

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu yang mengkaji antara lain:

Basyariah (2014) melakukan penelitian tentang interaksi nilai emisi sukuk dengan nilai emisi obligasi, nilai emisi saham, *BI-rate*, IHSG dan inflasi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode analisis VAR-VECM. Berdasarkan hasil penelitian, kesimpulannya yakni terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara nilai emisi sukuk dengan nilai emisi saham, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *BI-Rate*, dan Inflasi, sedangkan antara nilai emisi sukuk dengan nilai emisi obligasi hanya terjadi hubungan jangka pendek saja. Pada jangka pendek variabel Inflasi dan *BI-Rate* memiliki pengaruh dominan dan signifikan terhadap nilai emisi sukuk. Sedangkan pada jangka panjang Inflasi dan IHSG memberikan pengaruh yang dominan disusul *BI-Rate* terhadap nilai emisi sukuk.

Harun (2013) meneliti tentang hubungan antara variabel makroekonomi dengan pertumbuhan sukuk di Indonesia, dengan menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat sukuk bunga Bank Indonesia saling bersebab akibat dengan pertumbuhan sukuk, sementara sukuk saling bersebab akibat dengan nilai tukar rupiah.

Said dan Grassa (2013) meneliti tentang Pengaruh Faktor Ekonomi terhadap Pembangunan Struktur Sukuk. Penelitian ini menggunakan analisis hubungan yang mencakup sebagian Emiten Sukuk pada beberapa negara yaitu: Arab Saudi, Kuwait, UEA, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan, dan Gambia diamati selama periode 2003-2012. Variabel yang diteliti adalah Faktor Ekonomi dan Makroekonomi, Krisis Keuangan Global, Sistem Keuangan, Kelembagaan Lingkungan, Agama dan Masyarakat. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor-faktor makroekonomi seperti GDP per kapita, ukuran ekonomi, keterbukaan perdagangan dan presentase muslim memiliki pengaruh positif bagi perkembangan pasar sukuk. Krisis keuangan memiliki efek negatif yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk.

Prasetio (2013) melakukan penelitian tentang faktor makro ekonomi yang mempengaruhi *fee ijarah default* sukuk PT Berlian Laju Tenker. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Variabel makro ekonomi yang digunakan adalah inflasi, jumlah uang beredar, kurs rupiah dan BI *rate*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan variabel inflasi, jumlah uang beredar, kurs rupiah, dan BI *rate* memiliki pengaruh signifikan terhadap *fee ijarah default sukuk*. Sedangkan secara parsial hanya variabel inflasi dan jumlah uang beredar yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *fee ijarah default sukuk*.

Saputra (2013) menganalisis tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi konvensional di Indonesia. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda. Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian ini menyebutkan jika inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield*

obligasi. PDB berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* obligasi. Sedangkan peringkat obligasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi.

Rani (2012) meneliti tentang obligasi syariah dan indikator makroekonomi di Indonesia, penelitian ini menggunakan analisis *Vector Error Correction Model* (VECM). Variabel makroekonomi yang digunakan adalah pertumbuhan ekonomi, pengangguran terbuka, inflasi dan bonus SBIS. Hasil penelitian ini menyebutkan jika pada jangka pendek tidak ada satu pun variabel yang signifikan terhadap sukuk. Namun, pada jangka panjang hampir semua variabel berpengaruh secara signifikan terhadap penerbitan sukuk. Berdasarkan uji FEDV, penerbitan sukuk juga mempengaruhi pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi dan pengangguran terbuka dengan porsi kontribusi antara 5% - 26%.

Elkarim (2012) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi sukuk dan obligasi konvensional di Malaysia. Penelitian ini menggunakan analisis regresi dengan menguji tiga variabel makroekonomi dalam kaitannya dengan sukuk dan penerbitan obligasi konvensional di Malaysia pada tahun 1990-2011 yakni, PDB, Inflasi dan Suku Bunga. Hasil dari penelitian ini menyebutkan jika terdapat hubungan negatif signifikan antara sukuk dan PDB, Inflasi dan Suku Bunga dengan penerbitan sukuk. Namun untuk obligasi konvensional, hanya PDB menunjukkan negatif yang signifikan hubungannya.

Hassan (2012) melakukan penelitian tentang membandingkan antara sukuk dan obligasi konvensional dengan melakukan pendekatan *Value at Risk*. Penelitian ini bertujuan untuk menilai perbedaan potensial antara sukuk dan obligasi konvensional dengan menilai manfaat diversifikasi tambahan yang dapat

diperoleh dengan menambahkan sukuk ke portofolio pendapatan tetap konvensional. Selanjutnya penelitian ini mengevaluasi risiko sukuk dengan mengukur nilai VAR dan membandingkannya dengan nilai VAR dari obligasi konvensional yang telah diterbitkan. Penelitian ini menyiratkan bahwa sukuk dan obligasi konvensional memiliki perilaku yang berbeda dipasar. Hasil ini juga menyatakan adanya keuntungan diversifikasi ketika menambahkan sukuk dalam portofolio. Namun, portofolio sukuk murni secara signifikan lebih berisiko hal ini mungkin karena faktor yang berasal dari karakteristik sukuk dalam keuangan Islam.

Said (2012) penelitian ini berfokus pada empat belas bank-bank Islam di Malaysia pada saat krisis keuangan tahun 2007-2008. Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji penggunaan sukuk selama periode tersebut. Penelitian ini menggunakan analisis regresi, tahap pertama adalah mengukur kekuatan bank dengan Rasio keuangan yang terdiri dari likuiditas, rasio profitabilitas, rasio biaya/pendapatan dan profitabilitas selama krisis keuangan. Sementara analisis regresi kedua akan digunakan untuk mengukur sensitivitas penggunaan sukuk di bank-bank tersebut. Hasil studi menyatakan pengaruh krisis keuangan sangat besar terhadap kinerja bank-bank Islam. Dengan meningkatkan penggunaan sukuk sebagai alternatif pembiayaan dapat meningkatkan kinerja bank-bank Islam di Malaysia.

Tabel 2.1
Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

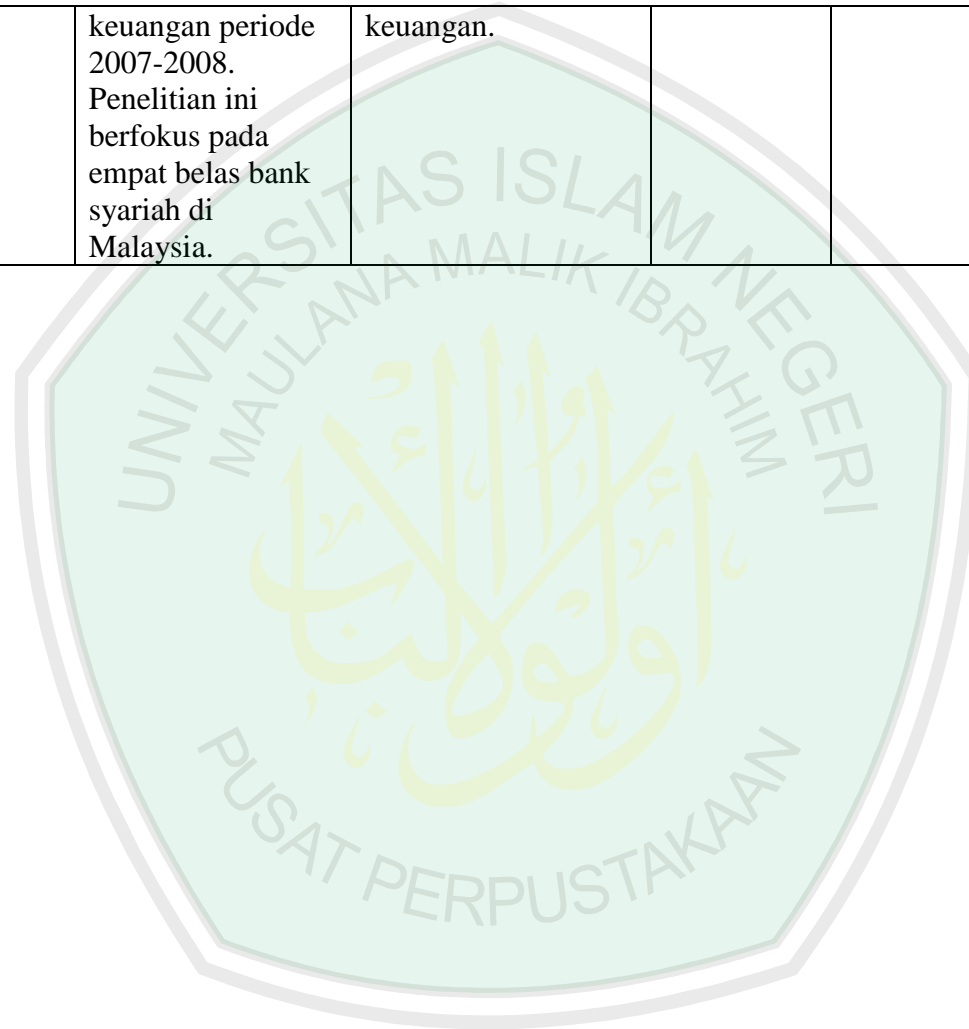
No	Nama/Judul/Tahun	Tujuan	Variabel	Metode	Hasil
1	Nuhbatul Basyariah, (2014), Thesis Universitas Gajah Mada “Analisis Interaksi Antara Nilai Emisi Sukuk Dengan Nilai Emisi Obligasi, Nilai Emisi Saham, Bi-Rate, IHSG, dan Inflasi Di Indonesia 2010:01 – 2013:03”	Untuk menganalisis interaksi jangka panjang dan interaksi jangka pendek antara sukuk dengan Obligasi, Saham, BI-Rate, IHSG dan Inflasi di Indonesia.	Nilai Emisi Sukuk, Nilai Emisi Obligasi, Nilai Emisi Saham, BI-Rate, IHSG dan Inflasi	<i>Vector Error Correction</i> (VECM)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara nilai emisi sukuk dengan nilai emisi saham, IHSG, BI-Rate, dan Inflasi. Sedangkan antara nilai emisi sukuk dengan nilai emisi obligasi hanya terjadi hubungan jangka pendek saja. 2. Hasil estimasi VECM dari <i>Variance Decomposition</i> (VD), variabel yang paling mempengaruhi <i>Volatilitas Forecast Error</i> dari nilai emisi sukuk sesuai dengan urutan pengaruh terbesar adalah nilai emisi sukuk itu sendiri, Inflasi, nilai emisi obligasi, IHSG, BI-Rate dan nilai emisi saham,
2	Muhammad Rizky Prima Sakti MD. Yousuf Harun, Jurnal (2013). “ <i>The Relationship Between Macroeconomic Variables Toward Sukuk Market In</i>	Untuk menganalisis secara empiris interaksi variabel-variabel ekonomimakro terhadap perilaku sukuk di	Pertumbuhan Ekonomi (PDB), nilai tukar rupiah, suku bunga BI dan indek harga konsumen terhadap perilaku sukuk di Indonesia (Januari	<i>Vector Error Correction</i> (VECM)	Studi menemukan bahwa tingkat suku bunga BI saling bersebab akibat dengan sukuk, sementara sukuk saling bersebab akibat dengan nilai tukar rupiah.

	<i>Indonesia”</i>	Indonesia.	2009-april 2013)		
3	Ali Said dan Rihab Grassa. Jurnal (2013) “ <i>The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?</i> ”	Untuk mengetahui pengaruh faktor ekonomi terhadap pertumbuhan pasar sukuk.	Faktor Ekonomi dan Makroekonomi, Krisis Keuangan Global, Sistem Keuangan, Kelembagaan Lingkungan, Agama dan Masyarakat. Studi pada beberapa negara yaitu: Arab Saudi, Kuwait, UEA, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan, dan Gambia diamati selama periode 2003-2012.	Analisis Regresi	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor-faktor makroekonomi seperti GDP per kapita, ukuran ekonomi, keterbukaan perdagangan dan presentase muslim memiliki pengaruh positif bagi perkembangan pasar sukuk. Krisis keuangan memiliki efek negatif yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk.
4	Dicky Ageng P. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta. Skripsi. (2013) “Analisis Faktor Makro Ekonomi yang Mempengaruhi <i>Fee Ijarah Default Sukuk</i>	Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh inflasi, jumlah uang beredar, kurs rupiah, dan <i>BI rate</i> terhadap terjadinya <i>Default Sukuk</i>	Inflasi, Jumlah Uang Beredar, Kurs dan <i>BI Rate</i>	Analisis Regresi Berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan variabel inflasi, jumlah uang beredar, kurs rupiah, dan <i>BI rate</i> memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>fee ijarah default sukuk</i> . Sedangkan secara parsial hanya variabel inflasi dan jumlah uang beredar yang memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>fee ijarah default sukuk</i> .

	PT Berlian Laju Tenker.”	yang diterbitkan oleh PT Berlian Laju Tanker selama periode 2007-2011.			
5	Tiyas Ardian Saputra. Universitas Diponegoro Semarang. Skripsi (2013) “Anlisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi Konvensional di Indonesia	Untuk menganalisis pengaruh inflasi, suku bunga, pertumbuhan ekonomi dan peringkat obligasi terhadap <i>yield</i> obligasi di Indonesia	Inflasi, Suku Bunga, PDB dan Peringkat obligasi	Regresi Berganda	Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi. PDB berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi. Sedangkan peringkat obligasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi.
6	Mustika Rani. Institut Pertanian Bogor. Thesis (2012) “Obligasi Syariah (Sukuk) dan Indikator Makroekonomi Indonesia : Sebuah Analisis <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM)”	Menganalisis faktor-faktor makroekonomi yang mempengaruhi penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia.	Obligasi Syariah, terhadap indikator makroekonomi di Indonesia, yaitu inflasi, pengangguran, pertumbuhan ekonomi	<i>Vector Error Correction</i> (VECM)	Berdasarkan hasil pembahasan secara keseluruhan menunjukkan bahwa: <ol style="list-style-type: none"> 1. Pada jangka pendek penerbitan sukuk tidak dipengaruhi oleh seluruh variabel makroekonomi yang diamati. 2. Pada jangka panjang penerbitan sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh indikator makroekonomi, yaitu pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, pengangguran terbuka, inflasi, dan bonus SBIS.
7	Ghemari Abd Elkarim.	Untuk mengetahui	Sukuk, Obligasi	Analisis	Hasil dari penelitian ini menyebutkan jika

	Jurnal (2012). “ <i>Factors Influence Sukuk And Conventional Bonds in Malaysia</i> ”	pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi sukuk dan obligasi konvensional di Malaysia	Konvensional, PDB, Inflasi dan Suku Bunga	Regresi	terdapat hubungan negatif signifikan antara sukuk dan PDB, Inflasi dan Suku Bunga dengan penerbitan sukuk. Namun untuk obligasi konvensional, hanya PDB menunjukkan negatif yang signifikan hubungannya.
8	Khalid Abbasher Hassan. Jurnal (2012) “ <i>Comparison between Sukuk and Conventional Bonds: Value at Risk Approach</i> ”	Untuk menilai perbedaan potensial antara sukuk dan obligasi konvensional dengan menangkap manfaat diversifikasi yang didapat dengan menambahkan sukuk atau obligasi konvensional ke portofolio pendapatan.	Sukuk dan Obligasi Konvensional	<i>Value at Risk</i> (VAR)	Penelitian ini mengevaluasi risiko sukuk dengan mengukur nilai VAR dan membandingkan dengan nilai VAR obligasi konvensional. Hasil penelitian ini menyiratkan bahwa adanya keuntungan diversifikasi ketika menambahkan sukuk sebagai portofolio, walaupun nilai resiko sedikit lebih besar.
9	Ali Said. Jurnal (2011) <i>Does the Use of Sukuk (Islamic bonds) Impact Islamic Banks Performances? A Case Study of Relative Performance</i>	Studi ini mengkaji apakah penggunaan sukuk oleh bank Islam telah berdampak pada kinerja bank-bank selama krisis	Rasio keuangan yang terdiri dari likuiditas, rasio profitabilitas, rasio biaya/pendapatan dan profitabilitas selama krisis	Analisis Regresi	Hasil studi menyatakan pengaruh krisis keuangan sangat besar terhadap kinerja bank-bank Islam. Dengan meningkatkan penggunaan sukuk sebagai alternatif pembiayaan dapat meningkatkan kinerja bank-bank Islam di Malaysia.

	<i>during 2007-2009.</i>	keuangan periode 2007-2008. Penelitian ini berfokus pada empat belas bank syariah di Malaysia.	keuangan.		
--	--------------------------	--	-----------	--	--



Tabel 2.2
Persamaan dan Perbedaan Penelitian

No	Indikator	Persamaan	Perbedaan
1	Variabel	Nilai Emisi Sukuk, Inflasi, Pertumbuhan Ekonomi (PDB), nilai tukar rupiah, Pengangguran Terbuka, Suku Bunga.	Jumlah Uang Beredar
2	Metode Analisis	VAR, VECM, Analisis Regresi	ECM (<i>Error Correction Model</i>)
3	Sampel	Nilai Emisi sukuk, nilai sukuk SBSN	Nilai emisi sukuk korporasi outstanding

Dapat dilihat dari tabel diatas perbedaan dengan penelitian terdahulu adalah penambahan variabel jumlah uang beredar. Selain itu penelitian ini menggunakan metode yang berbeda yang telah dilakukan oleh penelitian terdahulu. Penelitian ini menggunakan Metode *Error Correction Model* (ECM). Selain itu obyek yang digunakan dalam penelitian ini adalah adalah nilai emisi sukuk korporasi yang outstanding dengan rentan waktu Januari 2011 – Juni 2014. Sedangkan persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah variabel makroekonomi yakni, pertumbuhan ekonomi (PDB), inflasi dan nilai tukar rupiah.

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 Kajian Teori Sukuk

Sukuk (صُكُوك) adalah istilah yang berasal dari bahasa Arab dan merupakan bentuk jamak (plural) dari kata 'Sakk' (صَكَّ), yang berarti dokumen atau sertifikat. Istilah *Sakk* bermula dari tindakan membubuhkan cap tangan oleh seseorang atas suatu dokumen yang mewakili suatu kontrak pembentukan hak, obligasi, dan uang.

Istilah tersebut sudah dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. Sukuk dipergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Akan tetapi, sejumlah penulis barat tentang sejarah perdagangan Islam/Arab abad pertengahan memberikan kesimpulan bahwa kata *Sakk* merupakan akar kata dari "Chaque" dalam bahasa latin, yang saat ini telah menjadi sesuatu yang lain dipergunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer (Huda dan Nasution, 2007:122).

Menurut *Sharia Standard No. 17* tentang *Investment* telah mendefinisikan sukuk sebagai berikut:

"Investment Sukuk are certificate of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets or particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued."

Menurut Peraturan No. IX.A.13 hasil Keputusan Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 tentang penerbitan efek syariah, yang dimaksud dengan Sukuk:

“Efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas:

- 1) *Kepemilikan asset berwujud tertentu;*
- 2) *Nilai manfaat dan jasa atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau*
- 3) *Kepemilikan atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.”*

Sukuk secara umum dapat dipahami sebagai “obligasi” yang sesuai dengan prinsip syariah. Dalam bentuk sederhana sukuk menggambarkan kepemilikan dari suatu asset. Klaim atas sukuk tidak mendasarkan pada cash flow melainkan pada kepemilikan. Kedudukan inilah yang membedakan antara sukuk dengan obligasi konvensional yang selama ini berfungsi sebagai surat pengakuan utang.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No:32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, yang dimaksud dengan obligasi syariah adalah:

“Suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil, margin atau fee, serta membayar dana obligasi pada saat jatuh tempo.”

Dari pengertian tersebut dapat ditarik kesimpulan, bahwa obligasi syariah merupakan surat pengakuan kerjasama yang memiliki ruang lingkup yang lebih beragam dibandingkan hanya sekedar surat pengakuan hutang. Keberagaman tersebut dipengaruhi oleh berbagai akad yang telah digunakan. Seperti akad mudharabah, murabahah, salam, istishna, dan ijarah.

Dalam fiqh muamalah, keberadaan akad-akad tersebut merupakan kategori *tijarah* yang menghendaki adanya kompensasi. Pemberian kompensasi dapat diwujudkan dalam bentuk bagi hasil pendapatan (*revenue sharing*) dari akad pertukaran dan atau bagi hasil keuntungan (*profit sharing*) dari akad persekutuan. Sedangkan *qardh* sendiri sebagai dasar akad pengakuan hutang, justru tidak termasuk akad yang digunakan dalam instrument obligasi syariah. Karena hutang merupakan kategori *tabarru* yang tidak membolehkan adanya kompensasi (Susanto, 2009:59).

2.2.1.1 Karakteristik Sukuk

Merujuk pada Buku Tanya Jawab Surat berharga Syariah edisi ke 2 (2010) pada dasarnya instrument obligasi dan sukuk memiliki banyak kesamaan namun dalam berbagai hal terdapat juga perbedaan-perbedaan mendasar yang menjadi ciri khusus kedua instrument keuangan tersebut. Sukuk memiliki beberapa karakteristik, antara lain:

1. Merupakan bukti kepemilikan suatu aset, hak manfaat, jasa atau kegiatan investasi tertentu.
2. Pendapatan yang diberikan berupa imbalan, margin, bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan.
3. Terbebas dari unsur riba, gharar, dan maysir.
4. Memerlukan adanya *underlying asset* penerbitan.
5. Penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah.

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset berwujud, yang berarti bahwa nilai dari sukuk akan selalu terkait dengan

nilai dari aset yang mendasarinya. Dengan konsep seperti ini diharapkan pendanaan melalui sukuk dilakukan berdasarkan nilai aset yang menjadi dasar (*underlying*) penerbitan. Sehingga akan memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset. Ciri khas lain sukuk adalah pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk dan dalam hal sertifikat tersebut mencerminkan suatu kewajiban kepada pemegangnya. Maka sukuk tersebut tidak dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder, sehingga akan menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal.

Faktor utama yang melatarbelakangi hadirnya sukuk sebagai salah satu instrument dalam sistem keuangan Islam adalah ketentuan al-Quran dan al-Sunnah yang melarang *riba*, *maysir*, *gharar*, bertransaksi dengan kegiatan atau produk haram, serta terbebas dari unsur *tadlis*. Al-quran telah menjelaskan:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya:

“Hai orang yang beriman! Janganlah kalian saling memakan (mengambil) harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan sukarela di antaramu...”. (QS. An-Nisaa’ [4]: 29)

Tabel 2.3
Perbedaan Antara Sukuk dan Obligasi Konvensional

	Sukuk	Obligasi
Prinsip Dasar	Surat Berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan/penyertaan terhadap suatu asset yang menjadi dasar penerbitan sukuk	Pernyataan utang tanpa syarat dari penerbit
Underlying Asset	Memerlukan <i>underlying asset</i> sebagai dasar penerbitan	Tidak ada
Fatwa/Opini Syariah	Memerlukan Fatwa/Opini Syariah untuk menjamin kesesuaian sukuk dengan prinsip syariah	Tidak ada
Penggunaan Dana	Tidak dapat digunakan untuk hal-hal yang bertentangan dengan prinsip syariah	Bebas
Return	Berupa bagi hasil, margin, capital gain	Bunga dan capita gain.

Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang (2013)

Kebebasan yang diberikan kepada setiap manusia sifatnya juga sangat relatif karena kebebasan mutlak adalah milik Allah semata. Dengan begitu, investasi sebagai salah satu aktivitas ekonomi akan memiliki nuansa spiritual manakala menyertakan norma syariah dalam pelaksanaannya. (Hidayat, 2011:24).

Suatu transaksi yang tidak dilakukan secara tunai (*cash*) harus diwakili oleh sebuah dokumentasi sebagai bukti transaksi yang menggambarkan adanya hak dan kewajiban antara kedua belah pihak yang bertransaksi. Dewan fikih OIC memutuskan bahwa: (1) pengumpulan aset dapat direpresentasikan dalam sebuah catatan tertulis (*written note*) atau surat berharga (*bond*); (2) surat berharga atau catatan ini dapat dijual pada harga pasar (*market price*) sepanjang komposisi dari masing-masing

kelompok aset, yang direpresentasikan dengan obligasi tersebut, meliputi mayoritas aset fisik dan hak finansial (*financial right*) dengan hanya minoritas yang menjadi uang tunai dan utang interpersonal (Kholis: 2011).

Dalam QS *Al-Baqarah*: 282 Allah mengajarkan perlunya kegiatan tulis menulis di setiap transaksi, khususnya pada transaksi yang dilakukan tidak secara tunai.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُبَ بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيَمْلِكِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا (.... ٢٨٢)

Artinya:

“Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu’amalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. Dan janganlah penulis enggan menuliskannya sebagaimana Allah mengajarkannya, maka hendaklah ia menulis, dan hendaklah orang yang berhutang itu mengimlakkan (apa yang akan ditulis itu), dan hendaklah ia bertakwa kepada Allah Tuhannya.....” (QS *Al-Baqarah* [2]: 282)

Merujuk dari Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 33/DSN-MUI/IX/2002, Hadis Nabi riwayat Imam al-Tirmidzi dari ‘Amr bin ‘Auf al-Muzani, Nabi s.a.w. bersabda, yang artinya:

“Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram”

Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (*Mudharib*) kepada pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (*Shahibul Mal*) harus bersih dari unsur non halal dan *riba*. Selain itu Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang Obligasi Syariah sesuai akad yang digunakan serta pemindahan kepemilikan obligasi syariah mengikuti akad-akad yang digunakan. Hal ini sesuai dengan Firman Allah SWT:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ (٢٧٥)

Artinya:

“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan

urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya” (QS. A;-Baqarah [2]: 275)

وَءَاَوْفُواْ بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا (٣٤)

Artinya:

“.....dan penuhilah janji; sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban (QS. Al-Isra' [17]: 34)

2.2.1.2 Jenis-Jenis Sukuk

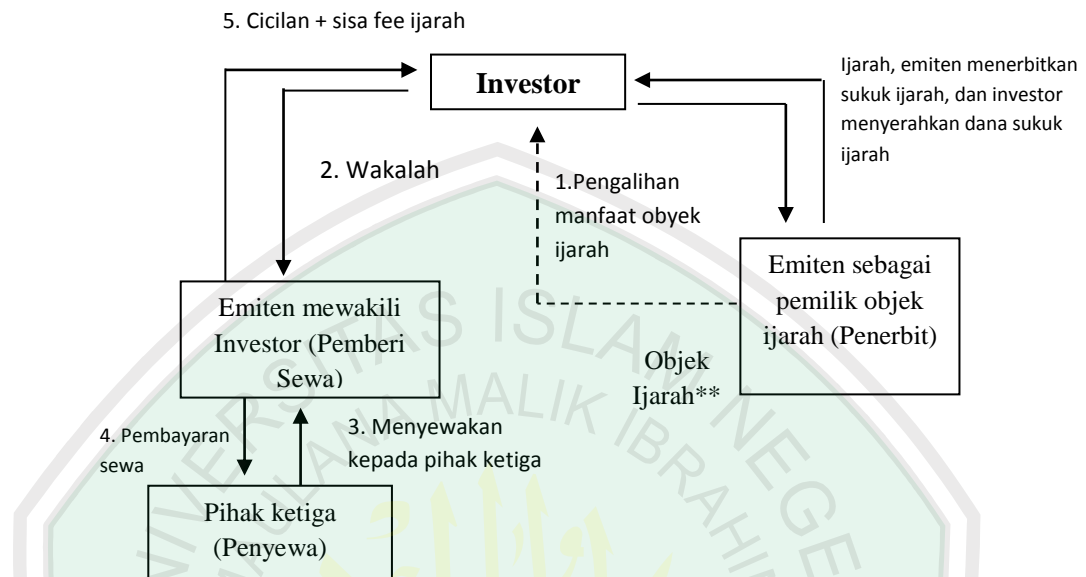
Dari berbagai akad yang dapat digunakan dalam instrumen obligasi syariah. Menurut Direktorat Pengelolaan Utang Departemen Keuangan, jenis-jenis Sukuk yang telah mendapatkan *endorsement* dari AAOIFI yaitu:

a) Sukuk *Ijarah*

Kontrak *Ijarah* telah dibenarkan oleh Al-Quran, Sunnah, ijma ulama, dan *'urf*. Ulama mazhab juga telah mengkajinya secara mendalam hingga akhirnya mereka tidak menemukan sesuatu yang bertentangan dengan syara'. Bahkan, bentuk kontrak ini lebih lanjut dapat dikembangkan dalam sistem pembiayaan modern.

Ijarah adalah akad pemindahan hak guna atas barang atau jasa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang atau jasa itu sendiri.

Gambar 2.1
Skema Sukuk Ijarah



** Objek ijarah yang dijadikan *underlying* dalam penerbitan sukuk berupa *fixed asset* milik emiten, yaitu sekumpulan *fixed asset* baik yang sudah ada maupun yang akan ada.

Sumber: Himpunan Skema Sukuk (Kementerian Keuangan R1) 2011

Sukuk Ijarah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad *Ijarah*, dan dapat diklasifikasikan menjadi antara lain:

1. Sukuk kepemilikan aset berwujud yang disewakan. Yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset yang disewakan atau yang akan disewakan, dengan tujuan untuk menjual aset tersebut dan mendapatkan dana dari hasil penjualan, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik aset tersebut.
2. Sukuk kepemilikan manfaat. Yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset atau pemilik manfaat aset, dengan tujuan untuk menyewakan aset/manfaat dari aset dan menerima uang sewa, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik manfaat dari aset.

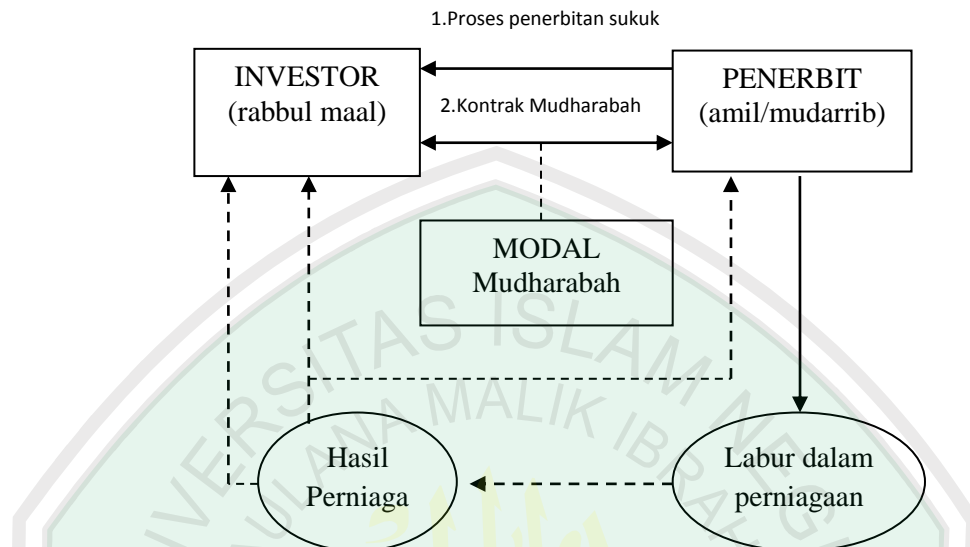
3. Sukuk kepemilikan jasa. Yaitu sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk menyediakan suatu jasa tertentu melalui penyedia jasa (seperti jasa pendidikan pada universitas) dan mendapatkan *fee* atas penyediaan jasa tersebut, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik jasa.

b) Sukuk *Mudharabah*

Menurut Fatwa No: 33/DSN-MUI/IX/2002, yang dimaksud Obligasi Syariah *Mudharabah* adalah obligasi syariah yang menggunakan akad *mudharabah* dengan memperhatikan substansi fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 7/DSN-MUI/IV/2002 tentang Pembiayaan *Mudharabah*. Dengan kata lain, istilah obligasi syariah *mudharabah* dapat diartikan sebagai surat penerbitan kontrak kerjasama untuk menjalankan usaha berdasarkan prinsip bagi hasil (*profit and loss sharing*).

Mudharabah adalah akad kerjasama antara dua pihak atau lebih, yaitu satu pihak sebagai penyedia modal dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian. Keuntungan dari hasil kerjasama tersebut dibagi berdasarkan nisbah yang telah disetujui, sedangkan kerugian yang terjadi akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, kecuali kerugian disebabkan oleh kelalaian penyedia tenaga dan keahlian. Skema sukuk *mudharabah* menurut Wahid (2010) sebagai berikut:

Gambar 2.2
Skema Sukuk Mudharabah



Sumber: Wahid (2010)

Dalam kaitannya dengan sukuk mudharabah, dimana penerbit sertifikat disebut *mudarrib*, pihak penyumbang modal disebut pemilik modal (*sahibul maal*) dan dana yang dikumpulkan adalah modal mudharabah. *Sertificate holders* memiliki asset yang dioperasikan dalam aktivitas mudharabah dan keuntungan dibagi sesuai persetujuan serta kerugian akan dipikul oleh penyedia dana. (AAOIFI syariah standar no. 18:4).

c) Sukuk *Musyarakah*

Musyarakah adalah akad kerja sama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal, baik dalam bentuk uang maupun bentuk lainnya, untuk tujuan memperoleh keuntungan, yang akan dibagikan sesuai dengan nisbah yang telah disetujui, sedangkan kerugian yang timbul

akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

Sukuk *Musyarakah* adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan memperoleh dana untuk menjalankan proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah berjalan, atau untuk membiayai kegiatan bisnis yang dilakukan berdasarkan akad *musyarakah*, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik proyek atau aset kegiatan usaha tersebut, sesuai dengan kontribusi dana yang diberikan. Sukuk *musyarakah* tersebut dapat dikelola dengan akad *musyarakah* (partisipasi), *mudharabah* atau agen investasi (*wakalah*).

d) Sukuk *Istisna*

Istishna” adalah akad jual beli aset berupa obyek pembiayaan antara para pihak dimana spesifikasi, cara dan jangka waktu penyerahan, serta harga aset tersebut ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak.

Sukuk *Istishna*” adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan mendapatkan dana yang akan digunakan untuk memproduksi suatu barang, sehingga barang yang akan diproduksi tersebut menjadi milik pemegang sukuk.

Dalam pemahaman ekonomi, sukuk *istisna* adalah *zero coupon non-tradable sukuk*, dimana terlebih dahulu menentukan aset yang akan dijadikan jaminan dan setelah selesai akan dijual kepada pembeli dan keuntungan akan dibagikan kepada *istisna holder* baik dalam kontrak jual beli angsuran dalam membentuk jaminan utang ataupun jual beli langsung.

Sertifikat bentuk ini dapat dikatakan sebagai ukuran tetap *zero coupon sukuk*.

2.2.1.3 Kegunaan Produk Sukuk

Sukuk sebagai produk baru dalam daftar instrument pembiayaan Islam termasuk salah satu produk yang sangat berguna bagi produsen dan investor, baik pihak negara maupun swasta. Bagi negara, sukuk dapat digunakan sebagai instrument pembiayaan atau sebagai alat untuk keperluan mobilisasi modal. Sedangkan bagi swasta, sukuk dapat bermanfaat sebagai alternative pilihan investasi dan sumber pembiayaan, serta sebagai instrument kerja sama modal dalam pengembangan firma. Sukuk juga akan memberikan kemudahan bagi firma (perusahaan) dalam ketersediaan pilihan institusi yang beragam bagi setiap produk keuangan dan pengkhidmatan yang dipilih sehingga perusahaan dapat bertindak sebagai pengambil keuntungan bersama dalam bentuk shares. Wahid (2010) menjelaskan tentang kegunaan sukuk sebagai berikut:

1. Instrument Pembiayaan

Urusan ekonomi dan keuangan merupakan bagian dari kepentingan serta hajat hidup orang banyak (publik). Dalam penyedia sumber dana, negara biasanya menggunakan alternatif dari dua kebijakan, yaitu dalam bentuk cukai dan bukan cukai, dan dalam bentuk eksternal negeri dengan menggunakan instrument utang negara. Sukuk dapat memberikan kegunaan untuk

mendorong masuknya aliran modal antarbangsa untuk meningkatkan proyek-proyek negara dan firma (perusahaan).

Akibat dari kedua bentuk aliran tersebut, penambahan sumber cukai dan aliran dana tersebut, akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan selanjutnya akan mendorong mempercepat kesejahteraan masyarakat.

2. Pembiayaan Firma (Perusahaan)

Firma adalah institusi yang bertujuan untuk mencari keuntungan (*profit minded*), yang selalu akan bertindak rasional dalam pengambilan keputusan investasi sehingga perlu mempertimbangkan terhadap dua asas penting. Pertama firma akan mengambil berapa banyak modal akan diinvestasikan berbanding dengan biaya investasi dan manfaat dari masing-masing unit modal yang akan ditanamkan. Kedua, firma akan mempertimbangkan terhadap jenis investasi yang bagaimana yang akan ditanamkan.

Kadar pertumbuhan sukuk dalam pasaran semakin meningkat, memberikan indikasi bahwa sukuk terus mempunyai banyak manfaat terhadap pembiayaan firma (perusahaan), terutama bagi mobilisasi modal bukan dalam bentuk pinjaman, tetapi dalam bentuk *profit and loss sharing*. Selain itu, bermanfaat juga bagi perkembangan institusi pembiayaan firma sehingga dapat menambah instrument syariah yang bisa digunakan sebagai alternatif pembiayaan dan investasi dalam pasar.

3. Instrumen Investasi

Investor yang terdiri dari negara, perusahaan atau individu, apabila ingin melakukan investasi tentu memerlukan modal. Keperluan modal dimaksud dapat diperoleh investor sekurang-kurangnya dari tiga sumber utama. Pertama, dari sumber dalam negeri seperti modal sendiri dan keuntungan. Kedua, dari sumber luar negeri dalam bentuk pinjaman. Ketiga, dari sumber kerja sama modal dalam bentuk mengeluarkan sertifikat sukuk. Ketiga jenis sumber dana tersebut akan mendatangkan manfaat dan implikasi tersendiri bagi investor baik dalam bentuk positif maupun negatif.

2.2.2 Indikator Makroekonomi

Dalam ilmu ekonomi, terdapat dua cabang yaitu ekonomi mikro dan ekonomi makro. Yang dimaksud ekonomi makro adalah kajian tentang aktivitas ekonomi suatu negara, sedangkan ekonomi mikro adalah kajian tentang tingkah laku individual dalam ekonomi. (Karim, 2007: 1).

Setiap perekonomian akan selalu menghadapi masalah pengangguran, kenaikan harga-harga, dan pertumbuhan ekonomi yang tidak teguh. Masalah-masalah ini menimbulkan akibat buruk kepada masyarakat dan harus dihindari atau *magnitude* masalahnya dikurangi. Menurut Sukirno (2006: 9) permasalahan makroekonomi yang selalu dihadapi suatu negara adalah, (1) masalah pertumbuhan ekonomi, (2) masalah ketidakstabilan kegiatan ekonomi,

(3) masalah penangguran, (4) masalah kenaikan harga-harga (inflasi), (5) masalah neraca perdagangan dan neraca pembayaran.

Menurut Waluyo (2004:3) bahwa yang menjadi pusat perhatian dari ekonomi makro adalah variabel-variabel ekonomi secara totalitas seperti, pendapatan nasional, produksi nasional, konsumsi nasional, tabungan, investasi, pengangguran dan inflasi.

Berbagai piranti kebijakan ekonomi makro menyangkut variabel-variabel ekonomi yang secara langsung dan tak langsung dikendalikan oleh pemerintah dimana perubahan-perubahannya akan mempengaruhi stau atau beberapa tujuan ekonomi. Menurut Wijaya (1992, 5) piranti-piranti kebijakan ekonomi makro adalah: (1) Kebijakan Fiskal meliputi, pengeluaran pemerintah dan pajak, (2) Kebijakan Moneter meliputi, jumlah uang beredar, (3) Kebijakan Penetapan Harga meliputi, inflasi, (4) Kebijakan Hubungan Ekonomi Internasional meliputi, pengendalian kurs valuta (devisa), pembatasan dan pengawasan perdagangan, penentuan tariff bea masuk impor atau subsidi ekspor.

Menurut Samuelson dan Nordhaus (2001: 87) menyebutkan jika faktor-faktor utama yang mempengaruhi keseluruhan aktivitas ekonomi makro adalah Output (*GDP Riil*), kesempatan kerja dan tingkat penangguran, tingkat harga dan inflasi, dan perdagangan luar negeri.

Menurut Tandelilin (2001: 213) merangkum beberapa faktor ekonomi makro yang berpengaruh terhadap investasi suatu negara, adalah tingkat

pertumbuhan produk domestik bruto, laju pertumbuhan inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah.

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

2.2.2.1 Pertumbuhan Ekonomi

Suatu perekonomian dikatakan mengalami pertumbuhan, jika jumlah produk barang dan jasanya meningkat atau dengan kata lain terjadi perkembangan GNP potensial pada suatu negara. Pertumbuhan ekonomi harus mencerminkan pertumbuhan *output* per kapita. Dengan pertumbuhan per kapita, berarti terjadi pertumbuhan upah riil dan meningkatnya standar hidup.

Pertumbuhan ekonomi adalah suatu kondisi terjadinya perkembangan GNP potensial yang mencerminkan adanya pertumbuhan *output* per kapita dan meningkatnya standar hidup masyarakat. (Murni: 2006, 173).

Dalam kegiatan perekonomian yang sebenarnya pertumbuhan ekonomi berarti perkembangan fiskal produksi barang dan jasa yang berlaku disuatu negara, seperti penambahan dan jumlah barang produksi industry, perkembangan infrastruktur, penambahan jumlah sekolah, penambahan produksi sektor jasa dan penambahan produksi barang modal. (Sukirno, 2006: 423).

Salah satu komponen, dari pendapatan nasional yang selalu dilakukan penghitungannya dalah pendaptan perkapita, yaitu pendapatan rata-rata penduduk suatu negara pada suatu masa tertentu. Nilainya diperoleh dengan membagi nilai Produk Domestic Bruto (PDB) atau Produk Nasional Bruto (PNB). (Sukirno, 2007: 424)

$$a. \text{ PDB Per kapita} = \frac{PDB}{\text{jumlah penduduk}}$$

$$b. \text{ PNB Per Kapita} = \frac{PNB}{\text{jumlah penduduk}}$$

Menurut Huda *et al* (2008), secara sederhana pendapatan nasional dapat diartikan sebagai jumlah barang dan jasa yang dihasilkan suatu negara pada periode tertentu, biasanya satu tahun. Pendapatan nasional yang merupakan ukuran terhadap aliran uang dan barang dalam perekonomian dapat dihitung dengan tiga pendekatan, yaitu :

a. Pendekatan Produksi (*Gross Domestic Product/ GDP*)

Perhitungan pendapatan nasional dengan pendekatan produksi diperoleh dengan menjumlahkan nilai tambah bruto (*gross value added*) dari semua sector produksi. Penggunaan konsep nilai tambah dilakukan guna menghindari terjadinya perhitungan ganda.

Perhitungan pendapatan nasional dengan pendekatan produksi di Indonesia dilakukan dengan menjumlahkan semua sector industri yang ada.

b. Pendekatan Pengeluaran (*Gross National Product/ GNP*)

Perhitungan pendapatan nasional dengan pendekatan pengeluaran dilakukan dengan menjumlahkan permintaan akhir unit-unit ekonomi, yaitu rumah tangga berupa konsumsi, perusahaan berupa investasi, pengeluaran pemerintah, serta pengeluaran ekspor dan impor.

c. Pendekatan Pendapatan (*Net National Product/ NNP*)

Perhitungan pendapatan nasional dengan pendekatan pendapatan merupakan GNP dikurangi penyusutan dari stok modal yang ada selama periode tertentu.

Perhitungan pendapatan nasional akan memberikan perkiraan GDP secara teratur yang merupakan ukuran dasar dari performansi perekonomian dalam memproduksi barang dan jasa. Selain itu perhitungan pendapatan nasional juga berguna untuk menerangkan kerangka kerja hubungan antara variabel makroekonomi, yaitu: output, pendapatan dan pengeluaran. Pendapatan nasional juga terbagi ke dalam dua hal, yaitu:

- a. GDP Nominal: mengukur nilai output atau pendapatan nasional dalam suatu periode tertentu menurut harga pasar yang berlaku pada periode tersebut (*current price*).

- b. *GDP Riil* : mengukur nilai output atau pendapatan nasional dalam suatu periode tertentu menurut harga pasar yang ditentukan (harga pada tahun dasar/ harga konstan)

Tandelilin (2001: 212) bahwa Produk Domestik Bruto (PDB) adalah ukuran produksi barang dan jasa total suatu negara. Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Pengaruh yang signifikan positif ini dikarenakan jika pertumbuhan ekonomi membaik, maka daya beli masyarakat pun akan meningkat, dan ini merupakan kesempatan bagi perusahaan-perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Dengan meningkatnya penjualan perusahaan, maka kesempatan perusahaan memperoleh keuntungan juga akan semakin meningkat.

2.2.2.1.1 Pertumbuhan Ekonomi Dalam Pespektif Islam

Pendekatan ekonomi konvensional menyatakan GDP atau DNP riil dapat dijadikan sebagai suatu ukuran kesejahteraan ekonomi (*measure of economic welfare*) atau kesejahteraan pada suatu negara. Pada waktu GDP naik, maka diasumsikan bahwa rakyat secara materi bertambah baik posisinya atau sebaliknya. Namun pada kenyataannya GDP merupakan ukuran kesejahteraan yang tidak sempurna karena tidak menghitung produk yang dihasilkan dan dikonsumsi sendiri (tidak masuk ke pasar), nilai waktu istirahat, bencana alam, serta polusi.

Berbeda dengan ekonomi konvensional, ekonomi Islam menggunakan parameter *falah* dalam tujuan kegiatan perekonomiannya.

Falah adalah kesejahteraan yang hakiki, kesejahteraan yang sebenarnya, dimana komponen-komponen ruhaniah masuk ke dalamnya. Namun lebih sering kesejahteraan diwujudkan pada peningkatan GNP yang tinggi. Jika hanya itu ukurannya, maka kapitalis modern akan mendapat angka maksimal. Akan tetapi, pendapatan per kapita yang tinggi bukan satu-satunya komponen pokok yang menyusun kesejahteraan. Selain memasukkan unsur *falah* dalam menganalisis kesejahteraan, penghitungan pendapatan nasional berdasarkan Islam juga harus mampu mengenali bagaimana interaksi instrument-instrumen wakaf, zakat, dan sedekah dalam meningkatkan kesejahteraan umat. Pada intinya, ekonomi islam harus mampu menyediakan suatu cara untuk mengukur kesejahteraan ekonomi dan kesejahteraan sosial berdasarkan sistem moral dan sosial Islam.

Ada empat hal yang bisa diukur dengan pendekatan pendapatan nasional berdasarkan ekonomi islam (Huda *et all*, 2008: 29):

1. Pendapatan nasional harus dapat mengukur penyebaran pendapatan individu rumah tangga.
2. Pendapatan nasional harus dapat mengukur produksi di sektor pedesaan.
3. Pendapatan nasional harus dapat mengukur kesejahteraan ekonomi Islami.

4. Penghitungan pendapatan nasional sebagai ukuran dari kesejahteraan sosial Islami melalui pendugaan nilai santunan antar saudara dan sedekah.

Zakat dan sedekah menyebabkan meningkatnya pendapatan fakir dan miskin yang pada akhirnya konsumsi yang dilakukan juga akan mengalami peningkatan. Secara teori, dengan adanya peningkatan konsumsi maka sektor produksi dan investasi akan mengalami peningkatan. Dengan demikian, permintaan terhadap tenaga kerja ikut meningkat sehingga pendapatan dan kekayaan masyarakat juga akan mengalami peningkatan. Fenomena tersebut mengindikasikan adanya pertumbuhan kehidupan ekonomi dan sosial masyarakat.

Allah SWT menjelaskan dalam firman dalam QS. At-Taubah: 103

خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِمْ بِهَا وَصَلِّ عَلَيْهِمْ إِنَّ صَلَاتَكَ سَكَنٌ لَهُمْ وَاللَّهُ سَمِيعٌ عَلِيمٌ (١٠٣)

Artinya: “Ambillah zakat dari sebagian harta mereka, dengan zakat itu kamu membersihkan dan mensucikan mereka dan mendoalah untuk mereka. Sesungguhnya doa kamu itu (menjadi) ketenteraman jiwa bagi mereka. Dan Allah Maha Mendengar lagi Maha Mengetahui”. (QS. At-Taubah [9]: 103)

Allah SWT menjelaskan dalam firman dalam QS. Al-Anbiya’: 107

وَمَا أَرْسَلْنَاكَ إِلَّا رَحْمَةً لِّلْعَالَمِينَ (١٠٧)

Artinya: *Dan tiadalah Kami mengutus kamu, melainkan untuk (menjadi) rahmat bagi semesta alam. (QS. Al-Anbiya':107)*

2.2.2.2 Inflasi

Secara umum inflasi berarti kenaikan tingkat harga secara umum dari barang/komoditas dan jasa selama suatu periode waktu tertentu. Inflasi dapat dianggap sebagai fenomena moneter karena terjadinya penurunan nilai unit penghitungan moneter terhadap suatu komoditas. Inflasi adalah tingkat perubahan dalam harga-harga, dan tingkat harga adalah akumulasi dari inflasi-inflasi terdahulu (Dornbusch, dkk. 2004:34).

Definisi inflasi oleh para ekonom modern adalah kenaikan yang menyeluruh dari jumlah uang yang harus dibayarkan (nilai unit perhitungan moneter) terhadap barang-barang/komoditas dan jasa. Sebaliknya, jika yang terjadi adalah penurunan nilai unit perhitungan moneter terhadap barang-barang/komoditas dan jasa didefinisikan sebagai deflasi (Karim, 2007:135).

Inflasi dapat diukur dengan tingkat inflasi (*rate of inflation*) yaitu tingkat perubahan dari tingkat harga secara umum. Persamaannya adalah sebagai berikut:

$$\frac{\text{tingkat harga}_t - \text{tingkat harga}_{t-1}}{\text{tingkat harga}_{t-1}} \times 100 = \text{Rate of Inflation}$$

Uang dalam masyarakat menjadi alat penukaran yang lazim diterima dimana barang dan jasa dapat diperdagangkan dengan uang daripada langsung dipertukarkan dengan barang dan jasa yang lain. Akibat dari

rendahnya nilai intrinsik uang inilah yang menjadi salah satu penyebab terjadinya inflasi.

Nilai dari penyimpanan nilai moneter berubah-ubah dan tidak dapat diprediksi karena sifat alamiah dari uang itu sendiri. Menurut Paul A. Samuelson dalam Karim (2007: 137) Inflasi dapat digolongkan menurut tingkat keparahannya sebagai berikut:

1. *Moderate Inflation*: karakteristiknya adalah kenaikan tingkat harga yang lambat. Umumnya disebut sebagai 'inflasi satu digit'. Pada tingkat inflasi seperti ini orang-orang masih mau untuk memegang uang dan menyimpan kekayaannya dalam bentuk uang daripada dalam bentuk asset riil.
2. *Galloping Inflation*: inflasi pada tingkat ini terjadi pada peningkatan 20% sampai dengan 200% per tahun. Pada tingkatan inflasi seperti ini orang hanya mau memegang uang seperlunya saja, sedangkan kekayaan disimpan dalam bentuk asset-aset riil. Banyak perekonomian yang mengalami tingkat inflasi seperti ini tetap berhasil 'selamat' walaupun sistem harganya berlaku sangat buruk. Perekonomian seperti ini cenderung mengakibatkan terjadinya gangguan-gangguan besar pada perekonomian karena orang-orang akan cenderung mengirimkan dananya untuk berinvestasi di luar negeri daripada berinvestasi di dalam negeri (*capital outflow*).

3. *Hyper Inflation*: inflasi jenis ini terjadi pada tingkatan yang sangat tinggi yang jutaan sampai triliunan persen per tahun. Walaupun sepertinya banyak pemerintah yang perekonomiannya dapat bertahan menghadapi galloping inflation, akan tetapi tidak pernah ada pemerintah yang dapat bertahan menghadapi inflasi jenis ketiga ini.

Inflasi yang tinggi tingkatnya tidak akan menggalakkan perkembangan ekonomi suatu negara. Menurut Murni (2006: 206) hal-hal yang mungkin timbul karena inflasi adalah sebagai berikut:

1. Ketika biaya produksi naik akibat inflasi, hal ini akan sangat merugikan pengusaha dan ini menyebabkan kegiatan investasi beralih pada kegiatan yang kurang mendorong produk nasional.
2. Pada saat kondisi harga tidak menentu (inflasi) para pemilik modal lebih cenderung menanamkan modalnya dalam bentuk pembelian tanah, rumah dan bangunan. Pengalihan investasi seperti ini akan menyebabkan investasi produktif berkurang dan kegiatan ekonomi menurun.
3. Inflasi menimbulkan efek yang buruk pada perdagangan dan mematikan pengusaha dalam negeri. Hal ini karena kenaikan harga menyebabkan produk-produk dalam negeri tidak mampu bersaing dengan produk negara lain sehingga kegiatan ekspor turun dan impor meningkat.

4. Inflasi menimbulkan dampak yang buruk pula pada neraca pembayaran. Karena menurunnya ekspor dan meingkatnya impor menyebabkan ketidakseimbangan terhadap aliran dana yang masuk dan keluar.

Menurut Tandelilin (2001: 212) inflasi yang tinggi bisa mengurangi tingkat pendapatan *riil* yang diperoleh investor dari investasinya. Sebaliknya jika tingkat inflasi suatu negara mengalami penurunan, maka hal ini akan merupakan sinyal yang positif bagi investor seiring dengan turunnya risiko daya beli uang dan risiko penurunan pendapatan *riil*. Dengan melonjaknya harga dan menurunnya daya beli masyarakat maka inflasi juga berimbas pada perusahaan. Karena harga yang terus melambung namun pendapatan masyarakat yang tetap. Inflasi menyebabkan naiknya biaya produksi hingga pada akhirnya merugikan perusahaan.

Fahmi (2006: 84) pertumbuhan inflasi ini berkaitan dengan pengaruh pertumbuhan suku bunga Bank Indonesia, sehingga ketika inflasi mengalami kenaikan berpengaruh terhadap kondisi pasar modal di Indonesia. Sangat tingginya laju inflasi tersebut mengakibatkan tingkat suku bunga riil menjadi negatif sehingga tidak mendorong pengerahan dana masyarakat. Hal ini tercermin pada rendahnya nisbah dana masyarakat yang dihimpun perbankan terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) dan juga rendahnya nisbah kredit perbankan terhadap PDB, yaitu masing-masing 2,6% dan 1,8% (Pohan, 2008:53).

2.2.2.2.1 Inflasi dalam Perpektif Islam

Dalam islam tidak dikenal istilah inflasi, karena mata uang yang dipakai adalah dinar dan dirham, yang mana mempunyai nilai yang stabil dan dibenarkan oleh Islam.

Kondisi defisit pernah terjadi pada zaman Rasulullah dan ini hanya terjadi satu kali yaitu sebelum Perang Hunain. Walaupun demikian, Al-Maqrizi membagi inflasi kedalam dua macam, yaitu inflasi akibat berkurangnya persediaan barang dan inflasi akibat kesalahan manusia. Inflasi jenis pertama inilah yang terjadi pada zaman Rasulullah dan khulafaur rasyidin, yaitu karena kekeringan atau karena peperangan. Inflasi akibat kesalahan manusia ini disebabkan oleh tiga hal, yaitu korupsi dan administrasi yang buruk, pajak yang memberatkan serta jumlah uang yang berlebihan. Kenaikan harga-harga yang terjadi adalah dalam bentuk jumlah uangnya, bila dalam bentuk dinar jarang sekali terjadi kenaikan. Al-Maqrizi mengatakan supaya jumlah uang dibatasi hanya pada tingkat minimal yang dibutuhkan untuk transaksi pecahan kecil saja. (Huda *et all*, 2008: 190).

Dalam mewujudkan masyarakat yang sejahtera, pemerintah Islam menggunakan dua kebijakan, yaitu kebijakan fiskal dan kebijakan moneter. Kebijakan-kebijakan tersebut telah dipraktekan yaitu sejak zaman Rasulullah dan khulafaur rasyidin yang kemudian dikembangkan oleh para ulama. Peran kebijakan fiskal relatif dibatasi oleh dua hal yakni, tingkat bunga yang tidak mempunyai peran sama sekali dalam

ekonomi Islam dan tidak memperbolehkan perjudian karena dapat menimbulkan beberapa praktek perjudian yang mengandung spekulasi. Tujuan dari kebijakan fiskal dalam Islam adalah untuk menciptakan stabilitas ekonomi, tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan pemerataan pendapatan, ditambah dengan tujuan lain yang terkandung dalam aturan Islam yaitu Islam menetapkan tempat yang tinggi akan terwujudnya persamaan dan dekorasi sesuai dengan firman Allah:

مَا أَفَاءَ اللَّهُ عَلَى رَسُولِهِ مِنْ أَهْلِ الْقُرَى فَلِلَّهِ وَلِلرَّسُولِ وَلِذِي الْقُرْبَىٰ
 وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسْكِينِ وَابْنِ السَّبِيلِ كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ
 وَمَا آتَاكُمُ الرَّسُولُ فَخُذُوهُ وَمَا نَهَاكُمْ عَنْهُ فَانْتَهُوا وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ
 شَدِيدُ الْعِقَابِ (٧)

Artinya:

“Apa saja harta rampasan (fai-i) yang diberikan Allah kepada Rasul-Nya (dari harta benda) yang berasal dari penduduk kota-kota maka adalah untuk Allah, untuk Rasul, kaum kerabat, anak-anak yatim, orang-orang miskin dan orang-orang yang dalam perjalanan, supaya harta itu jangan beredar di antara orang-orang kaya saja di antara kamu. Apa yang diberikan Rasul kepadamu, maka terimalah. Dan apa yang dilarangnya bagimu, maka tinggalkanlah. Dan bertakwalah kepada Allah. Sesungguhnya Allah amat keras hukumannya.” (QS. Al-Hashr [59]: 7)

Menurut Majid (2003: 283) dalam mencapai tujuan pembangunan ekonomi ada beberapa instrument yang digunakan, yaitu: penggunaan

kebijakan fiskal dalam menciptakan kesempatan kerja, penggunaan kebijakan fiskal dalam menekan laju inflasi, hal ini jelas karena penekanan laju inflasi akan lebih menonjol dibandingkan dengan *cost-push inflation* itu sendiri. Islam melarang penggunaan secara berlebihan dan pemborosan dalam konsumsi serta segala bentuk penimbunan untuk mencari keuntungan dan juga transaksi yang bersifat penindasan salah satu pihak. Dengan kata lain, pada tingkat *output* yang sama tidak akan dinaikkan sebagai kenaikan harga yang tinggi dan langkah yang bisa diambil adalah memaksimalkan fungsi penerimaan zakat. Penerimaan zakat ini dapat juga digunakan untuk berbagai macam kegunaan dalam rangka menjamin stabilitas ekonomi.

Pada zaman Rasulullah dan khulafaur rasyidin kebijakan moneter dilakukan tanpa menggunakan instrument bunga sama sekali. Dalam perekonomian kapitalis tingkat bunga seringkali berfungsi, uang yang sengaja hanya disimpan pun akan terus menerus berubah. Penghapusan bunga dan kewajiban membayar zakat sebesar 2,5% setahun tidak hanya dapat meminimalisasi permintaan spekulatif akan uang maupun penyimpanan uang yang diakibatkan oleh tingkat bunga melainkan juga memberikan stabilitas yang lebih tinggi terhadap permintaan uang.

2.2.2.3 Nilai Tukar Rupiah

Exchange Rates (nilai tukar uang) atau yang populer dikenal dengan sebutan kurs mata uang adalah catatan (*quotation*) harga pasar dari mata uang asing (*foreign currency*) dalam harga mata uang domestik (*domestic*

currency) atau resprokalnya, yaitu harga mata uang domestik dalam mata uang asing. Nilai tukar merepresentasikan 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, 2007:157).

Nilai tukar suatu mata uang dapat ditentukan oleh pemerintah (otoritas moneter) seperti pada negara-negara yang memakai sistem *fixed exchange rate* ataupun ditentukan oleh kombinasi kekuatan-kekuatan pasar yang saling berinteraksi (bank komersial-perusahaan multinasional-perusahaan manajemen asset-persahaan asuransi-bank devisa-bank sentral) serta kebijakan pemerintah seperti pada negara-negara yang memakai rezim sistem *flexible exchange rate*.

Nilai tukar uang dapat dicatat sebagai *spot* atau *immediate delivery* (penyerahan +/-2 hari) ataupun juga dapat dicatat sebagai transaksi dimuka (*forward transaction*) dalam berbagai periode penyerahan. Perbedaan antara catatan *spot* dan *forward* umumnya merefleksikan perbedaan antara biaya dari meminjam (*cost or borrowing*) dalam dua mata uang dalam periode waktu yang terkait.

Menurut Mankiw (2006: 242) terdapat dua jenis harga-harga untuk transaksi internasional, yakni:

a. Nilai Tukar Nominal

Nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*) adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukarkan mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain.

b. Nilai Tukar Riil

Nilai tukar riil (*real exchange rate*) adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukar barang dan jasa dari suatu negara dengan barang dan jasa dari negara lain.

Konsep-konsep dari nilai tukar uang yang efektif telah dikembangkan untuk mengukur rata-rata tertimbang (*weight average*) harga dari mata uang asing dalam mata uang domestik (Karim, 2007: 158).

Sebagai berikut:

1. *Purchasing Power Parity*

Definisi dari *Purchasing Power Parity* (Paritas Daya Beli) atau PPP adalah suatu kondisi dimana harga dari suatu barang yang dapat diperdagangkan (*tradable goods*) dalam suatu mata uang seharusnya sama dimana pun barang itu dibeli. Jika kondisi arbitrase (*Arbitrage Condition*=kondisi dimana tidak terdapatnya kesempatan untuk membeli suatu barang dengan harga rendah dan menjualnya lagi dengan harga yang tinggi) terjadi untuk setiap barang secara individual, maka kondisi arbitrase ini akan terjadi untuk sekelompok barang dalam jumlah yang representatif, sehingga dapat diturunkan persamaan sebagai berikut:

$$P = e P'$$

Dimana :

P = tingkat harga domestik (*domestic price*)

P' = tingkat harga luar negeri (*foreign price*)

e = nilai tukar uang (*exchange rate*)

2. *Fixed Exchange Rate Regime*

Dalam sistem kebijakan ini Bank Sentral suatu negara cukup mengumumkan suatu nilai tukar tertentu untuk mata uangnya terhadap mata uang asing tertentu di mana Bank Sentral bersedia membeli dan menjual mata uang asing dengan kuantitas berapapun. Dalam sistem nilai tukar ini Bank Sentral acap kali dipaksa untuk mencetak uang melebihi apa yang dinginkannya.

Dalam sistem nilai tukar ini Bank Sentral dapat mengendalikan nilai tukar atau penawaran uang, akan tetapi tidak keduanya sekaligus. Jika Bank Sentral menetapkan nilai tukar, maka Bank Sentral harus menawarkan berapapun kuantitas uang yang dibutuhkan oleh para pedagang atau dengan kata lain Bank Sentral harus membeli berapapun kuantitas mata uang asing yang ditawarkan oleh pedagang yang mana hal tersebut jika terjadi terus-menerus dapat mengakibatkan '*international reserve crisis*' yaitu keadaan dimana sebuah Bank Sentral kehilangan kemampuannya untuk menjaga nilai tukar tertentu untuk mata uang negaranya.

3. *Flexible Exchange Rate Regime*

Sistem nilai tukar mengambang ini adalah sistem yang dipakai oleh hampir sebagian besar negara didunia pada saat ini. Jika Bank Sentral ingin menambah penawaran uang, Bank Sentral dapat mencetak uang dan kemudian membeli sesuatu asset (berbentuk obligasi pemerintah). Jika Bank Sentral ingin mengurangi penawaran uang, maka Bank Sentral dapat menjual sesuatu asset (obligasi pemerintah).

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 yang tinggi akan membutuhkan lebih banyak uang. Begitu juga dengan mata uang asing, ditentukan dengan cara-cara yang sama. Nilai tukar uang atau kurs karena mengikut pada ketentuan oleh paritas daya beli mempunyai persamaan sebagai berikut:

$$e = \frac{P}{P'}$$

Tingkat harga P dan P' ditentukan melalui interaksi permintaan dan penawaran yang dimasing-masing negara. Kemudian, tawar-menawar dari kesempatan arbitrase akan memaksa nilai tukar e ke tingkat dimana persamaan paritas daya beli $P = e P'$ berlaku.

Nilai tukar yang melonjak-lonjak secara drastis tak terkendali akan menyebabkan kesulitan pada dunia usaha dalam merencanakan usahanya terutama bagi mereka yang mendatangkan bahan baku secara impor

maupun menjual barangnya ke pasar ekspor. Oleh karena itu, pengelolaan nilai mata uang yang relatif stabil menjadi salah satu faktor moneter yang mendukung perekonomian secara makro (Pohan, 2008:55).

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 dari instrument keuangan dengan denominasi rupiah ke instrument keuangan dengan denominasi dolar. Semakin menguatnya perekonomian suatu negara akan meningkatkan nilai mata uang tersebut. Perekonomian yang semakin baik akan menarik dana (modal) yang lebih dan semakin banyak investor yang berusaha membeli mata uang negara tersebut. Kondisi politik juga mempengaruhi mata uang suatu negara. Negara yang mempunyai stabilitas politik yang tinggi dan risiko ekonomi yang rendah akan cenderung mempunyai nilai mata uang yang semakin menguat. (Hanafi, 2003:111).

2.2.2.3.1 Nilai Tukar Rupiah dalam Perpektif Islam

Dalam keuangan islami, hanya satu hal dalam kontrak (akad) yang dapat ditunda dan barang yang dimiliki atau dipunyai tidak dapat dijual. Peraturan pertukarannya berbeda untuk setiap kontrak (akad) dan jenis kekayaan yang berbeda pula. Barang-barang selain emas, perak dan unit moneter, asset tak lancar, serta saham yang mewakili sekumpulan asset

dapat ditukarkan dengan uang berdasarkan harga yang ditentukan oleh pasar dengan setidaknya salah satu hal yang dipertukarkan dilakukan saat itu pula.

OIC Fiqh Council dalam sesi kesebelasnya memutuskan jika tidak diperbolehkan dalam Syariah untuk menjual valuta dengan penjualan yang ditunda, dan tidak diperbolehkan pula menetapkan tanggal untuk menukarnya. *OIC Fiqh Council* mengamati bahwa transaksi uang kontemporer adalah faktor utama dibelakang berbagai macam krisis dan ketidakstabilan didunia. *OIC Fiqh Council* merekomendasikan untuk pemerintah muslim untuk melakukan kendali atas pasar uang dan mengatur aktivitasnya yang berkaitan dengan transaksi valuta serta transaksi yang terkait dengan uang yang lainnya agar sesuai dengan prinsip Syariah karena prinsip tersebut adalah pengaman atas bencana perekonomian. (Ayub, 2009: 136).

Dalam kaitannya dengan kontrak (Akad) berjangka valuta asing, beberapa cendekiawan melarangnya sementara sebagian lain membedakan dua kasus. Kasus pertama, dimana salah satu valuta diserahkan pada saat itu pula (*spot*) dan valuta yang lain penyerahannya ditunda, dan hal ini dilarang. Kasus kedua, yang diperbolehkan melibatkan perukaran kedua valuta pada harga yang telah disetujui bersama. Oleh sebab itu, penyelesaian transaksi ke depan dalam valuta dapat dilakukan dalam bentuk janji untuk memenuhi kebutuhan

pertukaran riil dari para pedagang dan bukan untuk mencapai keuntungan spekulatif. (Ayub, 2009: 138).

Peraturan berkenaan dengan kontrak (Akad) perukaran valuta (secara langsung dan dalam jumlah yang seimbang pada kasus mata uang yang homogen). Pelanggaran atas peraturan tersebut berakibat pada Riba *Al-Fadhl* (dimana kuantitas uang yang dipertukarkan secara langsung berbeda) atau Riba *An-Nasihah* (dimana uang dipertukarkan dengan uang dengan adanya penundaan).

Karim (2007: 167) menyebutkan jika nilai tukar mata uang dalam Islam digolongkan dalam dua kelompok yaitu, *Natural* dan *Human Error*. Nilai tukar dalam Islam menganut sistem '*Managed Floating*', dimana nilai tukar adalah hasil dari kebijakan-kebijakan pemerintah (bukan merupakan cara dan kebijakan itu sendiri). Karena pemerintah tidak mencampuri keseimbangan yang terjadi di pasar kecuali jika terjadi hal-hal yang mengganggu keseimbangan itu sendiri. Jadi bisa dikatakan bahwa suatu nilai tukar yang stabil adalah merupakan hasil dari kebijakan pemerintah yang tepat.

2.2.2.4 Jumlah Uang Beredar

Perkembangan jumlah uang yang beredar mencerminkan perkembangan ekonomi. Biasanya apabila perekonomian tumbuh dan berkembang, jumlah uang yang beredar juga bertambah. Sedangkan komposisinya berubah. Bila perekonomian semakin maju, porsi

penggunaan uang kartal semakin sedikit, karena digantikan dengan uang giral atau *near money*.

Komposisi jumlah uang yang beredar di masyarakat dapat dibedakan menjadi dua bagian. Pertama adalah uang beredar dalam pengertian sempit, yang digunakan untuk transaksi yaitu M1 (*narrow money*). Kedua adalah uang beredar dalam arti luas yang biasa disebut dengan M2 (*broad money*). Menurut Sukirno (2006:236) persamaan yang menunjukkan jumlah uang beredar ini adalah :

$$M1 = C + DD$$

$$M2 = M1 + QM$$

$$QM = SD + TD$$

1. Uang Beredar Dalam Arti Sempit (*Narrow Money*=M1)

Secara sederhana dapat dikatakan bahwa uang beredar dalam arti sempit adalah seluruh uang kartal dan uang giral yang ada di tangan masyarakat. Sedangkan uang kartal milik pemerintah (Bank Indonesia) disimpan di bank-bank umum atau bank sentral itu sendiri, tidak dikelompokkan sebagai uang kartal. Uang giral merupakan simpanan rekening Koran (giro) masyarakat pada bank-bank umum.

2. Uang Beredar Dalam Arti Luas (*Broad Money*=M2)

Dalam arti luas, uang beredar merupakan penjumlahan dari M1 (uang beredar dalam arti sempit) dengan uang kuasi. Uang kuasi atau *Near Money* adalah simpanan masyarakat pada bank umum dalam bentuk deposito berjangka (*time deposito*) dan tabungan. Uang kuasi

diklasifikasikan sebagai uang beredar, dengan alasan bahwa kedua bentuk simpanan masyarakat ini dapat dicairkan menjadi uang tunai oleh pemiliknya, untuk berbagai keperluan transaksi yang dilakukan. Dalam sistem moneter di Indonesia, uang dalam arti luas ini (M2) sering disebut dengan likuiditas perekonomian.

Faktor-faktor yang mempengaruhi jumlah uang beredar menurut Yuliad (2008: 86) adalah:

1. Keadaan neraca pembayaran

Apabila neraca pembayaran mengalami surplus, berarti ada devisa yang masuk ke dalam negara, hal ini berarti ada penambahan jumlah uang beredar. Demikian pula sebaliknya jika neraca pembayaran mengalami defisit.

2. Keadaan APBN (surplus atau defisit)

Apabila pemerintah mengalami defisit dalam APBN maka pemerintah dapat mencetak uang baru. Hal ini berarti ada penambahan dalam jumlah uang beredar. Demikian sebaliknya, jika APBN negara mengalami surplus, maka sebagian uang beredar masuk ke dalam kas negara. Sehingga jumlah uang beredar semakin kecil.

3. Perubahan kredit langsung Bank Indonesia

Sebagai penguasa moneter, Bank Indonesia tidak aja dapat memberikan kredit kepada bank-bank umum, tetapi BI juga dapat

memberikan kredit langsung kepada lembaga-lembaga pemerintah (BUMN)

4. Perubahan kredit likuiditas Bank Indonesia

Sebagai banker's bank, BI dapat memberikan kredit likuiditas kepada bank-bank umum. Hal ini berdampak pada melonjaknya jumlah uang beredar. Di samping itu, adanya pinjaman luar negeri, kebijakan tarif pajak, juga dapat mempengaruhi besar kecilnya jumlah uang beredar.

2.2.2.4.1 Jumlah Uang Beredar dalam Perspektif Islam

Allah SWT menjelaskan dalam firman dalam QS. At-Taubah: 34

وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ
فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ (٣٤)

Artinya: *“Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya sebahagian besar dari orang-orang alim Yahudi dan rahib-rahib Nasrani benar-benar memakan harta orang dengan jalan batil dan mereka menghalang-halangi (manusia) dari jalan Allah. Dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkahkannya pada jalan Allah, maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih”*. (QS. At-Taubah [9]: 34)

Dalam ekonomi Islam ada beberapa mazhab yang berbeda pandangan akan bentuk dari kurva penawaran uang. Adanya perbedaan pendapat dalam bentuk dari kurva penawaran adalah sesuatu yang wajar saja dalam proses pencairan dan pengalihan ilmu yang lebih dalam.

Perbedaan pandangan diantara mazhab ini disebabkan dari perbedaan asumsi yang melatarbelakangi frame berpikirnya.

Menurut Karim (2007, 198) perbedaan konsep jumlah uang beredar menurut beberapa mazhab Islam adalah sebagai berikut:

1. Mazhab Iqtishaduna

Pandangan utama dari mazhab ini adalah jumlah uang beredar merupakan elastisitas sempurna, dimana pemerintah sebagai pemegang otoritas moneter tidak mampu untuk mempengaruhi jumlah uang yang beredar. Pendapat ini didasarkan pada asumsi Nabi Muhammad mata uang yang beredar adalah dinar (tersebut dari emas) dan dirham (terbuat dari perak) yang diimpor dari Roma dan Persia. Banyak rendahnya permintaan akan dinar atau dirham tergantung dari perdagangan barang dengan luar negeri. Jika permintaan akan uang naik, maka dinar akan diimpor dengan cara pasar melakukan ekspor barang ke Roma (untuk mendapatkan dinar) atau ke Persia (untuk mendapatkan dirham. Namun jika permintaan uang turun impor barang dari luar negerilah yang akan dilakukan. Pada masak ini tidak dikenal dan memang dilarang pengenaan bea masuk pada barang impor maupun uang impor, sehingga permintaan uang internal akan selalu dapat tercukupi.

Kebijakan pendukung yang diberlakukan pada masa Rasulullah bertujuan untuk menciptakan pasar persaingan sempurna. Salah satu penyebab gagalnya pasar persaingan sempurna adalah adanya *miss*-informasi dikalangan pelaku ekonomi. Sehingga *Hijaz* (penimbunan uang/barang) yang akan menyebabkan hilangnya barang atau uang dari pasar dilarang. Praktek *Hijaz* (*hoarding*/penimbunan) akan membawa dampak kepada kelangkaan barang dan akhirnya akan meningkatkan harga-harga, tentu saja peristiwa peningkatan harga-harga akan mematikan beberapa pengusaha/pedagang dan pada akhirnya mereka akan keluar dari pasar.

2. Mazhab Mainstream

Dikatakan bahwa penawaran uang dalam Islam sepenuhnya dikontrol oleh negara sebagai pemegang monopoli dari penerbitan uang yang sah (*legal tender*). Keberadaan Baitul Mal semasa Rasulullah merupakan *prototype* dari bank sentral yang ada selama ini. keberadaan bank sentral adalah untuk menerbitkan mata uang dan menjaga nilai tukarnya agar dapat berada pada tingkat harga yang stabil. Negara melakukan sendiri control terhadap penerbitan uang dan kepemilikan atas semua bentuk uang baik logam, kertas atau kredit.

Oleh karena itu, Penawaran uang diasumsikan secara penuh dipengaruhi oleh kebijakan sentral bank, sehingga secara grafik

akan terlihat bahwa M_s bersifat *Perfect inelastic*, yang berakibat pada penawaran uang bebas dari pengaruh tinggi rendahnya kebijakan biaya atas asset yang menggugur. Jumlah uang beredar atau otoritas moneter ditetapkan sesuai dengan proposional tingkat pendapatan atau nilai transaksi, yaitu:

$$M_s = f(\mu)$$

Dan

$$M_s = \beta Y; \beta > 0$$

Kebijakan pemerintah dalam mengatasi shock dalam pasar uang, misalkan adanya kelebihan permintaan uang, maka kebijakan yang ditempuh bukanlah dengan cara mencetak uang, tetapi memengaruhi perilaku permintaan uang itu sendiri yaitu dengan pengenaan biaya terhadap asset atau uang yang dianggurkan. Kebijakan ini akan mampu untuk menghindari terjadinya inflasi yang diakibatkan karena kelebihan uang. Begitu juga sebaliknya apabila ada inflasi, maka biaya atau pajak ini dapat digunakan sebagai instrument kebijakan pemerintah.

3. Mazhab Alternatif

Mazhab ketiga menjelaskan manajemen moneter Islam adalah Mazhab Alternatif, yang menyatakan bahwa keberadaan uang pada dasarnya terintegrasi dalam sistem sosial ekonomi yang berlaku. Sehingga *value* dan jumlah uang bukanlah

variabel utuh yang berdiri sendiri. Terintegrasinya uang dalam sebuah sistem yang kompleks menjadikan uang tidak independen atau bukanlah variabel yang *exogenous*. Konsep endogenouitas uang dalam Islam ini berbeda dengan cara pandang terhadap uang dalam mazhab kedua. Tidaklah seperti halnya mazhab kedua yang mengatakan bahwa bank sentral *full control* terhadap *money supply*, melainkan jumlah uang beredar lebih ditentukan oleh *actual spending demand* dalam kebutuhannya untuk mengatasi transaksi dipasar barang dan jasa.

2.3 Metode Analisis

Dalam melakukan uji analisis penelitian ini, terdapat beberapa metode yang bisa digunakan sebagai metode analisisnya. Metode yang dapat digunakan adalah sebagai berikut:

2.3.1 Metode Vector Error Correction Model (VECM)

Vector Error Correction Model (VECM) merupakan suatu model analisis ekonometrika yang dapat digunakan untuk mengetahui tingkah laku jangka pendek dari suatu variabel terhadap jangka panjangnya, akibat adanya shock yang permanen. Analisis VECM juga dapat digunakan untuk mencari pemecahan terhadap persoalan variabel runtun (*time series*) yang tidak stationer (*non-stationary*) dan regresi lancung (*spurious regression*) atau

korelasi lancung (*spurious correlation*) dalam analisis ekonometrika. (Ajija, 2011, 189).

Asumsi yang harus dipenuhi dalam analisis VECM adalah semua variabel independen harus bersifat stasioner. Hal ini ditandai dengan semua sisa bersifat *white noise*, yaitu memiliki rata-rata nol, ragam konstan, dan di antara variabel tak bebas tidak ada korelasi. Uji kestasioneran data dapat dilakukan melalui pengujian terhadap ada tidaknya *unit root* dalam variabel dengan uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Uji stasioneritas data ini penting dilakukan karena dengan adanya *unit root* akan menghasilkan persamaan regresi yang *spurious*. Pendekatan yang dilakukan untuk mengatasi persamaan regresi yang *spurious* adalah dengan melakukan diferensiasi atas variabel endogen dan eksogennya.

Estimasi VECM menurut Ajija (2011: 191) dapat dilihat melalui repons dari setiap variabel endogen terhadap kejutan pada variabel tersebut maupun terhadap variabel endogen lainnya. Ada dua cara untuk dapat melihat karakteristik dinamis model VEC, yaitu melalui *IRR function* dan *variance decomposition*.

Jika suatu data *time series* model VAR telah terbukti terdapat hubungan kointegrasi, maka VECM dapat digunakan untuk mengetahui tingkah laku jangka pendek dari suatu variabel terhadap nilai jangka panjangnya. VECM juga digunakan untuk menghitung hubungan jangka pendek antar variabel melalui koefisien standar dan mengestimasi hubungan jangka panjang dengan menggunakan lag residual dari regresi juga terkointegrasi.

Model estimasi VECM untuk data *time series* X_t , *vector* ($p \times 1$) yang terkointegrasi pada tiap komponennya dalam bentuk persamaan dibawah ini:

$$\Delta X_t = \mu + \alpha \beta'_{t-1} + \sum_{i=1}^k T_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

2.3.2 Metode Vector Autoregressive (VAR)

VAR (*vector autoregressive*) merupakan regresi sederhana dari persamaan:

$$X_t = T_1 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

dimana X_t = *vector* dari *time series* yang stasioner dan ε_t = *vector* pada *time series* yang *white noise* dengan matrik kovarian Ω .

Model ekonometrika yang sering digunakan dalam analisis kebijakan makroekonomi dinamik dan stokastik adalah metode VAR. Metode VAR merupakan suatu sistem persamaan yang memperlihatkan setiap variabel sebagai fungsi linier dari konstanta dan nilai *lag* (lampau) dari variabel itu sendiri, serta nilai lag dari variabel lain yang ada dalam sistem. Variabel penjelas dalam VAR meliputi nilai lag seluruh variabel tak bebas dalam sistem VAR yang membutuhkan identifikasi *retreksi* untuk mencapai persamaan melalui interpretasi persamaan.

2.3.3 Metode Error Correction Model (ECM)

Error Correction Model (ECM) merupakan model yang digunakan untuk mengoreksi persamaan regresi di antara variabel-variabel yang secara individual tidak stationer agar kembali ke nilai *equilibriumnya* di jangka panjang. (Ajija, dkk. 2011:133). Metode ini menjelaskan hubungan jangka

panjang dan jangka pendek dari variabel penelitian yang disebabkan karena adanya ketidakseimbangan hubungan pada model dan ketidaknormalan serta ketidakstasioneran data.

Suatu proses stotastik dapat dikatakan stasioner jika nilai rataan (*mean*) dan variasinya konstan sepanjang waktu dan nilai kovarians antara dua periode hanya bergantung pada jarak atau celah (*gap*) atau lampau (*lag*) antara dua periode waktu dan tidak pada periode akrual, dimana kovarian dihitung. Persamaan umum dalam model ECM adalah:

$$\Delta Y_t = \beta_1 \Delta X_t + \gamma ec m_{t-1} + u_t$$

2.3.4 Analisis Regresi Berganda

Uji analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji analisis regresi linier berganda. Uji analisis regresi linier berganda digunakan untuk menganalisis besarnya hubungan dan pengaruh variabel independen yang jumlahnya lebih dari atau sama dengan dua. (Suharyadi, 2009: 210). Bentuk persamaan regresi dengan dua variabel independen adalah :

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2$$

Dimana :

Y : Variabel terikat

a : Konstanta

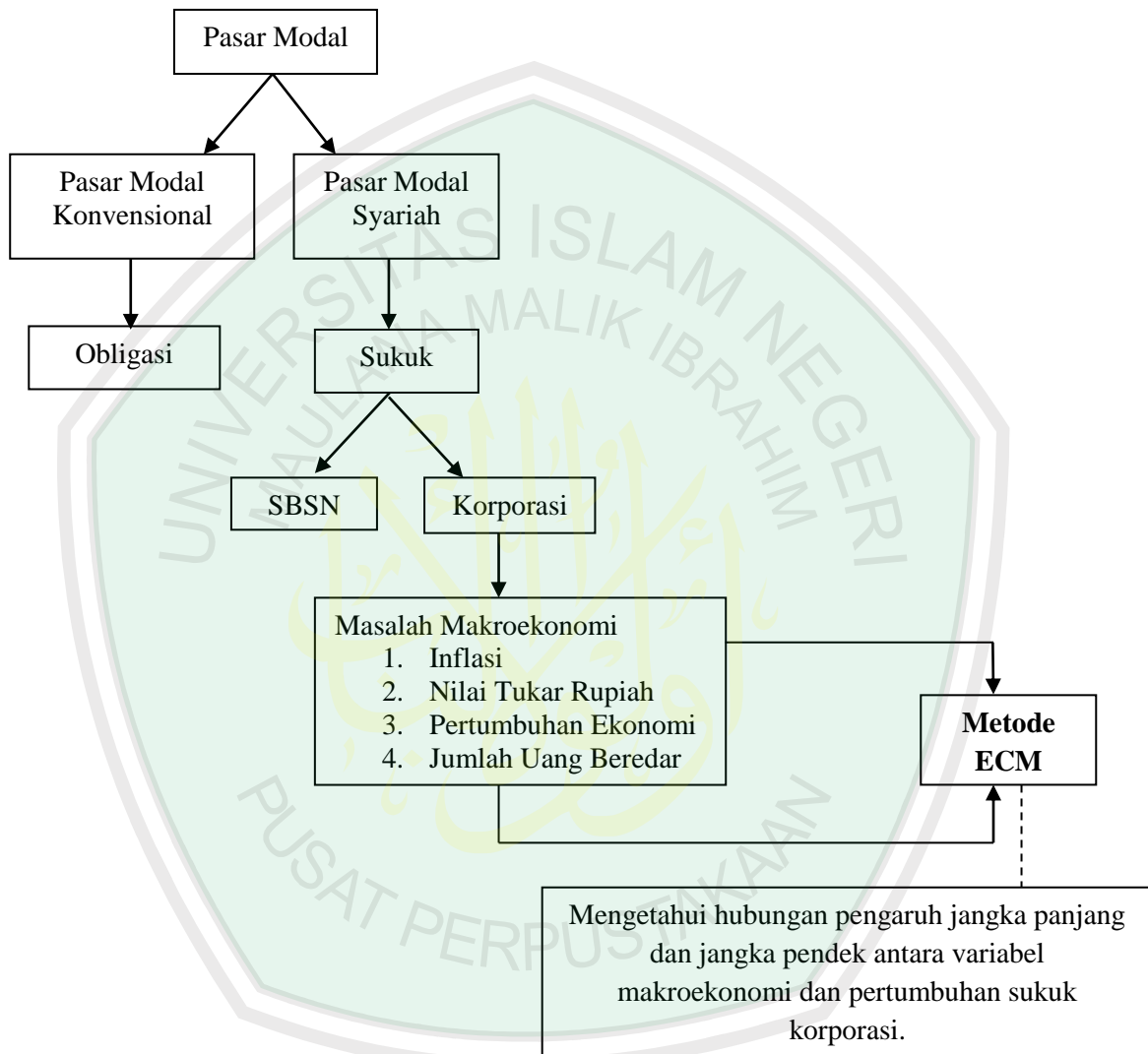
b₁ : Koefisien regresi variabel bebas 1

b₂ : Koefisien regresi variabel bebas 2

x₁ : Variabel bebas 1

2.4 Kerangka Konseptual

Gambar 2.3
Kerangka Konseptual



Pasar modal di Indonesia terbagi atas pasar modal konvensional dan pasar modal syariah. Pasar modal konvensional memiliki produk investasi berupa obligasi, sedangkan pasar modal syariah memiliki produk investasi berupa sukuk. Sukuk merupakan bukti kepemilikan asset yang dikeluarkan oleh perusahaan atau negara dengan menggunakan prinsip syariah. Sukuk sendiri terbagi atas dua jenis

yakni, Sukuk Negara atau Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan Sukuk Korporasi.

Obyek penelitian ini adalah sukuk korporasi, dimana peneliti ingin melihat pengaruh hubungan antara variabel makroekonomi dan pertumbuhan sukuk korporasi. Variabel makroekonomi yang digunakan adalah PDB, inflasi, nilai tukar rupiah, dan jumlah uang beredar. Alat analisis dalam penelitian ini menggunakan metode *Error Correction Model* (ECM) dimana model tersebut melihat pengaruh hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara variabel makroekonomi dan pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Rentan waktu penelitian ini adalah Januari 2010-Juni 2014.

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan penelitian terdahulu, maka dalam penelitian ini akan dirumuskan beberapa hipotesis untuk menjawab masalah penelitian mengenai pengaruh indikator makroekonomi terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia, sebagai berikut:

2.5.1 Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap pertumbuhan sukuk korporasi

Pertumbuhan ekonomi yang baik mutlak diperlukan oleh untuk perkembangan pertumbuhan sukuk yang stabil. Said dan Grassa (2012) menyebutkan jika PDB memiliki pengaruh positif bagi perkembangan pasar sukuk. Terdapat pengaruh jangka panjang antara PDB dan pertumbuhan sukuk. Hal yang sama juga diungkapkan oleh dan Rani (2013) yang juga menambahkan jika jumlah uang beredar memiliki pengaruh jangka panjang terhadap

pertumbuhan sukuk. Melati (2013) menyebutkan jika produk domestik bruto memiliki pengaruh negatif terhadap sukuk ijarah. Maka hipotesisnya adalah:

H1= Terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara PDB dan pertumbuhan sukuk korporasi.

H2= Terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara PDB dan pertumbuhan sukuk korporasi

2.5.2 Pengaruh Inflasi terhadap pertumbuhan sukuk korporasi

Nilai inflasi akan mempengaruhi minat investor atau masyarakat untuk berinvestasi di pasar modal khususnya untuk berinvestasi pada sukuk. Berdasarkan Basyariah (2014) menyatakan jika inflasi memiliki pengaruh jangka panjang terhadap pertumbuhan sukuk, hal ini didukung oleh Elkarim (2012) menyebutkan jika inflasi berpengaruh negatif signifikan pada pertumbuhan sukuk. Namun, Adegelan (2009) menyebutkan inflasi tidak memiliki pengaruh yang besar dalam pertumbuhan sukuk pada umumnya. Maka dihipotesisnya adalah:

H3= Tidak terdapat hubungan jangka pendek antara inflasi dan pertumbuhan sukuk korporasi

H4= Tidak terdapat hubungan jangka panjang antara inflasi dan pertumbuhan sukuk korporasi

2.5.3 Pengaruh nilai tukar terhadap pertumbuhan nilai sukuk korporasi

Kedadaan melemahnya nilai tukar mengindikasikan melemahnya perekonomian dalam negeri. Merujuk dari penelitian Harun (2013) menyebutkan jika sukuk saling bersebab akibat dengan nilai tukar rupiah, yang artinya sukuk memiliki hubungan terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesisnya adalah:

H5 = Terdapat hubungan jangka pendek antara nilai tukar rupiah dan pertumbuhan sukuk korporasi

H6 = Terdapat hubungan jangka panjang antara nilai tukar rupiah dan pertumbuhan sukuk korporasi

2.5.4 Pengaruh jumlah uang beredar terhadap pertumbuhan sukuk korporasi

Jumlah uang beredar mempengaruhi tingkat investasi, karena apabila terjadi kenaikan tingkat jumlah uang beredar maka tingkat investasi akan mengalami kenaikan. Fadli (2014) menyebutkan jika jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh signifikan jangka pendek terhadap pengaruh pertumbuhan sukuk. Firdaus dan Pasaribu (2013) menyebutkan jika jumlah uang beredar memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesisnya adalah:

H7 = Terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk korporasi.

H8 = Terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk korporasi

2.5.5 Pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh yang dominan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi

Sebagian besar peneliti menyimpulkan jika variabel makroekonomi PDB memiliki pengaruh yang besar terhadap pertumbuhan sukuk. Sesuai juga dengan penelitian Sadi dan Grassa (2012), Rani (2013), Handayani dan Artini (2013) menyebutkan jika faktor ekonomi makro berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Maka hipotesisnya adalah:

H9 = Terdapat pengaruh yang dominan antara PDB dan pertumbuhan sukuk.

