

## BAB I

### PENDAHULUAN

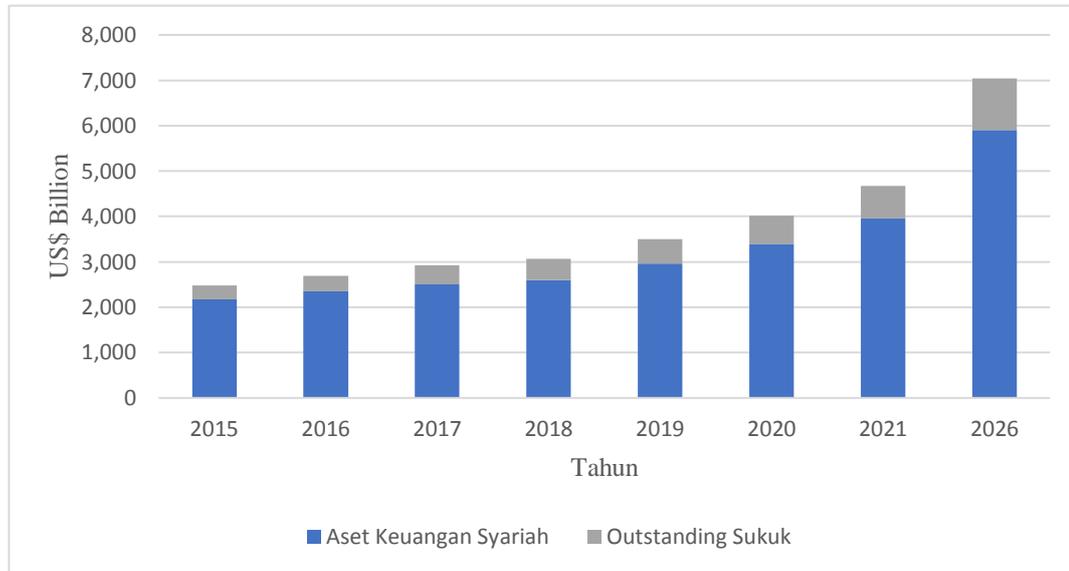
#### 1.1 Latar Belakang

Perkembangan perekonomian global menjadikan ekonomi syariah sebagai daya tarik konsumen muslim seluruh dunia. Instrumen keuangan Islam tidak hanya masif di negara Asia, namun perkembangannya sudah sampai negara maju melalui aktivitas investasi syariah. Munculnya bermacam institusi keuangan Islam ikut merespon pertumbuhan ekonomi syariah di Indonesia dengan mengedepankan manfaat sosial atau *tabarru* di samping tujuan keuntungan (Halim, 2020). Didukung informasi dari *World Population Review 2020*, Indonesia mencatatkan jumlah penduduk muslim terbesar dibandingkan negara lainnya mencapai 87,2% dari keseluruhan penduduk. Potensi tersebut harusnya menjadi peluang lebih lanjut pertumbuhan investasi untuk meningkatkan kemakmuran dan kemajuan dalam keuangan syariah Indonesia.

Instrumen investasi syariah sukuk beberapa tahun belakang menjadi salah satu pilihan diversifikasi yang diminati investor hingga datang dari luar negeri. Sukuk sering dianggap sebagai obligasi syariah karena investasi jenis ini tergolong sebagai jaminan negara, tepatnya Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang resmi dikeluarkan oleh pemerintah untuk mendukung pembangunan negara. Sukuk negara banyak diminati publik salah satunya karena peningkatan modal yang tidak menguntungkan akibat tingginya biaya emisi dibandingkan sukuk korporasi. Diperkirakan sukuk negara akan terus meningkat didukung dengan mekanisme pendalaman dan pengembangan pasar keuangan syariah melihat masifnya iklim investasi untuk proyek pembangunan infrastruktur nasional (Widiyanti & Sari, 2019).

Sejak berlakunya UU No. 19 Tahun 2008 tentang SBSN yaitu sukuk negara, pemerintah semakin memanfaatkan instrumen tersebut dalam perekonomian. Terhitung pemerintah Indonesia sudah menerbitkan sukuk negara dalam mata uang dolar dan rupiah dengan metode penerbitan *lelang*, *book building* dan *private placement*. Total *outstanding* sukuk negara hingga Desember 2021 sebesar Rp 1.157,06 triliun atau 19% dari total Surat Utang Negara (SUN).

Dalam pengelolaan, komponen yang turut mendorong peningkatan likuiditas sukuk negara adalah ketersediaan pasokan surat berharga, sehingga pemerintah Indonesia terus menaikkan persentase penerbitan sukuk untuk diperdagangkan setiap tahunnya (IIFM, 2022).



Gambar 1. 1 Pertumbuhan Aset Keuangan Syariah dan Outstanding Sukuk Indonesia

Sumber: IFDI (*Islamic Finance Development Indicator*) 2022

Sukuk yang telah diterbitkan sampai sekarang bukan sekedar penjualan utang namun mencerminkan keikutsertaan dalam *underlying asset* karena sertifikat yang dimiliki mewakili kepentingan emiten yang tidak terbagi atas aset tersebut. Kebutuhan pendanaan menjadi alasan pengembangan instrumen sukuk untuk mengantisipasi penerimaan negara atas APBN yang mengalami tekanan cukup besar terutama masa sulit ekonomi saat pandemi (Normasyhuri, et al., 2022). Melalui penerbitan sukuk, pemerintah turut serta membangun dan mengembangkan pasar keuangan syariah Indonesia. Pembiayaan proyek melalui instrumen ini akan memotivasi investor berkontribusi dalam pembangunan ekonomi sesuai ketentuan syariah (Fadila, et al., 2022). Tidak hanya di Indonesia, beberapa negara seperti Malaysia dan Nigeria menjadikan sukuk sebagai alternatif instrumen keuangan yang efektif membiayai anggaran dan pelengkap infrastruktur dalam mencapai tujuan pembangunan nasional. Dengan demikian pemerintah mengintegrasikan sukuk sebagai bagian kebijakan strategis fiskal untuk

pembiayaan anggaran dan defisit infrastruktur yang merangsang investasi dan pertumbuhan ekonomi (Mustafa, 2019; Fadila, et al., 2022).

Salah satu jenis sukuk adalah Sukuk Negara Ritel yang diterbitkan oleh pemerintah melalui perusahaan penerbit yang bertindak sebagai agen penjualan sukuk tersebut (Nafik, 2009). Sukuk Negara Ritel pertama kali diterbitkan pada tahun 2009 dan kemudian terus diterbitkan dengan seri yang berbeda-beda setiap tahunnya sampai seri yang baru jatuh tempo yaitu seri SR-011 per Mei 2022.

Seperti obligasi, sukuk juga diperdagangkan di pasar primer dan pasar sekunder. Sejak awal penerbitan, Sukuk Negara Ritel menawarkan imbal hasil di pasar primer berkisar antara 6% – 12% pertahunnya. Investor yang membeli dan menahan Sukuk Negara Ritel hingga jatuh tempo akan menerima pendapatan yang dibayarkan setiap bulan. Namun permasalahannya adalah ketika di pasar sekunder saat sukuk diperdagangkan, tingkat keuntungannya dapat berubah. Perubahan tersebut dapat disebabkan karena penyesuaian harga sukuk di pasar yang memungkinkan investor memperoleh tambahan keuntungan atau kerugian dari selisih harga tersebut. Sehingga dalam proses pengembangannya sukuk tidak luput dari harapan tingkat imbal hasil yang tinggi atas sukuk tersebut. Dengan kata lain, banyaknya sukuk yang akan diterbitkan disesuaikan dengan permintaan investor. Salah satunya adalah mempertimbangkan tingkat imbal hasil atau disebut *yield* saat membeli sukuk (Karimah, 2013). Oleh karena itu, fluktuasi harga dan faktor- faktor yang mempengaruhi perubahan *yield* perlu di cermati oleh investor dan emiten (Budhi & Teguh, 2011).

Melihat pada jumlah investor yang mengalami tren positif sejak peluncurannya, Sukuk Negara Ritel cukup diminati masyarakat Indonesia. Meskipun terjadi fluktuasi jumlah investor Sukuk Negara Ritel, trennya menunjukkan jumlah investor cenderung terus meningkat hingga tahun 2022. Hal ini disebabkan adanya fluktuasi *yield* atau nilai imbal hasil yang mempengaruhi minat masyarakat untuk berinvestasi di Sukuk Negara Ritel (Budiman, 2018). Berikut seri Sukuk Negara Ritel yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia yang sudah mengalami jatuh tempo per Maret 2022:

Tabel 1. 1 Seri Sukuk Negara Ritel SR-011 sampai SR-011

Seri	Terbit/ Jatuh Tempo	Tenor (tahun)	Imbal Hasil (yield per tahun)	Nilai Penerbitan (miliar)	Jumlah Investor
SR-001	25/2/9/ s.d 25/2/12	3	12,00%	Rp 5.560	14.295
SR-002	10/2/10 s.d 10/2/13	3	8,70%	Rp 8.030	17.231
SR-003	23/2/11/ s.d 23/2/14	3	8,15%	Rp 7.340	15.487
SR-004	21/3/12/ s.d 21/3/15	3,5	6,25%	Rp 13.610	17.606
SR-005	27/2/13/ s.d 27/2/16	3	6,00%	Rp 14.968	17.783
SR-006	5/3/14/ s.d 5/3/17	3	8,75%	Rp 19.323	34.692
SR-007	11/3/15/ s.d 11/3/18	3	8,25%	Rp 21.965	29.706
SR-008	10/3/16/ s.d 10/3/19	3	8,30%	Rp 31.500	48.444
SR-009	22/3/17 s.d 10/3/20	3	6,90%	Rp 14.037	29.838
SR-010	21/3/18/ s.d 10/3/21	3	5,90%	Rp 8.436	17.922
SR-011	28/3/19/ s.d 10/3/22	3	8,05%	Rp 21.117	20.630

Sumber: Data diolah, Kemenkeu

Berdasarkan tabel di atas penjualan Sukuk Negara Ritel pada seri SR-011 memperoleh hasil penjualan sebesar Rp 21,11 triliun dengan jumlah investor tercatat mencapai 20.630 orang. Penjualan sukuk justru melebihi target indikatif pemerintah sebesar Rp 10 triliun. Melihat dari imbal hasil tahunan dua seri sebelumnya yang mengalami penurunan sebelum akhirnya meningkat kembali pada seri SR-011. Menurut Sutedja (2019) Sukuk Negara Ritel seri SR-011 terbilang menarik bagi investor. Imbal hasil sukuk seri SR-011 lebih tinggi dibandingkan Surat Utang Negara (SUN) tenor 10 tahun. Penetapan *yield* sebesar 8,05% tidak membuat sukuk seri SR-011 menjadi kurang menarik bagi investor.

Sepanjang masa aktif sukuk hingga jatuh tempo, seri SR-011 dihadapkan dengan penurunan kondisi perekonomian yang mengalami guncangan akibat pandemi. Pandemi yang terjadi 2020 lalu memberikan pelajaran berharga pada sektor pasar modal khususnya investasi syariah. Sukuk yang berisiko terhadap fluktuasi ekonomi nasional maupun global turut merasakan ketidakpastian iklim investasi. Penurunan perekonomian yang terjadi mengakibatkan investor kehilangan kepercayaan terhadap iklim investasi. Karena, jika pertumbuhan ekonomi stagnan dan menurun dapat mengakibatkan perlambatan pertumbuhan aset berharga yang ditanamkan di pasar keuangan akibat perlambatan ekonomi (Aliah, 2020). Pada dasarnya kondisi perekonomian akan mempengaruhi tingkat pengembalian dari sukuk tersebut (Normasyhuri, et al., 2022).

Risiko dan fluktuasi yang terjadi pada akhirnya akan memperlambat investasi. Pandemi menyebabkan pertumbuhan ekonomi global turun pada tahun 2020 dengan angka proyeksi sebesar -4,4% (IMF, 2020). Pandemi juga mengguncang harga minyak dunia dan mempengaruhi pergerakan harga energi. Kondisi ini membuat aktivitas ekonomi melambat tajam di seluruh dunia sehingga permintaan minyak bumi dan produknya menjadi anjlok (Nugraheni & Inayah, 2022). Guncangan harga minyak akan menimbulkan ketidakpastian harga minyak di masa depan dan akan menunda iklim bisnis (Guo & Kliesen, 2005). Wiafie & Quaidoo (2014) juga menambahkan bahwa secara keseluruhan dari guncangan harga minyak menyebabkan penurunan investasi agregat. Penurunan tajam pada harga minyak juga belum tentu bersifat ekspansif dalam jangka pendek. Sehingga perubahan harga minyak baik guncangan positif maupun negatif meningkatkan ketidakpastian dalam perekonomian dan menyebabkan stagnansi dalam iklim investasi (Elder, et al., 2009).

Parameter keuangan global selanjutnya yang juga rawan terdampak adalah nilai tukar. Tidak hanya nilai tukar Indonesia yang berfluktuasi, tetapi negara lain juga mengalami hal yang sama, seperti Peso Colombia turun 17,6%, Rubel Rusia turun 18,5% dan Peso Meksiko turun 7,5%. Nilai tukar rupiah berada di kisaran Rp 14.000/USD sebelum dolar menguat akibat pandemi, dan telah terdepresiasi menjadi Rp 16.600/USD selama pandemi. Nilai tukar rupiah Indonesia terus melemah menyebabkan kepanikan di pasar global dan tekanan likuiditas yang membuat dolar menguat (Haryanto, 2020). Kondisi ini menyebabkan tekanan yang membuat investor akan kehilangan kepercayaan terhadap sekuritas dalam negeri dan membuat pasar modal Indonesia semakin memburuk.

Menurut Bayir & Bagci (2021) terdapat dua mekanisme pengaruh nilai tukar terhadap investasi. Pertama, depresiasi mata uang meningkatkan permintaan luar negeri. Ekspektasi keuntungan investor atau perusahaan meningkat berdasarkan kenaikan permintaan luar negeri. Dengan demikian, investor akan meningkatkan pengeluaran investasi mereka, dan begitu sebaliknya ketika apresiasi. Kondisi kedua, depresiasi mata uang juga meningkatkan biaya input impor. Dalam hal ini, perusahaan mengurangi pengeluaran investasi, begitu sebaliknya kondisi apresiasi. Berdasarkan kerangka teoritis tersebut, kepekaan

investor terhadap nilai tukar dalam keputusan berinvestasi pada instrumen sukuk terkait dengan dua kondisi dasar tersebut (Bayir & Bagci, 2021). Pergerakan nilai tukar akan menentukan pergerakan harga dan perdagangan di pasar sukuk. Ketidakstabilan ini turut menyebabkan perdagangan sukuk juga akan ikut berfluktuasi dalam merespon kondisi global (Garini, 2016).

Respon ekonomi di lain sisi juga mendapat pengaruh dari pergerakan ekonomi nasional. Dalam teori ekonomi, investasi memiliki hubungan positif karena semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, pendapatan yang ditabung juga akan semakin besar dan menciptakan ruang bagi investasi (Zaenuddin, 2018). Perubahan suku bunga berpengaruh terhadap naik turunnya *yield* sukuk. Ketika suku bunga turun, emiten sukuk menawarkan *yield* yang lebih rendah dan harga sukuk di pasaran mengalami kenaikan. Begitu pula sebaliknya, ketika suku bunga naik maka harga sukuk di pasaran akan mengalami penurunan (Risandy, 2021). Hal ini tentunya akan mempengaruhi pergerakan *yield* sukuk yang dijadikan referensi perolehan pendapatan oleh investor.

Kondisi yang sama juga mengarahkan perhatian ekonomi atas efek domino perubahan variabel. Inflasi tidak dapat dikesampingkan untuk masalah investasi. Dampak pandemi membuat perkiraan target inflasi jauh dari estimasi 3%. Inflasi bulanan per Desember 2020 tercatat diangka 0,68% dengan inflasi tahunan sebesar 1,68% (BPS, 2020). Angka ini merupakan inflasi terendah dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Inflasi yang terlalu rendah mengancam investasi portofolio yang tidak lagi menarik bagi masyarakat untuk melakukan bisnis karena berkurangnya uang yang beredar di masyarakat akan membuat keuntungan investasi tidak maksimal. Jika melihat perbandingannya, paling tidak tingkat pengembalian yang diterima dari investasi lebih besar atau setidaknya sama dengan tingkat inflasi dan kondisi sebaliknya yang membuat pengembalian nyata investasi tersebut akan minus (Kusumastuti, 2016).

Pengembalian berupa imbal hasil *yield* tersebut menjadi pertimbangan penting bagi investor untuk memutuskan pembelian instrumen investasi yang akan diterima ketika jatuh tempo (Pardiansyah, 2017). Ketika *yield* sukuk rendah, pada saat yang sama berarti harga sukuk mengalami kenaikan atau minat investor tinggi atas produk sukuk negara atau kondisi sebaliknya. Sentimen investor dalam

merespon ekonomi mempengaruhi permintaan investor atas sukuk (Romdani, 2019).

Terbukanya kesempatan berinvestasi pada instrumen syariah menjadi peluang bagi siapapun untuk meningkatkan pendanaan. Dalam Islam juga menganjurkan untuk tidak menimbun kekayaan agar dikelola produktif dan terhindar dari unsur yang dilarang syariat serta transaksi lainnya yang dapat merugikan (Saputra, et al., 2013). Dibandingkan dengan produk obligasi, literatur penelitian terkait sukuk masih terbatas untuk ditemukan. Walaupun keduanya terkategori sebagai produk obligasi namun terdapat perbedaan struktur mendasar di antara keduanya. Beberapa studi telah melakukan penelitian terkait sukuk, namun penelitian-penelitian sebelumnya menemukan hasil estimasi yang berbeda sehingga hasil estimasi yang dilakukan menunjukkan inkonsistensi sifat hubungan tersebut. Tingkat *yield* yang akan diterima oleh investor dari pembelian instrumen sukuk negara tersebut akan menentukan pilihan investasi terbaiknya. Hal ini menarik untuk dilihat bagaimana perubahan tingkat *yield* sampai jatuh tempo. Apakah variabel makroekonomi akan mempengaruhi kenaikan imbal hasil Sukuk Negara SR-011 dan bahkan sepanjang periode berjalan. Seri Sukuk Negara Ritel ini merupakan seri yang baru jatuh tempo per Maret 2022. Oleh karena itu peneliti berfokus pada seberapa besar dampak perubahan makroekonomi yang terjadi terhadap tingkat *yield* sukuk SR-011. Dalam penelitian ini variabel makroekonomi yaitu harga minyak dunia, nilai tukar, inflasi dan BI Rate digunakan untuk menganalisis pengaruh terhadap *yield* sukuk negara.

## 1.2 Rumusan Masalah

Sektor industri ekonomi syariah turut menjadi penyumbang terhadap PDB Indonesia. Keuangan syariah tidak hanya mendatangkan kemaslahatan secara nasional, namun performa ekonomi syariah Indonesia juga merupakan salah satu penyumbang keuangan syariah global. Oleh karena itu, perubahan pada variabel makroekonomi sepanjang periode seri SR-011 akan mempengaruhi iklim investasi syariah Indonesia. Pada kajian ini yang menjadi permasalahan pokok: Bagaimana pengaruh harga minyak dunia, nilai tukar, inflasi, dan BI Rate terhadap *yield* Sukuk Negara Ritel seri SR-011

### 1.3 Tujuan Penelitian

Untuk memfokuskan arah dan hasil penelitian, maka ditetapkan tujuan penelitian untuk mengkaji serta menganalisis pengaruh harga minyak dunia, nilai tukar, inflasi, dan BI Rate terhadap *yield* Sukuk Negara Ritel seri SR-011.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Adapun hasil penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut:

#### 1. Manfaat Akademis.

Penelitian ini dapat dijadikan pengetahuan terhadap sukuk negara sebagai instrumen keuangan syariah dan dapat dijadikan referensi dalam penelitian sejenis.

#### 2. Manfaat Praktis

- a. Bagi pelaku bisnis, kajian ini bermanfaat untuk memperoleh informasi mengenai aktivitas dan transaksi di pasar keuangan syariah serta menjadi pertimbangan bagi pelaku bisnis menentukan instrumen terbaik dalam berinvestasi sekaligus membantu negara dalam pengembangan keuangan syariah.
- b. Bagi pemerintah, sebagai pertimbangan pengkajian kebijakan yang efektif dan efisien untuk dikembangkan kerangka analisisnya pada instrumen pembiayaan syariah khususnya sukuk negara. Selain itu dapat dijadikan referensi ataupun tambahan informasi bagi *stakeholder* dalam melihat peluang untuk menentukan langkah strategis proyek prioritas pembangunan nasional.

### 1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini melihat pengaruh variabel ekonomi makro atas harga minyak dunia, nilai tukar, inflasi, dan BI Rate terhadap *yield* sukuk negara, yang dibatasi dalam lingkup Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Data yang digunakan adalah runutan waktu bulanan periode waktu 2019-2022. Kajian ini mengadopsi model *Vector Error Corection Model* (VECM)

## **1.6 Sistematika Penelitian**

Kajian ini disusun menjadi lima bab, yaitu:

### **BAB I: Pendahuluan**

Merupakan latar belakang keseluruhan kajian yang menjelaskan alasan diangkatnya sebuah permasalahan, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat dilakukannya penelitian, ruang lingkup penelitian, serta sistematika penelitian.

### **BAB II: Tinjauan Teoritis**

Membahas teori investasi dan pendukung yang berhubungan dengan sukuk. Bagian landasan teori akan memberikan penjelasan secara ilmiah teori yang dikaji dalam penelitian untuk dihubungkan dengan variabel terkait. Kemudian menampilkan kerangka teori yang menjelaskan alur berpikir dalam menggarap penelitian ini dan didukung dengan penelitian terdahulu.

### **BAB III: Metode Penelitian**

Bab ini berisikan penjelasan mekanisme yang digunakan saat pengujian dan rencana kerja meliputi pendekatan, data dan sumber data serta identifikasi. Kemudian dijabarkan analisis metode analisa.

### **BAB IV Hasil dan Pembahasan**

Bagian ini memuat hasil pengolahan data yang telah diteliti kemudian dibandingkan dengan hasil sebelumnya untuk menjawab permasalahan penelitian.

### **BAB V Kesimpulan dan Saran**

Bagian terakhir yang memuat kesimpulan dan saran dari hasil penelitian

