



Research paper

MANFA'AH – Journal of Islamic Business and Management Vol. 2 (1), 2022, 24-34

Pengaruh Faktor Makroekonomi terhadap Nilai *Outstanding* Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2016-2021

Dina Diana*

Manajemen Bisnis Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Syariah, Institut Agama Islam Tazkia, Sentul City, Bogor

ARTICLE INFO

Keywords:

Corporate Sukuk,
Macroeconomic Factors,
Multiple Linier Regression
Analysis

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of macroeconomic factors on the outstanding corporate sukuk in Indonesia. This study uses a quantitative approach. The data used is secondary data, in the form of a time series from January 2016 to October 2021. The method used is Multiple Linear Regression Analysis with an error rate of 5%. From this study, it was found that macroeconomic factors that have a significant influence on the outstanding value of corporate sukuk in Indonesia are the BI Rate, money supply, and exports variables. Factors that have no effect on the outstanding value of corporate sukuk in Indonesia are inflation variable and the USD exchange rate. Inflation, BI Rate, money supply, USD exchange rate and exports simultaneously affect the outstanding value of corporate sukuk in Indonesia.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa apakah terdapat pengaruh dari faktor makroekonomi terhadap outstanding sukuk korporasi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa deret waktu dari periode Januari 2016 sampai dengan Oktober 2021. Metode yang digunakan adalah Analisis Regresi Linear Berganda dengan tingkat error sebesar 5%. Dari penelitian ini didapatkan hasil bahwa faktor makroekonomi yang berpengaruh signifikan dalam mempengaruhi nilai outstanding sukuk korporasi di Indonesia adalah variabel BI Rate, jumlah uang beredar, dan ekspor. Faktor yang tidak berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi di Indonesia adalah variabel Inflasi dan Kurs USD. Adapun variabel Inflasi, BI Rate, jumlah uang beredar, kurs USD dan ekspor, secara simultan berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi di Indonesia.

1. Introduction

Industri keuangan syariah di Indonesia memperlihatkan perkembangan cukup pesat. Pasar modal syariah hadir sebagai alternatif untuk berinvestasi bagi para investor. Data dari Otoritas Jasa Keuangan (2020) menunjukkan bahwa jumlah investor syariah meningkat walaupun di tengah kondisi ketidakpastian akibat pandemi Covid-19, dengan peningkatan jumlah investor pengguna SOTS (Sistem *Online Trading Syariah*) yang mencapai 85.891 investor per akhir tahun 2020, meningkat sebesar 25,21% dibandingkan tahun lalu. Selain produk perbankan syariah dan saham syariah yang merupakan instrumen pasar modal, sukuk (obligasi syariah) juga sangat populer dan diminati dalam beberapa tahun terakhir. Indonesia sebagai negara muslim terbesar telah menjadi pemain aktif di pasar sukuk, sehingga Pemerintah Indonesia berkomitmen untuk terus mendorong perkembangan pasar sukuk sebagai bagian dari *creative and innovative financing* (Aisyaturahma dan Aji, 2021).

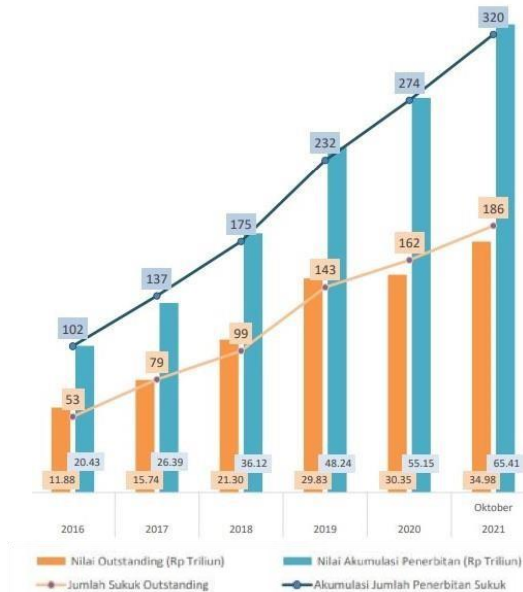
Indonesia memiliki catatan penerbitan Sukuk yang menggembirakan. Diawali dengan Fatwa Dewan Syariah Nasional, Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, Sukuk pertama kali diterbitkan oleh PT. Indosat untuk membiayai ekspansi bisnisnya. Di tahun 2008 perkembangan Sukuk semakin meningkat ketika pemerintah Indonesia melalui Menteri Keuangan mengambil bagian dengan menerbitkan Sukuk Negara berupa Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) (Laila, 2021).

Di masa pandemi Covid-19 yang berawal sejak tahun 2020, aset keuangan syariah Indonesia mampu tumbuh dibandingkan tahun 2019, dimana Pasar Modal Syariah memiliki porsi terbesar dari aset keuangan

syariah dan mengalami pertumbuhan tertinggi di antara sektor lainnya. Perkembangan produk pasar modal syariah di tahun 2020 mengalami peningkatan dari sisi jumlah maupun nilai. *Market share* nilai kapitalisasi ISSI mencapai 48% dibandingkan kapitalisasi pasar IHSG di akhir tahun 2020. Dari sisi jumlah produk, sukuk korporasi beredar dan reksa dana syariah mengalami peningkatan cukup tinggi dibandingkan produk lainnya, masing-masing sebesar 13,29% dan 9,06% dibandingkan tahun 2019 (OJK, 2020).

Berdasarkan data OJK, selama tahun 2020 terdapat penerbitan 42 seri sukuk korporasi dengan total nilai sebesar Rp.6,91 triliun. Pada periode yang sama, terdapat 24 seri sukuk korporasi jatuh tempo dengan total nilai Rp5,28 triliun. Sampai akhir Desember 2020, jumlah sukuk korporasi outstanding mencapai 162 seri sukuk meningkat 13,29% dibandingkan jumlah sukuk tahun sebelumnya. Sedangkan dari sisi nilai meningkat 1,76% dibandingkan tahun lalu, menjadi sebesar Rp.30,35 triliun. Di tahun 2020 terdapat 6 emiten yang menerbitkan sukuk korporasi untuk pertama kalinya, yaitu PT Sampoerna Agro Tbk, PT Pegadaian (Persero), PT Bussan Auto Finance, PT Elnusa Tbk, PT Polytama Propindo, dan PT Wijaya Karya (Persero) Tbk. Hingga saat ini, akad yang telah digunakan dalam penerbitan sukuk korporasi di Indonesia berdasarkan nilai emisi adalah mayoritas akad ijarah (50,95%), kemudian akad mudharabah (44,28%) dan wakalah (4,78%).

Pada Gambar 1 menunjukkan perkembangan nilai outstanding sukuk korporasi yang meningkat setiap tahunnya berdasarkan data Desember 2016 sampai Oktober 2021. Pada posisi Oktober 2021, nilai outstanding sukuk mencapai Rp. 34,98 Triliun, meningkat sebesar 34% dibanding Desember 2016 yang nilainya Rp. 11,88 Triliun. Adapun jumlah sukuk outstanding per Oktober 2021 sebesar 186 sukuk, meningkat 71,5% dibanding Desember 2016 yang sejumlah 53 sukuk. Saat ini terdapat 31 perusahaan yang menerbitkan sukuk korporasi dengan bidang usaha yang bervariasi, mulai dari bidang keuangan yaitu perbankan, *multifinance* dan pegadaian, bidang telekomunikasi, konstruksi, manufaktur dan *consumer goods*.



Gambar 1. Nilai Outstanding Sukuk Korporasi

(Sumber : OJK, 2021)

Kestabilan makroekonomi dalam negeri sangat diperlukan bagi kondisi instrumen surat berharga pada pasar modal syariah Indonesia. Kondisi Pandemi Covid-19 di seluruh dunia berpengaruh terhadap kondisi perekonomian global. Sejalan dengan perekonomian global yang berkontraksi akibat pandemi, ekonomi Indonesia pada tahun 2020 juga berkontraksi sebesar 2,07%. Pemberlakuan kebijakan pembatasan sosial di Indonesia mendorong salah satu komponen terbesar PDB Indonesia yaitu konsumsi rumah tangga turut berkontraksi sebesar 2,63% dan turunnya output pada beberapa sektor riil. Beberapa langkah untuk meminimalkan dampak terhadap ekonomi dan sektor keuangan telah diambil oleh pemerintah, selain itu OJK telah mengeluarkan serangkaian kebijakan dalam menjaga stabilitas sistem keuangan dan meningkatkan pertumbuhan ekonomi nasional (OJK, 2020).

Pada Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai dari indikator makroekonomi selama tahun 2016 sampai tahun 2021 (posisi sampai Oktober 2021). Inflasi dan BI rate rata-rata bulanan menunjukkan tren menurun, hal ini sesuai dengan kebijakan pemerintah dan Bank Indonesia untuk menekan tingkat suku bunga BI rate, dan inflasi

yang dijaga rendah untuk mendukung daya beli masyarakat di saat Pandemi Covid-19. Jumlah uang beredar menunjukkan peningkatan setiap tahun. Adapun Kurs USD terhadap Rupiah, menunjukkan Rupiah terdepresiasi namun dapat dijaga di angka Rp. 14.000,-. Data ekspor menunjukkan penurunan di tahun 2019 dan 2020 seiring dengan kondisi Pandemi Covid-19, namun di tahun 2021 mulai meningkat cukup tinggi.

Tabel 1. Indikator Makroekonomi pada Tahun 2016-2021

Indikator	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inflasi (%)	3.02	3.61	3.13	2.72	1.68	0.92
BI rate (%)	6.00	4.56	5.10	5.63	4.25	3.53
Uang Beredar (Milyar Rp)	4,698,477	5,163,213	5,518,337	5,902,206	6,520,383	7,074,399
Kurs USD (Rp)	13,330	13,398	14,267	14,131	14,625	14,353
Ekspor (Juta USD)	12,094	14,069	15,001	13,974	13,599	18,632

Sumber : BPS, OJK, 2021 (Diolah, data 2021 sampai Oktober 2021)

Kondisi makroekonomi yang baik akan mempengaruhi keputusan para emiten untuk menerbitkan sukuk. Berdasarkan data OJK, jumlah sukuk korporasi beredar sampai dengan tahun 2020 mengalami peningkatan cukup tinggi yaitu sebesar 13,29% dibandingkan produk pasar modal syariah lainnya, dan pertumbuhan sukuk korporasi dari sisi nilai emisi sebesar 1,76% dibanding tahun 2019. Hal ini menunjukkan bahwa produk sukuk korporasi memiliki resiliensi yang cukup baik terhadap perubahan kondisi makroekonomi. Pertumbuhan sukuk korporasi yang rata-rata meningkat setiap tahunnya dan kondisi resiliensi pada masa Pandemi Covid 19 menimbulkan pertanyaan untuk dianalisa, bagaimana pengaruh dari faktor makroekonomi terhadap pertumbuhan nilai outstading sukuk korporasi, dan faktor makroekonomi apa yang paling berpengaruh terhadap pertumbuhan nilai outstading sukuk korporasi? Adapun faktor makroekonomi yang akan dianalisa dan diperkirakan berpengaruh terhadap pertumbuhan nilai sukuk korporasi yaitu faktor inflasi, BI Rate, jumlah uang yang beredar, Kurs USD, dan jumlah ekspor selama kurun waktu sebelum dan saat Pandemi Covid-19, pada periode Januari 2016 sampai Oktober 2021.

2. Literature Review

2.1 Theoretical Framework

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah, yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Obligasi syariah dikenal juga dengan istilah sukuk. Menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM) No. KEP-130/BL/2006 Tahun 2006 pada Peraturan No.IX.A.13, sukuk merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi, atas kepemilikan aset berwujud tertentu; nilai manfaat atas aset berwujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada; jasa yang sudah ada maupun yang akan ada; aset proyek tertentu; dan atau kegiatan investasi yang telah ditentukan (OJK, 2021).

Sukuk Korporasi merupakan sukuk yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memenuhi prinsip syariah, baik perusahaan swasta maupun Badan Umum Milik Negara (BUMN) berdasarkan peraturan OJK No. 18/POJK.04/2005 tentang penerbitan dan persyaratan sukuk. Sukuk digunakan perusahaan sebagai sumber pendanaan dari investor dengan jangka waktu dan akad yang disepakati. Jenis sukuk berdasarkan Standar Syariah AAOIFI (*The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*) No.17 tentang Investment Sukuk, terdiri dari 9 jenis sukuk dengan akad yang berbeda, diantaranya yaitu Sukuk Ijarah, Sukuk Mudhrabah, Sukuk Musyarakah dan Sukuk Istishna (OJK, 2021).

Inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dimana barang dan jasa tersebut merupakan kebutuhan pokok masyarakat atau turunnya daya jual mata uang suatu negara (BPS, 2021). Inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus dalam jangka waktu tertentu. Inflasi timbul karena adanya tekanan dari sisi *supply* (*cost push inflation*), dari sisi permintaan (*demand pull inflation*), dan dari ekspektasi inflasi. Pentingnya pengendalian inflasi didasarkan pada pertimbangan bahwa inflasi yang tinggi dan tidak stabil memberikan dampak negatif kepada kondisi sosial ekonomi masyarakat. Inflasi yang tidak stabil akan menciptakan ketidakpastian (*uncertainty*) bagi pelaku ekonomi dalam mengambil

keputusan. Pengalaman empiris menunjukkan bahwa inflasi yang tidak stabil akan menyulitkan keputusan masyarakat dalam melakukan konsumsi, investasi, dan produksi, yang pada akhirnya akan menurunkan pertumbuhan ekonomi (Bank Indonesia, 2021).

BI Rate adalah suku bunga acuan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia melalui Rapat Dewan Gubernur tiap bulannya. Setelah ditetapkan, nilai BI Rate diumumkan ke publik sebagai referensi suku bunga bagi perbankan. Apabila BI Rate naik, suku bunga deposito dan kredit juga ikut naik. Hal ini juga berlaku sebaliknya. Selain itu penetapan BI Rate digunakan untuk mengontrol laju inflasi. Apabila inflasi naik, BI Rate akan dinaikkan, akibatnya suku bunga perbankan naik dan menurunkan jumlah uang yang beredar. Setelah itu Bank Indonesia dapat menurunkan BI Rate dan inflasi dapat ditekan. Sejak tanggal 19 Agustus 2016, Bank Indonesia mengimplementasikan suku bunga acuan atau suku bunga kebijakan baru yaitu BI-7 Day Reverse Repo Rate (BI7DRR), menggantikan BI Rate. Instrumen BI 7-Day (Reverse) Repo Rate digunakan sebagai suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil (Bank Indonesia, 2021).

Uang beredar dapat didefinisikan dalam arti sempit (M1) dan dalam arti luas (M2). M1 meliputi uang kartal yang dipegang masyarakat dan uang giral (giro berdenominasi Rupiah), sedangkan M2 meliputi M1, uang kuasi (mencakup tabungan, simpanan berjangka dalam rupiah dan valas, serta giro dalam valuta asing), dan surat berharga yang diterbitkan oleh sistem moneter yang dimiliki sektor swasta domestik dengan sisa jangka waktu sampai dengan satu tahun (Bank Indonesia). Penambahan jumlah uang beredar di pasar, akan meningkatkan permintaan barang dan jasa, dan akan menggerakkan sektor riil berupa peningkatan produksi dan kegiatan investasi masyarakat (Pramudiyanti, *et al*, 2019).

Kurs atau nilai tukar mata uang adalah jumlah uang domestik yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Nilai tukar akan menunjukkan banyaknya uang dalam negeri yang diperlukan untuk membeli satu unit mata uang asing (Sukirno, 2015). Nilai tukar yang tidak stabil akan mempengaruhi harga barang domestik dan barang impor. Jika nilai tukar Rupiah melemah terhadap USD maka harga barang impor menjadi lebih mahal, sehingga akan meningkatkan biaya produksi pada sektor riil. Kondisi tersebut akan mempengaruhi kegiatan investasi (Pramudiyanti, *et al*, 2019).

Ekspor adalah penjualan berbagai macam barang dan jasa yang diproduksi di dalam negeri ke luar negeri (Mankiw, 2016). Ekspor merupakan kegiatan mengeluarkan barang dari daerah pabean Indonesia ke daerah pabean negara lain (Kemendag, 2021). Dalam perdagangan internasional, kegiatan ekspor dan impor merupakan salah satu faktor yang sangat penting untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Ekspor merupakan salah satu sumber devisa bagi negara eksportir, dan merupakan parameter peningkatan produksi yang mendorong pertumbuhan ekonomi negara tersebut (Hodijah & Angelina, 2021).

2.2 Previous Research

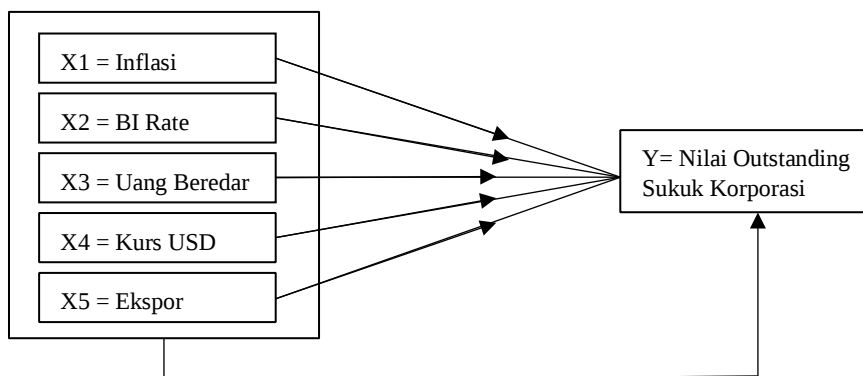
Penelitian acuan untuk menganalisa pengaruh faktor makroekonomi terhadap nilai outstanding sukuk korporasi di Indonesia, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Ardiansyah & Lubis (2017) yang menunjukkan bahwa variabel jumlah uang beredar, Indeks Produksi Industri (IPI), dan inflasi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Variabel kurs, oil price, dan bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Penelitian Kurniawan, *et al* (2020) juga menunjukkan bahwa variabel makroekonomi seperti inflasi, nilai tukar, jumlah uang beredar memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia.

Adapun penelitian Pramudiyanti, *et al* (2019) menunjukkan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk, sedangkan variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi dan nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2002- 2018. Selain itu, penelitian dari Dung P. Le, *et al* (2016) menunjukkan nilai tukar (*exchange rate*) memiliki pengaruh positif terhadap perkembangan pasar obligasi, ekspor (*openess of the economy*) dan ukuran ekonomi (*size of economy*) memiliki pengaruh negatif terhadap perkembangan pasar obligasi, sedangkan ukuran sistem perbankan (*size of banking system*) tidak berpengaruh terhadap perkembangan pasar obligasi.

Berdasarkan perbedaan pengaruh variabel makroekonomi terhadap pertumbuhan sukuk pada penelitian sebelumnya, maka peneliti mencoba untuk menganalisa faktor variabel makroekonomi yang paling berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Adapun perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian terdahulu, yaitu dari pemilihan variabel makroekonomi dan data *time series* (deret waktu) pada periode Januari 2016 sampai dengan Oktober 2021, dimana pada rentang tahun 2020 sampai tahun 2021 terjadi kondisi Pandemi Covid-19 yang akan berpengaruh terhadap perekonomian secara makro dan pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia.

2.3 Conceptual Framework

Berdasarkan penelitian terdahulu, maka dikembangkan kerangka konseptual untuk menganalisis faktor makroekonomi yang mempengaruhi total outstanding sukuk korporasi di Indonesia, sebagai berikut:



Gambar 2. Kerangka Konseptual Penelitian

3. Methodology

3.1 Research Method

Untuk menjawab pertanyaan dalam penelitian ini digunakan pendekatan metode kuantitatif, dengan analisa statistic menggunakan Model Regresi Linear Berganda. Menurut Pandjaitan & Ahmad (2017) Analisis Model Regresi Linear Berganda merupakan analisis statistik yang menghubungkan antara dua variabel independen X atau lebih dengan variabel dependen Y, dan bertujuan untuk mengukur intensitas hubungan antara dua variabel atau lebih dan membuat perkiraan nilai Y atas X.

3.2 Data Collection

Jenis data yang digunakan peneliti berupa Data Sekunder dengan data deret waktu (*time series*) bulanan pada periode Januari 2016 sampai dengan Oktober 2021. Data sekunder diperoleh dari berbagai sumber seperti Biro Pusat Statistik (BPS), Bank Indonesia data Otoritas Jasa Keuangan, jurnal, buku, dan referensi lainnya.

3.3 Operasionalisasi Variabel

Variabel yang digunakan pada penelitian ini sebagai berikut :

a. Variabel Independen (Variabel Bebas/Tidak Terikat)

Variabel independen sering disebut dengan prediktor yang dilambangkan dengan X. Variabel Independen merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (terikat). Variabel ini biasa disebut juga variabel eksogen (Ridha, 2017). Variabel independen atau variabel bebas dalam penelitian ini adalah inflasi (X_1), BI rate (X_2), jumlah uang yang beredar (X_3), kurs USD (X_4) dan ekspor (X_5).

b. Variabel Dependen (Variabel Tak Bebas/Terikat)

Variabel dependen disebut juga variabel output. Kriteria konsekuen variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Variabel dependen disebut juga variabel indogen (Ridha, 2017). Variabel dependen atau variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai outstanding sukuk korporasi (Y).

Tabel 2. Operasional Variabel

Variabel	Keterangan	Skala	Sumber Data
Inflasi (X_1)	Inflasi menggunakan data inflasi bulanan, dengan satuan prosentase (%)	Rasio	BPS
BI rate (X_2)	Menggunakan Instrumen BI 7-Day (Reverse) Repo Rate yang dikeluarkan setiap bulan, dengan satuan prosentase (%)	Rasio	OJK
Jumlah uang beredar (X_3)	Uang dalam bentuk uang kartal, uang giro, deposito serta tabungan (M2), dinyatakan dalam satuan Milyar Rupiah	Nominal	OJK

Kurs USD (X4)	Nilai tukar uang nasional (Rupiah) terhadap mata uang asing (USD), yang dinyatakan dalam satuan Rupiah per USD.	Nominal	BPS
Ekspor (X5)	Nilai ekspor komoditas umum dari seluruh area geografi Indonesia yang mengacu pada nilai <i>Free On Board</i> (FOB), dinyatakan dalam satuan Juta USD	Nominal	BPS
Nilai Outstanding Sukuk Korporasi (Y)	Nilai emisi sukuk korporasi yang masih beredar (outstanding), dinyatakan dalam satuan Milyar Rupiah	Nominal	OJK

3.4 Research Model

Data yang diperoleh dilakukan kompilasi dan diolah menggunakan software statistic, yaitu software SPSS 23 untuk melakukan permodelan Regresi Linear Berganda. Menurut Pandjaitan & Ahmad (2017) Analisis Regresi Linear Berganda merupakan analisis statistik yang menghubungkan antara dua variabel independen atau lebih dengan variabel dependen Y dan bertujuan untuk mengukur intensitas hubungan antara dua variabel atau lebih dan membuat perkiraan nilai Y atas X. Dalam penelitian ini memfokuskan pada penjelasan hubungan antara nilai outstanding sukuk korporasi sebagai variabel dependen, serta inflasi, BI rate, jumlah uang beredar, kurs USD dan ekspor sebagai variabel independen.

Model regresi linear berganda pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Dimana:

Y : Nilai
Outstanding Sukuk Korporasi a
: Konstanta

b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 : Koefisien regresi

X_1 : Inflasi

X_2 : BI Rate

X_3 : Uang Beredar

X_4 : Kurs USD

X_5 : Ekspor

e : Standar error

4. Discussion

4.1 Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Multikolinieritas

Dalam regresi mengasumsikan tidak terdapat multikolinieritas antar variabel bebas. Multikolinearitas adalah suatu keadaan dimana satu atau lebih dua variabel bebas dapat dinyatakan sebagai kombinasi linier dari variabel bebas lainnya. Permasalahan tersebut dapat dilihat dengan melihat nilai *Varian Inflation Factor* (VIF), jika nilai VIF lebih dari 10 maka terjadi multikolinieritas. Tabel 3 berikut menunjukkan nilai VIF untuk variabel bebas. Nilai VIF menunjukkan tidak adanya multikolinieritas pada variabel-variabel bebas dalam model penelitian ini. Sehingga tidak terdapat pengaruh antar variabel bebas, asumsi non multikolinieritas terpenuhi.

Tabel 3. Nilai VIF

Variabel	VIF
X1	1.037
X2	2.468
X3	4.683
X4	2.237
X5	2.010

b. Uji Normalitas

Dalam regresi mengasumsikan residual menyebar mengikuti sebaran normal. Pengujian normalitas menggunakan uji Kolmogorof Smirnov. Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi lebih dari 0.05, maka data berdistribusi normal. Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi yang sebesar 0.069, lebih besar dari 0.05, sehingga residual menyebar mengikuti sebaran normal.

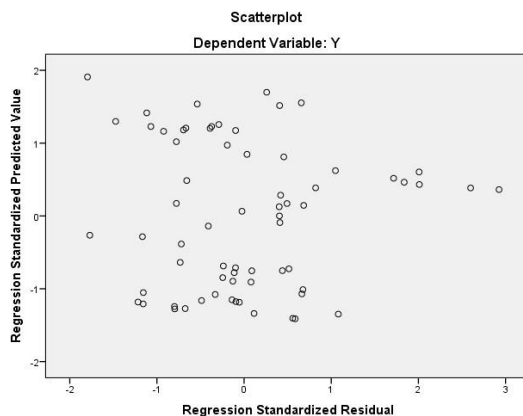
Tabel 4. Uji Normalitas Kolmogorof-Smirnov

	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	.104	67	.069

c. Uji Homogenitas

Dalam regresi mengasumsikan residual memiliki ragam yang homogenitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk melihat apakah model yang dihasilkan memiliki residual dengan ragam homogen atau tidak, dapat dilakukan dengan melihat grafik plot atau *scatter plot* antara nilai prediksi variable dependen yaitu dengan residualnya. Terlihat pada Gambar 3 bahwa pola dalam grafik *scatter plot* menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, Tidak terdapat pola tertentu sehingga residual menyebar homogen, sehingga tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model.

Gambar 3. Hasil Uji Homogenitas



d. Uji Autokorelasi

Dalam Analisis regresi mengasumsikan tidak adanya autokorelasi antar pengamatan. Pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji Darbin-Watson (D-W). Dasar pengambilan keputusan yaitu dengan membandingkan nilai Durbin Watson (DW) hitung dengan nilai (DW) tabel.

Dasar pengambilan keputusan:

1. Jika $0 < dw < dl$, ada autokorelasi positif
2. Jika $4-dl < dw < 4$, ada autokorelasi negatif.
3. Jika $du < dw < 4-du$, tidak ada autokorelasi baik positif maupun negatif.
4. Jika $dl < dw < du$ atau $4-du < dw < 4-dl$, tidak ada pengambilan keputusan. Keterangan : dl : Batas bawah dw, du : Batas atas dw

Tabel 5. Hasil Uji Darbin-Watson

Nilai dl	Nilai du	Nilai dw	Perbandingan Nilai
1.4486	1.7676	1.948	$dw > du$ $(4-dw) > du$

Dari perhitungan di atas, maka $dw > du$ dan $(4-dw) > du$ sehingga tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif.

4.2. Hasil Uji Hipotesis dan Analisis Data

Untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi nilai outstanding sukuk korporasi dilakukan dengan 2 cara, yaitu dengan uji parsial (uji t) dan uji simultan (uji f). Dalam pembuatan model penduga tersebut, diduga nilai outstanding sukuk korporasi dipengaruhi oleh variabel inflasi, BI rate, uang beredar, kurs USD dan ekspor.

Adapun hasil analisa regresi berganda dengan bantuan SPSS didapatkan persamaan sebagai berikut :

$$Y = -50926 - 798 X_1 + 1828 X_2 + 0,013 X_3 - 0,297 X_4 - 0,289 X_5 + e$$

Untuk menginterpretasikan hasil model regresi tersebut maka dapat dijelaskan bahwa nilai konstanta adalah -50.926, artinya jika variabel inflasi, BI rate, uang beredar, kurs USD dan ekspor nilainya adalah 0, maka pertumbuhan sukuk korporasi bernilai negatif yaitu -50.926. Koefisien regresi variabel inflasi (X_1) bernilai negatif yaitu -798, artinya setiap inflasi meningkat sebesar 1 satuan, maka akan menurunkan outstanding sukuk korporasi sebesar 798 satuan. Koefisien regresi dari BI rate (X_2) bernilai positif sebesar 1828, artinya setiap kenaikan BI rate sebesar 1 satuan akan meningkatkan nilai outstanding sukuk sebesar 1559 satuan. Koefisien regresi dari jumlah uang beredar (X_3) bernilai positif sebesar 0,013, artinya setiap kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1 satuan akan meningkatkan nilai outstanding sukuk sebesar 0,013 satuan. Koefisien regresi variabel kurs USD (X_4) bernilai negatif yaitu -0,297 artinya setiap kurs USD meningkat sebesar 1 satuan, akan menurunkan outstanding sukuk korporasi sebesar 0,297 satuan. Koefisien regresi dari jumlah ekspor (X_5) bernilai negatif yaitu -0.2895, artinya setiap kenaikan ekspor sebesar 1 satuan akan menurunkan nilai outstanding sukuk sebesar 0,289 satuan.

Adapun nilai koefisien determinasi R Square dari model regresi berganda tersebut sebagai berikut :

Tabel 6. Nilai Koefisien Determinasi R-Square

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.977 ^a	.955	.951	1941.330
a. Predictors: (Constant), inflasi, BI rate, uang beredar, kurs USD dan ekspor				
b. Dependent Variable: Outstanding Sukuk Korporasi				

Nilai koefisien determinasi R Square yang diperoleh adalah sebesar 0,955. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 95,5% variabel terikat (outstanding sukuk korporasi) bisa dijelaskan oleh variabel bebas (inflasi, BI rate, uang beredar, kurs dan ekspor), sedangkan sisanya sebesar 4,5% dipengaruhi oleh variabel bebas lainnya yang belum dimasukkan dalam model tersebut.

1) Uji pengaruh variabel secara parsial

Dalam uji parsial ini akan menguji hipotesis penelitian dengan menggunakan uji T. Pengambilan keputusan berdasarkan perbandingan nilai signifikansi pada uji T dengan $\alpha = 0.05$. Pada Tabel 7 menunjukkan hasil uji T.

Tabel 7. Hasil Uji Pengaruh Variabel secara Parsial

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	-50926.488	6413.469		-7.941	.000
	X1 (Inflasi)	-797.987	927.866	-.024	-.860	.393
	X2 (BI rate)	1827.701	371.496	.210	4.920	.000
	X3 (Uang Beredar)	.013	.001	1.172	19.947	.000
	X4 (Kurs USD)	-.297	.574	-.021	-.518	.606
	X5 (Ekspor)	-.289	.140	-.080	-2.067	.043

a. Pengaruh Inflasi terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel inflasi tidak berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Pada hasil uji parsial menunjukkan nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu $0,860 < 1,669$ dan nilai signifikansi

$0,393 > \alpha 0,05$ artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel inflasi terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Dengan perubahan pada variabel inflasi, tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai outstanding sukuk korporasi.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Ardiansyah & Lubis (2017) dan Kurniawan, *et al* (2020), dimana inflasi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Kenaikan inflasi akan menyebabkan naiknya tingkat suku bunga dan akan meningkatkan keuntungan investasi bagi para investor, diantaranya pada instrumen surat berharga seperti obligasi. Namun sejalan dengan hasil penelitian Pramudyanti, *et al* (2019) menunjukkan bahwa perubahan pada inflasi tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi, dikarenakan sistem penerbitan dan penetapan imbalan sukuk yang berbeda dari obligasi konvensional (Pramudyanti, *et al*, 2019). Selain itu penerbitan sukuk tidak didasarkan pada naik turunnya tingkat suku bunga akibat naik turunnya inflasi, namun berdasarkan *underlying asset* yang menjamin penerbitan sukuk berupa sewa manfaat atas asset atau proyek yang mendasarinya, atau berdasar kesepakatan imbal hasil atas keuntungan dari proyek yang dijalankan.

b. Pengaruh BI Rate terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel BI rate berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi.

Pada hasil uji parsial menunjukkan nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel, yaitu $4,920 > 1,669$ dan nilai signifikansi $0,000 < \alpha 0,05$ artinya terdapat pengaruh yang signifikan variabel BI rate terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Dengan meningkatnya suku bunga BI Rate, akan diikuti dengan meningkatnya nilai outstanding sukuk korporasi.

BI Rate yang ditetapkan melalui Instrumen BI 7-Day (Reverse) Repo Rate dapat secara cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil. Ketika BI rate naik akan menyebabkan suku bunga pada pasar uang dan perbankan naik, sehingga investor akan merespon dengan melakukan investasi di pasar uang atau menyimpan dana di perbankan, dan menarik dana dari pasar obligasi.

Namun dalam penelitian ini, suku bunga BI rate menunjukkan pengaruh yang positif terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Pada saat BI rate meningkat, tidak serta merta investor menarik dananya dari investasi sukuk korporasi, berbeda dengan pasar obligasi konvensional yang sensitif terhadap perubahan tingkat suku bunga. Penentuan *return* pada sukuk berdasarkan *underlying asset* yang menjamin penerbitan sukuk berupa sewa manfaat atas asset atau proyek yang mendasarinya, atau berdasar kesepakatan imbal hasil atas keuntungan dari proyek yang dijalankan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Setiadi (2018) yang menunjukkan bahwa tingkat suku bunga BI rate berpengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan green sukuk di Indonesia.

c. Pengaruh Uang Beredar terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel uang beredar berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Pada hasil uji parsial menunjukkan nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel, yaitu $19,947 > 1,669$ dan nilai signifikansi

$0,000 < \alpha 0,05$ artinya terdapat pengaruh yang signifikan variabel uang beredar terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Dengan meningkatnya jumlah uang beredar, akan diikuti dengan meningkatnya nilai outstanding sukuk korporasi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ardiansyah & Lubis (2017), Kurniawan, *et al* (2020) dan Pramudyanti, *et al* (2019), dimana jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Semakin banyak uang beredar akan meningkatkan kegiatan investasi. Bagi masyarakat akan lebih memilih menginvestasikan uangnya dalam bentuk surat berharga daripada menyimpannya, karena dapat dipastikan nilai uang riil mengalami penurunan di masa mendatang akibat peredaran uang yang tinggi. Dengan peredaran uang yang meningkat, memberikan kesempatan kepada perusahaan atau emiten untuk menerbitkan sukuk dalam melakukan ekspansi usahanya (Kurniawan, *et al*, 2020).

d. Pengaruh Kurs USD terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kurs tidak berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Pada hasil uji parsial menunjukkan nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu $0,518 < 1,669$ dan nilai $\text{sig } 0,606 > \alpha 0,05$ artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel kurs terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Dengan perubahan pada kurs mata uang USD terhadap Rupiah, tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai outstanding sukuk korporasi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Pramudyanti, *et al* (2019). Meningkatnya kurs atau nilai tukar USD terhadap Rupiah menunjukkan Rupiah terdepresiasi. Meskipun demikian pelemahan rupiah tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi, dikarenakan imbalan yang diberikan kepada investor bersifat tetap sesuai dengan akad awal saat pembelian. Selain itu sukuk diterbitkan berdasarkan pada *underlying asset* sehingga dapat meminimalisir resiko gagal bayar akibat kondisi nilai tukar yang berfluktuasi (Pramudyanti, *et al*, 2019).

e. Pengaruh Ekspor terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel ekspor berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Pada hasil uji parsial menunjukkan nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel, yaitu $2,067 > 1,669$ dan nilai signifikansi $0,043 < \alpha 0,05$ artinya terdapat pengaruh yang signifikan variabel ekspor terhadap nilai outstanding sukuk korporasi. Berdasarkan nilai koefisien dari variabel ekspor menunjukkan hubungan yang negatif, dimana jika ekspor naik maka nilai outstanding sukuk menurun, begitupun sebaliknya.

Ekspor yang tinggi seharusnya meningkatkan permintaan barang produksi di suatu negara. Ekspor yang tinggi akan menghasilkan devisa yang tinggi pula. Devisa dapat digunakan untuk membiayai impor dan memperluas usaha (Tambunan, 2000). Peningkatan ekspor akan menstimulus pertumbuhan ekonomi dan berinvestasi, diantaranya pada surat berharga yang diterbitkan oleh korporasi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kenaikan ekspor yang menunjukkan permintaan output yang meningkat, tidak serta merta direspon oleh perusahaan untuk menerbitkan sukuk korporasi. Beberapa pilihan pembiayaan untuk meningkatkan permodalan atau ekspansi usaha dapat dilakukan perusahaan melalui lembaga perbankan atau menerbitkan saham untuk menambah permodalan. Penelitian Dung P. Le, *et al* (2016) menunjukkan bahwa pada negara dengan perekonomian terbuka (*the openness economy*) yang diukur dengan pertumbuhan ekspor, tidak menjadikan pasar obligasi positif. Hal ini dikarenakan pada perekonomian terbuka, perusahaan mempunyai pilihan untuk meningkatkan permodalannya baik melalui pinjaman kepada lembaga perbankan, penerbitan saham atau melakukan pinjaman kepada investor di luar negeri.

Berdasarkan data dari BPS (2021), jumlah ekspor Indonesia mengalami penurunan di tahun 2019 dan 2020. Permintaan luar negeri terkait produk manufaktur, pertanian dan pertambangan cenderung turun. Kontraksi ekspor juga disebabkan kebijakan domestik untuk mengoptimalkan penggunaan produk seperti minyak mentah bagi kepentingan domestik. Di sisi lain, konsumsi domestik masih mengalami peningkatan baik dari sektor swasta maupun konsumsi rumah tangga yang didukung daya beli yang tetap baik dan inflasi yang rendah (Bank Indonesia, 2020). Permintaan domestik ini direspon perusahaan untuk menghasilkan output dengan mayoritas penjualan untuk pasar dalam negeri. Beberapa perusahaan yang meningkatkan produksinya, membutuhkan tambahan modal dengan menerbitkan sukuk korporasi, sehingga dalam kondisi terjadinya kontraksi ekspor, nilai outstanding sukuk korporasi tetap mengalami peningkatan.

2) Uji pengaruh variabel secara simultan

Tabel 8. Hasil Uji Pengaruh Variabel secara Simultan

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4880639948.086	5	976127989.617	259.005	.000 ^b
	Residual	229894515.824	61	3768762.554		
	Total	5110534463.910	66			
a. Dependent Variable: Outstanding Sukuk Korporasi						
b. Predictors: (Constant), inflasi, BI Rate, uang beredar, kurs USD dan ekspor						

Berdasarkan Tabel 8 menunjukkan signifikansi pada uji F sebesar $259,005 > 2,31$ dan nilai signifikansi $0,000 < \alpha 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independent (inflasi, BI rate, uang beredar, kurs USD dan ekspor) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu outstanding sukuk korporasi.

5. Kesimpulan

Dari penelitian ini didapatkan hasil bahwa faktor makroekonomi yang berpengaruh signifikan dalam mempengaruhi nilai outstanding sukuk korporasi di Indonesia adalah variabel BI Rate, jumlah uang beredar, dan ekspor. Faktor yang tidak berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi di Indonesia adalah variabel Inflasi dan Kurs USD. Adapun variabel Inflasi, BI Rate, jumlah uang beredar, kurs USD dan ekspor, secara simultan berpengaruh terhadap nilai outstanding sukuk korporasi di Indonesia.

References

- Aisyaturrahmah, A.H dan Aji, T.S. (2021). Pengaruh Inflasi dan Indeks Produksi Industri terhadap Total Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia 2014-2018. *Jurnal Manajemen Terapan dan Keuangan (Mankeu)* Vol. 10 No. 01, April 2021
- Ardiansyah I.H dan Lubis, D. (2017). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah Al-Muzara'ah* Vol.5, No.1.Tahun 2017. Bank Indonesia. (2020). Laporan Perekonomian Indonesia 2020.
- Dung P. Le, Quang T. T. Nguyen dan Toan M. Nguyen. (2016). "The Development of Corporate Bond Markets : A CrossCountry Analysis". *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8 No.1, 2016.
- Ridha, N. (2017). Proses Penelitian, Masalah, Variabel, dan Paradigma Penelitian. *Jurnal Hikmah*.
- Handriyani, Rizka. (2017). Analisis Pengaruh Inflasi, IHSG dan Jumlah Uang Beredar terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi pada Pasar Modal Syariah di Indonesia. *Jurnal Manajemen Keuangan Syariah UIN Sunan Kalijaga*. Yogyakarta.
- Hodijah, S dan Angelina, G.P. (2021). Analisis Pengaruh Ekspor dan Impor terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Jurnal Manajemen Terapan dan Keuangan (Mankeu)* Vol. 10 No. 01, April 2021.
- Kurniawan, Masitoh E, dan Fajri, R.N. (2020). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Perbankan Syariah, Finansia* Vol 3.No1, 2020.
- Laila, Nisful. (2021). Pengembangan Sukuk Negara di Indonesia. Penerbit Nizamia Learning Center. Surabaya.
- Mankiw, N.Gregory. (2003). Teori Makroekonomi. Jakarta: Penerbit Erlangga
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). Laporan Perkembangan Keuangan Syariah. Ketahanan dan Daya Saing Keuangan Syariah di Masa Pandemi.
- Pandjaitan, D. R. H dan Aripin, A. (2017). Metode Penelitian Untuk Bisnis. Pusaka media.
- Pramudiyanti H, Indrawati, L.R, dan Rusmijati. (2019). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2002-2018. *DINAMIC: Directory Journal of Economic Volume 1 Nomor 4 Tahun 2019*.
- Tambunan, Tulus. 2000. Perdagangan Internasional dan Neraca Pembayaran : Teori dan Temuan Empiris. Jakarta: PT. Pustaka LP3ES Indonesia, Anggota IKAPI.
- Wahyudi, M.A dan Shofawati, A. (2019). Pengaruh Faktor Makroekonomi terhadap Total Nilai Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia (periode Januari 2013-Desember 2017). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* Vol. 6 No. 3 Maret 2019: 461-476.
- Setiadi, Y. (2018). Analisis Pengaruh Inflasi, Suku Bunga BI (BI Rate), Nilai Tukar Mata Uang dan Harga Emas terhadap Green Sukuk di Indonesia Tahun 2011-2017. Tesis Magister. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Website:
<https://dsnmu.or.id/> Fatwa DSN-MUI Nomor 32/DN-MUI/IX/2002, tentang Obligasi Syariah (Sukuk).
<https://www.ojk.go.id/> diunduh 13 Desember 2021
<https://www.bps.go.id/> diunduh 13 Desember 2021
<https://www.bi.go.id/> diunduh 13 Desember 2021
<https://www.kemendag.go.id/> diunduh 13 Desember 2021