



JURNAL EKONOMI PEMBANGUNAN

ISSN : 2302 - 9595
Volume 2 No 3 September 2013

JEP

**EDISI KHUSUS
DIES NATALIS UNILA**

*Analysis of State Securities Indonesian Government
(Periode 2000-2010)*
Dedy Yulawan

Determinants Of Human Development In Lampung Province
Prayudha Ananta

Pengembangan Potensi Ekonomi Lokal Daerah Tertinggal Sebagai
Upaya Mengatasi Disparitas Pendapatan Antar Daerah
Di Provinsi Lampung
Atin Susanti

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi
Di Indonesia Tahun 1992 - 2011 (Kajian Dari Sisi Fiskal)
Andre Avatara

Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi Dan Nilai Tukar Rupiah
Terhadap Imbal Hasil Sukuk Mudharabah Di Indonesia
Amalia Febriani, Nairobi, Tiara Nirmala

Studi Komparatif Antara Kesehatan Perbankan Syariah Dengan
Perbankan Konvensional Sebelum Krisis (2007), Saat Krisis (2008),
Dan Pasca Krisis (2009) Di Indonesia
Lintang Puspita Ramadani, Heru Wahyudi



**JURUSAN EKONOMI PEMBANGUNAN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS UNILA**

Gedung B Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unila
Jl. Soemantri Brojonegoro No 1 Gedongmeneng
Bandar Lampung 35145

Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Imbal Hasil Sukuk Mudharabah Di Indonesia

Amalia Febriani, Nairobi, Tiara Nirmala

ABSTRACT

This research is to find out influence of macro economy variables to mudharabah sukuk yield in Indonesia. The objects of this research were three company which issuing mudharabah sukuk in Indonesia from January 2010 until June 2012. The data used is panel data and got the best model is fixed effect with cross-section SUR estimation. The results of analysis showing that inflation didn't had significant influence with mudharabah sukuk yield. Whereas interest rate and rupiah exchange rate had significant influence and positive trend with mudharabah sukuk yield. This result conclude that increased of interest rate and depreciation of rupiah exchange rate will be improve mudharabah sukuk yield.

Key words: sukuk, interest rate, inflation, exchange rate.

Pendahuluan

Krisis keuangan dunia yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2008 membuat sistem keuangan khususnya pasar modal dunia terguncang sehingga berdampak buruk terhadap harga saham dan semua jenis surat berharga konvensional. Hal ini disebabkan karena sistem keuangan konvensional di dominasi oleh pergerakan suku bunga, permainan uang fiat serta *Fractional Reserve Requirement* (cadangan uang di bank) sehingga menciptakan transaksi yang bersifat derivatif (turunan) yaitu transaksi yang tidak dapat dikontrol dan bersifat spekulasi, dari transaksi bersifat derivatif inilah terjadi *Bubble Economy* (Gelembung Keuangan). Studi dari Ronald R. King et al. mengatakan *Bubble Economy* akan terjadi apabila terdapat perdagangan dalam volume besar dengan harga yang sangat berbeda dari nilai aslinya (Dikutip dalam Levine et al., 2006).

Ditengah krisis keuangan di Amerika yang berdampak melemahnya pasar modal konvensional di berbagai negara pada pertengahan tahun 2008, di tahun yang sama sistem modal investasi berbasis syariah tidak mengalami penurunan. Perkembangan industri pasar modal syariah dari tahun ke tahun semakin meningkat, salah satu instrumen dalam pasar modal syariah yang sedang populer adalah sukuk.

Sukuk berasal dari kata Arab *Sakk* yang berarti sertifikat atau instrumen legal yang aman. Sukuk banyak digunakan dalam pembiayaan pembangunan di suatu negara atau pembiayaan proyek dalam perusahaan-perusahaan yang membutuhkan dana cepat, penggunaan sukuk sebagai pembiayaan dan investasi syariah semakin menarik para investor, baik investor muslim dan investor non-muslim.

Di Indonesia efek syariah sukuk mulai berkembang pesat dan mulai banyak diminati investor. Sebagai tindak lanjut dari fatwa yang dikeluarkan Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002, untuk pertama kalinya di Indonesia diterbitkan sukuk oleh perusahaan komunikasi PT.Indosat Tbk tahun 2002, sukuk korporasi berakad *mudharabah* ini diterbitkan untuk menjaring dana investasi syariah sebanyak Rp.175 miliar dengan tingkat imbal hasil 16,75%, imbal hasil ini relatif lebih tinggi bila dibandingkan dengan *return* obligasi konvensional pada saat itu. Pemerintah Indonesia sendiri pertama kali menerbitkan sukuk dengan nama SBSN (Surat Berharga Syariah Negara) untuk pembiayaan APBN dan membiayai proyek serta pembangunan pada tahun 2008.

Basis populasi muslim yang banyak di Indonesia membuat sukuk menjadi sistem keuangan yang potensial untuk berkembang cepat, walaupun Malaysia sudah memiliki pasar sukuk yang sangat luas dibandingkan dengan Indonesia. Meskipun begitu Indonesia adalah negara dengan pangsa sistem keuangan syariah sukuk yang lumayan besar, namun volume nya masih kecil bila dibandingkan dengan obligasi konvensional (Ascarya et al., 2008).

Perkembangan sukuk di Indonesia dapat dilihat pada gambar satu. Pada gambar tersebut perkembangan sukuk di Indonesia dari tahun ke tahun semakin meningkat, dari penerbitan awal oleh PT.Indosat Tbk sebesar Rp.175 miliar, tahun 2008 disaat terjadi krisis keuangan dunia yang menyebabkan beberapa surat berharga turun, hal ini tidak terjadi pada penerbitan sukuk, perkembangan pada tahun 2007 sampai 2008 naik hingga 65%.



Sumber.

Badan Pengawas Pasar Modal & Lembaga Keuangan (2012)

Gambar 1. Total Penerbitan Sukuk di Indonesia Tahun 2002-2011

Kontras dengan nilai penerbitan obligasi yang pada tahun tersebut menurun hingga 55%, sampai tahun 2011 penerbitan sukuk semakin berkembang pesat dan mencapai Rp.7,850.3 miliar. Nilai ini tidak terlepas dari penerbitan sukuk korporasi oleh perusahaan-perusahaan yang mencari dana investasi syariah, tercatat oleh Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan) sampai akhir Desember 2011 terdapat 31 jenis sukuk yang masih beredar (*outstanding*) baik dalam akad mudharabah dan ijarah.

Obligasi konvensional dan sukuk tidaklah jauh berbeda. Perbedaan yang utama adalah sukuk terbebas dari unsur *maysir*, *gharar* dan *riba* dalam portofolio investasinya. Perbedaan lain adalah adanya *underlying asset* atau aset yang dijamin ketika menerbitkan sukuk. Sehingga prinsip-prinsip syariah adalah menjadi hal yang pertama dan utama dilakukan dalam proses penyaringan, penilaian strategi serta *benchmarking*-nya.

Penelitian Hendriyanto (2008) menyatakan konsep ekonomi Islam tidak hanya memperhatikan masalah larangan agama saja, namun Islam juga mengajarkan suatu konsep pembagian untung rugi (*profit and loss sharing*), profesionalitas dan juga ketelitian dalam aktivitas kegiatan ekonomi. Ekonomi Islam juga mengakui pentingnya manajemen resiko dalam kegiatan investasi. Jadi tidak hanya masalah return tinggi yang diharapkan, tapi investor harus menyadari

resiko yang dihadapinya. Sehingga semakin besar imbal hasil maka akan semakin besar pula resiko yang dapat terjadi.

Salah satu pengaruh investor dalam berinvestasi pada surat berharga adalah melihat nilai imbal hasil dari portofolio tersebut. Imbal hasil sendiri merupakan return atau pendapatan yang diterima oleh investor ketika membeli portofolio pada suatu perusahaan penerbit portofolio. Sama seperti karakteristik imbal hasil portofolio pada umumnya, nilai imbal hasil dapat dipengaruhi oleh dua faktor, yakni faktor eksternal dan faktor internal. Faktor-faktor yang bersifat eksternal seperti variabel makro yakni inflasi, nilai tukar, tingkat suku bunga atau perubahan yang terjadi pada pasar. Sementara yang bersifat internal seperti pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan, kinerja keuangan perusahaan serta kebijakan-kebijakan yang ada di perusahaan penerbit portofolio.

Di kutip dari IBPA News, Direktur Utama Penilai Harga Efek Indonesia, Ignatius Girendroheru, mengatakan bahwa BI Rate masih menjadi acuan untuk investasi obligasi. Jika BI Rate naik 25 basis poin, imbal hasil obligasi jangka panjang akan naik dan makin menarik. Namun demikian, kenaikan BI Rate tersebut sesuai dengan ekspektasi pasar karena kenaikan tersebut mempertimbangkan dampak inflasi yang bisa mengikis nilai investasi (<http://www.ibpa.co.id/News>).

Variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah imbal hasil sukuk mudharabah dari tiga perusahaan di Indonesia serta variabel ekonomi makro.

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adakah pengaruh variabel makro terhadap besaran imbal hasil sukuk mudharabah di Inonesia.

Bagian selanjutnya dari penelitian ini menguraikan teori dan bagian ketiga menjelaskan data dan metodologi yang digunakan. Hasil estimasi model dan analisisnya diberikan pada bagian keempat, sementara kesimpulan dan saran diberikan diberikan pada bagian penutup.

Teori

Sukuk adalah akar kata daripada bahasa Arab “*sakk*”, jamaknya “*sukuk* atau *sakaik*”, yang berarti “memukul atau membentur, yang bisa bermakna “pencetakan atau menempa” sehingga kalau dikatakan “*sakkan nukud*” bermakna “pencetakan atau penempahan uang”. Istilah *sakk* bermula dari tindakan

membubuhkan cap tangan oleh seseorang atas suatu dokumen yang mewakili suatu kontrak pembentukan hak, obligasi dan uang (Wahid, 2010).

Pendapat fatwa MUI No.32/DSN-MUI/II/IX/2002 tentang sukuk atau obligasi syariah berdoman pada Al-Quran dan Hadist, dalam edaran tersebut salah satu dasarnya ada dalam (QS. Al-Maidah:1), sebagai berikut: artinya: “*Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu*”. (QS.Al-Maidah: 1)

Suatu sukuk dapat dikatakan memenuhi prinsip syariah apabila seluruh kegiatan penerbitan sukuk termasuk akad atau perjanjian penerbitan tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah yakni yang bersifat adil, halal, thayyib dan maslahat. Sukuk juga harus terhindar dari *riba*, *maysir* dan *gharar*. Penerbitan sukuk memerlukan pernyataan dari Dewan Syariah Nasional (DSN) dan diakui secara umum bahwa sukuk yang diterbitkan sesuai dengan prinsip dan hukum syariah.

Imbal hasil merupakan *return* atau pendapatan yang diharapkan oleh investor dari portofolio yang dibelinya. Pada sukuk, imbal hasil dibagi dua jenis yaitu yang bersifat tetap (*fixed rate*) ataupun mengambang (*floating rate*), sesuai dengan akad dan struktur yang digunakan dalam penerbitan.

Imbal hasil yang ditawarkan oleh emiten kepada pemegang sukuk biasanya memiliki tiga sistem yakni bagi hasil, *margin* dan *fee*.

Mudharabah sebenarnya dalam Islam bertujuan untuk saling membantu antara investor dengan seorang yang ahli mengelola dana. Atas dasar saling menolong dalam pengelolaan dana itu, Islam memberikan kesempatan untuk saling kerjasama antara investor dengan seseorang yang terampil dalam mengelola dan memproduktifkan dana tersebut. Namun, bank sebagai *shahibul maal* harus paham dan menguasai manajemen resiko (*risk management*) dari usaha apa yang dijalankan oleh nasabah (*mudharib*) sehingga dapat terhindar atau meminimalisir sejauh mana dari kemungkinan adanya kredit macet dari dana yang ditempatkannya.

Terdapat dua pasar keuangan dalam membeli portofolio sukuk, yakni di pasar primer dan pasar sekunder, mekanismenya adalah:

Pasar Primer

- a) Membuka rekening tabungan di salah satu bank umum (bank umum syariah/ bank umum konvensional) dan rekening surat berharga di salah satu *sub-registry*.

- b) Mengisi formulir pemesanan dari agen penjual yang ditunjuk oleh perusahaan atau pemerintah dengan melampirkan fotokopi KTP/SIM.
- c) Menyetero dana tunai ke rekening khusus agen penjual dan menyampaikan bukti setor dana kepada agen penjual sesuai dengan jumlah pemesanan.
- d) Memperoleh hasil penjatahan dari agen penjual sesuai dengan ketentuan yang berlaku
- e) Menerima bukti kepemilikan sukuk dari agen penjual
- f) Menerima pengembalian sisa dana dalam hal jumlah pemesanan tidak seluruhnya dimenangkan.

Pasar Sekunder

- a) Pembelian Sukuk yang dilakukan dengan mekanisme bursa harus melalui perusahaan efek.
- b) Pembelian Sukuk yang dilakukan dengan mekanisme non-bursa (*over the counter*) dapat melalui perusahaan efek atau bank umum.

Dalam teori investasi klasik, tingkat bunga merupakan faktor utama yang mempengaruhi investasi, apabila tingkat bunga naik maka investasi ada kecenderungan untuk turun, sedangkan apabila tingkat bunga turun maka investasi berkecenderungan untuk menaik. Dijelaskan memang tingkat bunga memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai investasi, tetapi tidak mutlak atau bukan faktor utama yang mempengaruhi investasi karena masih ada variabel lain yang mempengaruhi tingkat investasi.

Diantaranya tingkat keuntungan investasi yang diramalkan akan diperoleh (*marginal efficiency of capital=MEC*), ramalan mengenai keadaan ekonomi di masa depan, kemajuan teknologi, tingkat pendapatan masyarakat (nasional) dan perubahan-perubahannya dan keuntungan yang diperoleh perusahaan-perusahaan.

Harry M. Markowitz (1927) memprakarsai teori portofolio modern yang berkaitan dengan estimasi investor terhadap ekspektasi risiko dan *return* dan diukur secara statistik untuk membuat portofolio investasinya. Markowitz menyatakan bahwa risiko dan pengembalian keduanya harus dipertimbangkan dengan asumsi tersedia kerangka formal untuk mengukur keduanya dalam pembentukan portofolio. Dalam bentuk dasarnya, teori portofolio dimulai dengan asumsi bahwa tingkat pengembalian atas efek dimasa depan dapat diestimasi

dan kemudian menentukan risiko dengan variasi distribusi pengembalian. Dengan asumsi tertentu, teori portofolio menghasilkan hubungan linear antara risiko dan pengembalian (<http://jurnal-sdm.blogspot.com>)

Imbal hasil atau *return* adalah keuntungan yang diperoleh perusahaan, individu dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukan. Menurut R.J. Shook, *return* merupakan laba investasi, baik melalui bunga atau deviden (Fahmi, et al., 2009). Dalam setiap investasi yang dilakukan oleh investor selain mendapat keuntungan dari imbal hasil ini, selalu ada risiko yang akan dihadapi. Secara teori, hubungan antara risiko dengan tingkat imbal hasil ini bersifat linear atau searah.

Semakin tinggi tingkat imbal hasil maka biasanya semakin tinggi pula risiko yang dihadapi serta semakin besar asset yang kita tempatkan dalam keputusan investasi maka semakin besar pula risiko yang timbul dari investasi tersebut.

Menurut Tandellin (2010), sumber-sumber risiko dari tingkat imbal hasil diantaranya adalah :

1. Risiko suku bunga, naik turunnya suku bunga perbankan akan mempengaruhi keputusan publik dalam menetapkan keputusannya. Jika suku bunga naik maka publik akan menyimpan dananya di bank seperti dalam bentuk deposito, namun jika turun maka publik akan menggunakan dananya untuk membeli saham.
2. Risiko pasar, kondisi risiko pasar dapat dilihat pada saat fluktuasi pasar, krisis moneter, dan resesi ekonomi.
3. Risiko inflasi, saat inflasi daya beli masyarakat turun, sedangkan saat normal daya beli masyarakat naik.
4. Risiko bisnis.
5. Risiko finansial.
6. Risiko likuiditas.
7. Risiko nilai tukar mata uang
8. Risiko negara, berkaitan dengan keadaan politik.

Selain itu ada risiko sistematis, tidak sistematis dan total.

1. *Systematic risk* atau risiko sistematis disebut juga dengan *market risk* atau risiko umum. Risiko sistematis adalah risiko yang bisa didiversifikasikan atau risiko yang sifatnya mempengaruhi secara menyeluruh. Contohnya krisis

moneter pada tahun 1997 di Indonesia yang telah menyebabkan banyak sekali perusahaan yang bangkrut dan meningkatnya angka pengangguran.

Selain itu terjadi pula pada tahun 2008 yaitu saat dunia dilanda krisis finansial yang salah satunya disebabkan oleh kredit *subprime mortgage* di Amerika Serikat yang sudah terlalu tinggi, dan ternyata tidak bisa diatasi lagi.

2. *Unsystematic risk* (Risiko tidak sistematis) disebut juga dengan risiko spesifik atau risiko yang dapat didiversifikasikan. Risiko yang tidak sistematis yaitu hanya membawa dampak pada perusahaan yang terkait saja. Jika suatu perusahaan mengalami *unsystematic risk* maka kemampuan untuk mengatasinya masih akan bisa dilakukan, karena perusahaan bisa menerapkan berbagai strategi untuk mengatasinya. Contohnya jika harga sekuritas perusahaan jatuh, maka perusahaan menerapkan berbagai strategi investasi.
3. *Total risk* adalah gabungan atau penjumlahan antara *systematic risk* dan *unsystematic risk*.

Hafidhudin (2003) menjelaskan bahwa investasi merupakan bentuk aktif dari ekonomi syariah. Sebab setiap harta ada zakatnya, jika harta tersebut didiamkan maka lambat laun akan termakan oleh zakatnya. Salah satu hikmah dari zakat ini adalah mendorong untuk setiap muslim menginvestasikan hartanya.

Harta yang diinvestasikan tidak akan termakan oleh zakat, kecuali keuntungannya saja. Dalam investasi mengenal harga. Harga adalah nilai jual atau beli dari sesuatu yang diperdagangkan. Selisih harga beli terhadap harga jual disebut profit margin. Harga terbentuk setelah terjadinya mekanisme pasar.

Keuntungan merupakan kompensasi dari kepayahan perjalanan, risiko bisnis dan ancaman keselamatan diri pengusaha. Sehingga sangat wajar seseorang mendapat keuntungan yang merupakan kompensasi dari risiko yang ditanggungnya.

Ekonomi syariah tidak menganut sistem bunga tetapi sistem bagi hasil. Bagi hasil yang didasarkan pada rasio yang adil antara penyedia dana dan pengusaha (pengelola dana) dipercaya akan menimbulkan alokasi sumber-sumber daya yang lebih efisien.

Banyak studi yang telah dilakukan untuk mengetahui pengaruh imbal hasil sukuk dengan variabel makro. Hartanto (2006), dalam penelitian berjudul Pengaruh Suku Bunga, Kurs Rupiah, Indeks Harga Saham Gabungan, Kinerja

Perusahaan Dan Likuiditas Perusahaan Terhadap Obligasi Syariah Di Pasar Sekunder yang meneliti Obligasi Indosat Syariah Mudharabah pada tahun 2002. Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh data yang akurat mengenai indikator-indikator ekonomi mana saja yang harus diperhatikan dalam perdagangan obligasi syariah pada pasar sekunder serta memperoleh kejelasan, apakah obligasi syariah dipengaruhi oleh indikator-indikator ekonomi sehingga mengalami perubahan harga di pasar sekunder. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda dengan program SPSS.

Wahdi (2007), berjudul Perbandingan Risiko dan Imbal Hasil Sukuk dan Obligasi Konvensional di Pasar Sekunder (Studi Kasus di Bursa Efek Surabaya 2004-2006). Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan perbandingan perbedaan imbal hasil dan risiko imbal hasil sukuk dengan obligasi konvensional di Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode analisis kuantitatif yang digunakan untuk menjelaskan perbandingan nilai imbal hasil dan risiko imbal hasil dari sukuk dan obligasi konvensional yang telah ada sejak 2004 sampai dengan pertengahan 2006.

Metodologi

Data dan Variabel

Data yang digunakan adalah data sekunder periode bulanan yang bersumber dari PT. Penilai Harga Efek Indonesia (IBPA) dan situs Bank Indonesia (www.bi.go.id). Periode waktu data penelitian selama 30 bulan dari Januari 2010 sampai Juni 2012. Pertimbangan pemilihan periode penelitian adalah sebagai berikut:

1. Data adalah data terbaru yang tersedia
2. Data imbal hasil sukuk dari IBPA (*Indonesia Bond Pricing Agency*), dimana institusi penyedia harga dan imbal hasil ini baru resmi beroperasi pada tahun 2009, tepatnya secara resmi mengeluarkan data harga dan imbal hasil sukuk negara (SBSN) pada 24 Februari 2009, sedangkan data harga dan imbal hasil sukuk korporasi sejak 22 Oktober 2009.

Ada empat variabel yang digunakan dalam penelitian ini yakni imbal hasil sukuk mudharabah, inflasi, sukuk bunga dan nilai tukar rupiah. Dalam pengambilan data imbal hasil sukuk mudharabah digunakan tehnik *non*

probability sampling (quota sampling). Quota sampling adalah tehnik untuk menentukan sampel dari populasi yang mempunyai ciri-ciri tertentu sampai jumlah quota yang diinginkan.

Setelah melewati seleksi melalui metode *purposive sampling*, terdapat 3 perusahaan yang mengeluarkan sukuk mudharabah yakni Sukuk Mudharabah I Adhi tahun 2007 yaitu *perusahaan publik yang bergerak di bidang konstruksi*, Sukuk Mudharabah I Mayora Indah tahun 2008 yaitu perusahaan yang bergerak di bidang *Food and Beverages*, dan Sukuk Subordinasi Mudharabah Bank Muamalat Tahun 2008, *perusahaan yang bergerak di bidang perbankan dengan pengelolaan berdasarkan syariat islam*.

Variabel bebas inflasi yang digunakan pada penelitian ini berdasarkan indikator Indeks Harga Konsumen (IHK). Suku bunga yang digunakan disini adalah suku bunga Bank Indonesia atau *BI Rate*. *BI Rate* sendiri merupakan suku bunga acuan perbankan dalam menentukan suku bunga deposito dan suku bunga kredit. *BI Rate* merupakan suku bunga sinyaling Bank Indonesia, dimana perubahan *BI Rate* menggambarkan respon Bank Indonesia terhadap tekanan inflasi ke depan agar tetap berada pada sasaran yang telah ditetapkan. Nilai tukar disini adalah kurs nominal rupiah terhadap US Dollar, hal ini dikarenakan kurs rupiah terhadap US Dollar banyak digunakan sebagai acuan dalam berbagai transaksi yang terjadi di Indonesia bahkan pergerakannya selalu diikuti dari waktu ke waktu.

Model Analisis

Data yang digunakan adalah data panel (*pooled data*). Menurut Wibisono (2005) Data panel adalah kombinasi dari data *time series* dan *cross-section*. Penggabungan kedua jenis data dapat dilihat bahwa variabel terikat imbal hasil sukuk terdiri dari beberapa unit perusahaan (*cross-section*) namun dalam berbagai periode waktu (*time series*). Data yang seperti inilah yang disebut dengan data panel.

Data yang digunakan dalam penelitian merupakan data panel , seperti yang dibahas pada bab sebelumnya bahwa data panel dapat dianalisis dengan menggunakan 3 macam pendekatan model, yaitu *pooled least square*, *fixed effect model* dan *random effect model*.

Ketiga model tersebut merupakan asumsi yang ditetapkan dalam melakukan estimasi data panel. Selain harus menetapkan bentuk asumsi yang

paling tepat, harus ditetapkan juga metode estimasi yang paling tepat antara metode estimasi PLS (Jika diasumsikan tidak memiliki masalah heteroskedastisitas) dan GLS (Jika memiliki masalah pada heteroskedastisitas).

Namun dalam menguji metode *random effect*, syarat yang harus dipenuhi adalah jumlah observasi yang harus sama atau lebih besar dari jumlah koefisien variabelnya (Baltagi, 2005). Penelitian ini hanya menggunakan 3 observasi perusahaan dan 4 koefisien variabel. Oleh karena itu model metode *random effect* dapat diabaikan.

Setelah model pendekatan yang paling baik telah ditentukan, maka selanjutnya model di uji dalam berbagai pengujian, yakni uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa persamaan ini bersifat BLUE dan pengujian hipotesis untuk menjelaskan pengaruh antar variabel.

Adapun model estimasi dalam bentuk umum dapat ditulis sebagai berikut:

$$IH_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 I_{i(t-1)} + \alpha_2 BI_{i(t-1)} + \alpha_3 NT_{i(t-1)} + \varepsilon$$

Dimana:

IH = Variabel terikat imbal hasil (nominal)

I = Inflasi (%)

BI = BI Rate (%)

NT = Nilai tukar rupiah (ribu Rp)

i = Jenis perusahaan

t = Waktu

ε = *Standard error*

Hasil Dan Analisis

Dari hasil pengujian data menggunakan regresi data panel model *fix effect* dengan estimasi *cross-section SUR*, diperoleh hasil hipotesis sebagai berikut.

Tabel 1. Hasil Uji Hipotesis

Variabel Bebas	Koefisien	Signifikansi			Tanda Koefisien Hasil Regresi
		t-stats	Prob.	Signifikan/Tidak	
Inflasi	0.4635	0.3213	0.748	Tidak Signifikan	+
BI Rate	24.369	4.4428	0.000	Signifikan	+
Nilai Tukar	3.4737	5.2737	0.000	Signifikan	+

Berdasarkan tabel 1, diturunkan persamaan model dari koefisien yakni:

$$IH = -30.9 + 0.46 I + 24.36 BI + 3.47 NT$$

$$SE \quad (6.19) \quad (1.44) \quad (5.48) \quad (0.65)$$

$$t\text{-stats} \quad (-5.00) \quad (0.32) \quad (4.44) \quad (5.27)$$

$$R^2 = 0.727$$

$$F \text{ Statistik} = 44.85$$

Hasil estimasi nilai R^2 sebesar 0.727. Artinya secara bersama-sama variabel inflasi, BI Rate dan nilai tukar rupiah mempengaruhi variabel imbal hasil sukuk mudharabah sebesar 72%, sedangkan sisanya sebesar 28% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Nilai konstanta pada model sebesar -30.9 yang artinya jika inflasi, BI Rate dan nilai tukar rupiah sebesar 0, maka nilai imbal hasil sukuk akan turun sebesar 30.9 miliar rupiah.

Tidak berpengaruhnya variabel inflasi terhadap imbal hasil sukuk mudharabah mematahkan teori imbal hasil dan risiko yang menyebut bahwa inflasi membuat biaya produksi meningkat, sehingga profitabilitas perusahaan akan turun dan secara tidak langsung menurunkan imbal hasil yang akan diperoleh para investor.

Artinya hasil penelitian mendukung teori investasi syariah yang menyebut bahwa penanaman portofolio syariah hanya pada perusahaan yang bergerak di bidang sektor riil, sehingga permintaan dan penawaran uang berada di posisi seimbang.

BI Rate merupakan variabel yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil sukuk mudharabah. Sehingga kenaikan BI Rate akan membuat kenaikan pada imbal hasil sukuk mudharabah. Di dukung penelitian dari Joko (2008) tentang pengaruh BI Rate terhadap pasar keuangan yang menjelaskan bahwa kontraksi moneter menyebabkan kenaikan suku bunga dan menurunkan harga. Turunnya harga akan menarik minat investor untuk berinvestasi karena imbal hasil akan meningkat, sehingga pasar obligasi menjadi lebih atraktif dan bergairah. Nilai imbal hasil mempunyai hubungan terbalik dengan harga portofolio, namun selaras dengan tingkat suku bunga.

Hasil ini menjelaskan bahwa sukuk di Indonesia masih dipengaruhi oleh faktor konvensional. Artinya investor bersifat rasional, sehingga dalam menentukan

investasi tidak hanya melihat faktor syariah saja namun juga mempertimbangkan tingkat pendapatan dan keinginan di masa datang

Sebagai komplimen dari meningkatnya suku bunga simpanan perbankan, dalam rangka mendapatkan pendapatan yang besar di masa datang menarik investor untuk menanamkan modalnya pada instrumen lain yang menjanjikan profitabilitas yang tinggi.

Variabel nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil sukuk mudharabah. Berbeda dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa apresiasi nilai tukar rupiah terhadap dollar akan membuat imbal hasil meningkat karena akan memperkecil biaya impor produksi dan meningkatkan pendapatan. Pada hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ketika nilai tukar rupiah mengalami depresiasi, imbal hasil sukuk mudharabah meningkat. Hal ini bisa terjadi karena perusahaan yang diteliti oleh penulis merupakan perusahaan yang banyak mengekspor produk ke luar negeri. Sehingga depresiasi mata uang rupiah terhadap dollar akan membuat barang yang di ekspor menjadi lebih mahal di luar negeri dan membuat pendapatan perusahaan dalam negeri meningkat yang diikuti dengan kenaikan imbal hasil sukuk mudharabah.

Analisis Efek Individu

Analisis ini digunakan karena penelitian menggunakan model *fixed effect*, yang berarti intersep antar perusahaan berbeda. Efek individu yang dihasilkan oleh model *fixed effect* merupakan gambaran dari heterogenitas dari setiap perusahaan yang diteliti. Intersep menunjukkan bahwa tiap-tiap perusahaan memiliki tingkat imbal hasil yang berbeda. Hasil intersep bisa dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Nilai Intersep Setiap Perusahaan

Nama Perusahaan	Nilai Intersep Antar Perusahaan
PT. Adhi Karya Persero Tbk	-0.027990
PT. Bank Syariah Muamalat Tbk	0.159962
PT. Mayora Indah Tbk	-0.131972

Intersep terbesar pada model ini ada pada perusahaan PT. Bank Syariah Muamalat Tbk sebesar 0.15, dengan kata lain tingkat imbal hasil pada

perusahaan ini paling besar di antara perusahaan lain dan paling kecil pengaruhnya terhadap variabel makro ekonomi. Ini dikarenakan modal investasi dari portofolio sukuk subordinasi PT. Bank Syariah Muamalat tersebar di berbagai sektor industri baik industri berat atau ringan, sehingga imbal hasil yang di dapat kemungkinan lebih besar dan efek dari variabel makro tidak terlalu besar di banding perusahaan lain.

Posisi kedua besarnya imbal hasil sukuk adalah PT. Adhi Karya sebesar -0.027, ini dikarenakan PT. Adhi Karya memiliki lini usaha kontruksi yang besar, dalam website resminya (www.adhi.co.id) PT Adhi Karya selain melayani jasa kontruksi juga melayani proyek EPC (*Engineering, Procurement and Construction*), investasi kontruksi, *property* dan *real estate*. Dengan nilai proyek kontruksi yang besar tersebut membuat PT. Adhi Karya memiliki nilai imbal hasil yang lebih tinggi dibanding PT. Mayora Indah.

Di posisi ketiga ada PT. Mayora Indah sebesar -0.13, artinya imbal hasil sukuk Mayora paling banyak dipengaruhi oleh variabel makro dan paling kecil nilai imbal hasilnya, faktor ini mungkin dikarenakan PT. Mayora Indah merupakan perusahaan yang nilai proyek nya tidak sebesar dua perusahaan lainnya namun paling banyak melakukan ekspor barang. Di kutip dalam portal berita (www.okezone.com) pada tahun 2012 PT. Mayora Indah menguasai pangsa ekspor hingga 35% yang produknya tersebar di 85 negara di dunia. Nilai ekspor yang besar inilah yang diperkirakan mengapa imbal hasil sukuk mudharabah PT. Mayora Indah paling banyak dipengaruhi oleh variabel makro ekonomi.

Kesimpulan

Berdasarkan analisis regresi data panel yang telah dilakukan maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk mudharabah, hal ini disebabkan sukuk merupakan instrumen syariah yang menggunakan sistem bagi hasil sehingga posisi permintaan dan penawaran uang berada di posisi seimbang sehingga kenaikan inflasi tidak akan mempengaruhi nilai imbal hasil sukuk mudharabah di Indonesia.
2. Suku bunga dalam hal ini BI Rate memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap imbal hasil sukuk. artinya kenaikan pada BI Rate diikuti oleh kenaikan imbal hasil sukuk mudharabah. Naiknya BI Rate membuat suku

bunga simpanan perbankan ikut meningkat, menyebabkan harga sukuk menurun dan membuat perusahaan penerbit meningkatkan imbal hasil agar menarik di pasar sekunder. Ini menunjukkan investor bersifat rasional, dalam menentukan investasi tidak hanya melihat faktor syariah namun juga mempertimbangkan tingkat pendapatan. Sebagai komplimen dari meningkatnya suku bunga simpanan perbankan, investor menanamkan modalnya pada instrumen lain yang menjanjikan profitabilitas tinggi.

3. Nilai tukar rupiah memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap imbal hasil sukuk mudharabah. Artinya naiknya nilai nominal rupiah terhadap dolar atau depresiasi nilai tukar rupiah membuat imbal hasil sukuk meningkat. Ini disebabkan perusahaan penerbit sukuk banyak melakukan ekspor produksi, sehingga depresiasi membuat mata uang rupiah di luar negeri menjadi mahal yang membuat perusahaan pengeksport mendapat profit yang besar dan mempengaruhi imbal hasil sukuk mudharabah.

Berdasarkan hasil penelitian skripsi ini, maka saran dari penulis adalah:

1. Agar imbal hasil sukuk tetap stabil dan tidak terpengaruh kebijakan BI terhadap BI Rate diperlukan peran serta pemerintah untuk menetapkan aturan kepada perusahaan penerbit agar acuan BI Rate bukan menjadi salah satu variabel pengaruh yang dapat mempengaruhi sukuk namun profitabilitas dari perusahaan yang harus jadi prioritas utamanya, diversifikasi perusahaan pada berbagai sektor merupakan kebijakan baik untuk perusahaan agar profit perusahaan meningkat. Selain membuat tingkat imbal hasil sukuk mudharabah stabil, hal tersebut juga membuat nilai syariah sukuk tetap pada kaidahnya.
2. Untuk meningkatkan imbal hasil sukuk ditengah menurunnya ekspor barang karena apresiasi nilai mata uang rupiah adalah dengan memanfaatkan keuntungan dari apresiasi itu sendiri. Ketika apresiasi, impor bahan mentah untuk produksi dalam negeri menjadi lebih murah biayanya, dan perusahaan dapat meningkatkan kualitas produknya namun dengan harga yang terjangkau dan kompetitif di pasar luar negeri. Selain itu membatasi konsumsi masyarakat pada barang impor serta peran pemerintah dalam sosialisai produk lokal yang tidak kalah kualitasnya dapat menumbuhkan pertumbuhan ekonomi dalam negeri.

Amalia Febriani, Nairobi, Tiara Nirmala

Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Imbal Hasil Sukuk Mudharabah Di Indonesia

Daftar Pustaka

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. 2008. *Shari'a Board Resolution*.
http://www.aaofii.com/aaofii_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf

Al-Qur'an dan Terjemahannya

Ajija, R. Shochrul., Dyah W. Sari, Rahmat H. Setianto, Martha R. Primanti. 2011. *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Jakarta: Salemba Empat

Ariff , Mohamed., Meysam Safari and Shamsheer Mohamad. 2012. "Sukuk securities, their definitions, classification and pricing issues". *Market for Sukuk Securities: The Theory and Practice of Profit Sharing Investment* (pp. 11-41)

Ascarya and Diana Yumanita. 2008. "Comparing The Development of Islamic Financial/Bond Markets in Malaysia and Indonesia" *Buletin Ekonomi, Moneter dan Perbankan*, Bank Indonesia, Vol. 11, No.2, October 2008.

Asnawi, Said Kelana dan Wijaya, Chandra. 2005. *Riset Keuangan: Pengujian-pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.

Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.
<http://www.bapepam.go.id/syariah/index.html>

Baltagi, H. Badi. 2005. *Econometric Analysis OF Panel Data, 3rd Edition*. England: Jonh Wiley & Sons Ltd.

Bank Indonesia. www.bi.co.id

Cakir and Raei (u.d). "Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at Risk?" IMF Working Paper No. WP/07/237.

Dewan Syariah Nasional MUI. 2002. *Undang-Undang No. 32 Tahun 2002 tentang Obligasi Syari'ah*. Jakarta

Eviews 5.1. User's Guide

Fadli, Ferdi. 2011. [Peran Pertumbuhan Ekonomi dan Intervensi Pemerintah di Bidang Fiskal Terhadap Kemiskinan, Pengangguran dan Ketimpangan Distribusi Pendapatan di Indonesia Periode 2005 - 2008](#). Jakarta.

Fahmi, Irham dan Yovi Lavianti Hadi. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi: Teori Dan Soal Jawab*. Bandung: Alfabeta.

Firdaus, Muhammad. 2005. *Konsep Dasar Obligasi Syariah*. Jakarta: Renaisan

Godlewski, Christophe J., Turk Ariss, Rima and W. Lauren. 2010. Are Islamic Investment Certificates Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Sukuk Issues. LaRGE Working Paper No. 2010-05.

- Greene, William H. 2012. *Econometric Analysis, 7th Edition*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Gujarati, N. Damodar. 2003. *Basic Econometrics, 4th edition*. New York: McGraw-Hill
- Gupta, Chevalier dan Sayekt. 1997. *The Causality Between Interest Rate, Exchange Rate And Stock Price in Emerging Markets : The Case Of The Jakarta Stock Exchange*.
- Hafidhuddin, Didin. 2003. *Manajemen Syariah dalam Praktik*. Jakarta: Gema Insani.
- Hartanto Syafirdi, R. 2006. Pengaruh Suku Bunga, Kurs Rupiah, Indeks Harga Saham Gabungan, Kinerja Perusahaan Dan Likuiditas Perusahaan Terhadap Obligasi Syariah Di Pasar Sekunder - Studi Kasus di Obligasi Syariah Indosat Mudharabah 2002. *Thesis*. Universitas Indonesia. Depok, Jawa Barat.
- Hendriyanto. 2008. Pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan, Suku Bunga, Kurs Dan Risiko Terhadap Imbal Hasil Reksadana Syariah Dan Konvensional. *Thesis*. Universitas Indonesia. Depok, Jawa Barat.
- Indonesian Debt Management Office. www.dmo.co.id
- Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA). www.ibpa.co.id
- Islamic Finance Information Service Sukuk Database. www.securities.com/products/ifis
- Joko Nugraha, Prastowo. 2008. Dampak BI Rate Terhadap Pasar Keuangan: Mengukur signifikansi respon instrument pasar keuangan terhadap kebijakan moneter. Working Paper No. 21. Bank Indonesia.
- Levine, Sheen and J. Zajac, Edward. 2006. The Social Life of Financial Bubbles. *Institutional Theory Conference at the University of Alberta 2006*.
- Mankiw, Gregory N. 2000. *Pengantar Ekonomi*. Jakarta: Erlangga
- McEachern, A. William. 2000. *Ekonomi Makro Pendekatan Kontemporer*. Jakarta: Salemba Empat
- Mishkin, R. Fraderic. 2008. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Nachrowi, N.D dan Hardius Usman. 2005. *Penggunaan Tehnik Ekonometrika, Edisi Revisi*. Jakarta: Rajawali Press.
- PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia. www.ksei.co.id

Amalia Febriani, Nairobi, Tiara Nirmala

Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Imbal Hasil Sukuk Mudharabah Di Indonesia

Rais, Sasli. 2003. Teori Keynes Dan Investasi Syariah. *Makalah Kekhususan Magister Ekonomi Dan Keuangan Syariah*. Universitas Indonesia. Depok, Jawa Barat.

Shaik, Salman and Saeed, Shan. 2010. Sukuk Bond: The Global Islamic Financial instrument. MPRA Paper No. 26700.

Sukirno, Sadono. 2006. *Makroekonomi Teori Pengantar*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada

Syauqi Beiq, Irfan and Didin Hafidhuiddin. 2008. "Enhancing The Role of Sukuk on Agriculture Sector Financing in Indonesia: Proposed Models". Islamic Research & Training Institute.

Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio Dan Investasi: Teori Dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.

Usman, Berto. 2011. Analisis Dampak Terjadinya Krisis Ekonomi Di Amerika yang Diproksi Oleh Dow Jones Index (DJI) Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Periode Waktu Januari 2007-Desember 2011. <https://bertousman.wordpress.com>

Wahdi, Affandi. 2007. Perbandingan Risiko dan Imbal Hasil Sukuk dan Obligasi Konvensional di Pasar Sekunder (Studi Kasus di Bursa Efek Surabaya 2004-2006). *Thesis*. Universitas Indonesia. Depok, Jawa Barat.

Wahid, Nazaruddin. 2010. *Sukuk Memahami dan Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah*. Yogyakarta: Ar-Ruzz Media

Wilson, R. 2006. Innovating in Structuring of Sukuk Securities. *Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut, 23rd – 24th February 2006*. Humanomics. Vol. 24 pp. 170-181

Widarjono, Agus. 2005. *Ekonometrika, teori dan aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia.

Wibisono, Yusuf. 2005. *Metode Statistik*. Yogyakarta: Gajah Mada University Press.

www.bisniskeuangan.kompas.com

www.forum-ekonometrika.blogspot.com

www.ibpa.co.id/news

www.jurnal-sdm.blogspot.com

www.mujaahidinimeis.wordpress.com

www.republika.co.id/berita/bisnis-syariah

Yahoo Finance. <http://finance.yahoo.com/>

Zakaria, Wan Abbas. 2006. *Ekonomi Makro*. Lampung: Universitas Lampung

Zawya Sukuk Report. <http://www.zawya.com/sukuk/>