadap obligasi akan meningkat.

2. Imbal hasil

Seorang individu ketika membeli aset seperti obligasi akan memperhatikan imbal hasil yang diperoleh. Apabila perkiraan imbal hasil yang ditawarkan lebih tinggi daripada aset lain maka permintaan pada aset tersebut akan meningkat.

3. Risiko

Faktor lain yang diperhatikan ketika membeli aset adalah resikonya. Apabila terdapat dua aset dimana satu menawarkan imbal hasil *floating* dan satunya memiliki imbal hasil tetap. Sebagian besar individu akan menghindari risiko maka akan memilih aset dengan imbal hasil tetap. Maka jika risiko suatu aset meningkat akan menurunkan jumlah permintaan terhadap aset tersebut.

4. Likuiditas

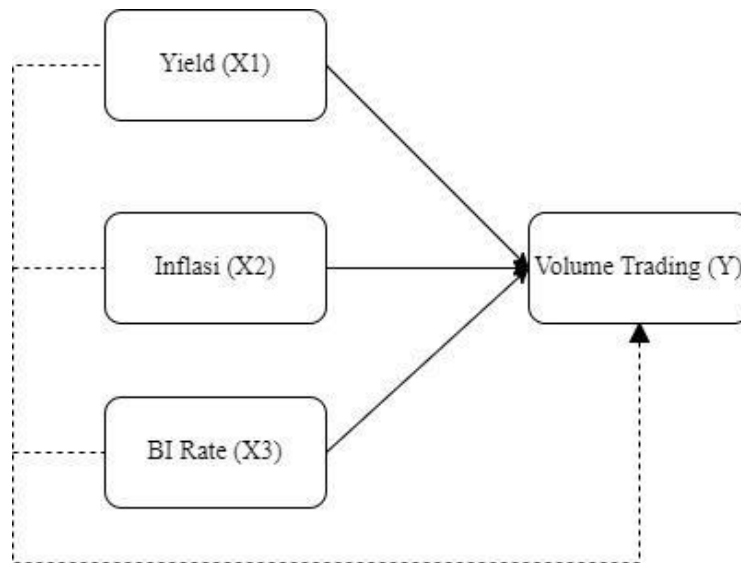
Likuiditas suatu aset akan menjadi salah satu faktor yang diperhatikan. Semakin likuid suatu aset maka semakin menarik aset tersebut. Salah satunya merupakan obligasi yang mudah diperjual belikan serta biaya penjualan yang rendah. Semakin likuid suatu aset maka akan meningkatkan permintaan pada aset tersebut.⁴⁹

⁴⁹ Mishkin, *Ekonomi Uang, Perbankan dan Pasar Keuangan*.

F. Kerangka Berpikir

Kerangka pemikiran untuk teori yang telah diuraikan di atas sebagai berikut:

Gambar 2. 1 : Kerangka Berpikir



G. Hipotesis Penelitian

1. Hubungan Yield Sukuk Terhadap Volume Trading Sukuk

Investor tertarik pada sukuk berdasarkan imbal hasil periodik, yang juga dikenal sebagai yield. Yield memainkan peran penting dalam menentukan permintaan investor terhadap sukuk. Apabila imbal hasil sukuk yang ditawarkan lebih besar dari deposito, investor biasanya akan lebih suka membeli sukuk, karena sukuk menawarkan potensi keuntungan yang menggiurkan. Hasil (yield) adalah faktor kunci yang diprioritaskan oleh investor defensif, karena mereka mencari keuntungan yang tinggi dan meminimalkan risiko.⁵⁰ Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh

⁵⁰ Rafki, Wiliasih, dan Irfany, "Faktor-Faktor yang Memengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR-008 di Indonesia."

Muhammad Rafki yield sukuk berpengaruh positif secara signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel.⁵¹

H01 : Yield sukuk tidak berpengaruh terhadap volume trading sukuk

Ha1 : Yield sukuk berpengaruh terhadap volume trading sukuk

2. Hubungan BI Rate Terhadap Volume Trading Sukuk

BI rate adalah tingkat suku bunga kebijakan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik dikenal sebagai suku bunga kebijakan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Laily Farikathun Ni'mah menunjukkan dalam jangka panjang BI Rate berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk ritel.⁵²

H02 : BI Rate tidak berpengaruh terhadap volume trading sukuk

Ha2 : BI Rate berpengaruh terhadap volume trading sukuk

3. Hubungan Inflasi Terhadap Volume Trading Sukuk

Menurut Iffah Nur Hanifah dan Pribawa E Pantas pengaruh inflasi terhadap volume perdagangan sukuk ritel, inflasi yang rendah mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara, yang menunjukkan peningkatan. Sebaliknya, peningkatan inflasi akan menyebabkan kenaikan harga barang konsumsi, yang dapat dianggap sebagai gangguan dalam perekonomian negara. Pemerintah bertanggung jawab untuk menetapkan kebijakan

⁵¹ Ibid

⁵² Ni'mah, "Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR007, yield, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, BI Rate, dan inflasi terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR007."

moneter untuk mencapai tingkat inflasi yang rendah melalui penerbitan obligasi di pasar sekunder, baik obligasi syariah maupun konvensional.⁵³

H03 : Inflasi tidak berpengaruh terhadap volume trading sukuk

Ha3 : Inflasi berpengaruh terhadap volume trading sukuk

4. Hubungan Yield, Inflasi, Dan Bi Rate Terhadap Volume Trading Sukuk

Menurut Laily Farikathun Ni'mah yield to maturity, inflasi serta suku bunga (bi rate) pada jangka panjang berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR007.⁵⁴

H04 : Yield, Inflasi, dan BI Rate tidak berpengaruh terhadap volume trading sukuk

Ha4 : Yield, Inflasi, dan BI Rate berpengaruh terhadap volume trading sukuk

⁵³ Iffah Nur Hanifah dan Pribawa E Pantas, "Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel di Indonesia," *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance* 2, no. 2 (11 Oktober 2022): 99–114, <https://doi.org/10.21154/etihad.v2i2.4355>.

⁵⁴ Ni'mah, "Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR007, yield, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, BI Rate, dan inflasi terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR007."