

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Pengelolaan Utang Negara

Pemerintah telah menjalankan kebijakan fiskal ekspansif dalam periode lima tahun terakhir untuk mempercepat pembangunan sekaligus menjaga kondisi perekonomian nasional agar tetap tumbuh dan stabil. Untuk mendukung kebijakan fiskal ekspansif, pemerintah menerapkan anggaran defisit yang didasari dengan penguatan pengelolaan kebijakan fiskal yang sehat dan berkesinambungan. Implementasi anggaran defisit disertai dengan berbagai upaya pengendalian atas berbagai risiko yang berpotensi menciptakan deviasi pada kinerja APBN (Kementerian Keuangan, 2022). Secara umum, kebijakan defisit anggaran senantiasa terkendali dalam batas aman dan berada dalam level *risk appetite* (Kementerian Keuangan, 2022).

Dalam perkembangannya, defisit anggaran cenderung menurun dari 2,51% terhadap PDB pada tahun 2017 menjadi sebesar 2,20% pada tahun 2019. Namun seiring dengan langkah *extraordinary* yang diambil oleh pemerintah dalam rangka mengatasi dampak pandemi Covid-19, defisit naik menjadi 6,14% pada tahun 2020 dan 5,82% pada tahun 2021 serta direncanakan turun pada tahun 2022

(Kementerian Keuangan, 2022). Sebagai bagian dari pembiayaan anggaran, pembiayaan utang selain berfungsi untuk menutup defisit APBN juga digunakan untuk membiayai pengeluaran pembiayaan seperti pembiayaan investasi, pemberian pinjaman, serta kewajiban penjaminan.

Pengelolaan utang negara yang terkendali dan masih dalam batas aman merupakan bentuk komitmen pemerintah untuk menjadikan utang sebagai alat dalam menjalankan kebijakan *countercyclical*. Pemerintah mengelola utang negara dengan terus mengedepankan prinsip kehati-hatian, menjaga agar tetap dalam koridor kesinambungan fiskal, serta memperhatikan kerentanan dan risiko fiskal. Salah satu kebijakan dalam pengelolaan utang negara yaitu adanya penerapan batas maksimal utang yaitu sebesar 60% terhadap PDB. Pemerintah terus berkomitmen untuk menjaga keseimbangan risiko dan biaya dengan melakukan diversifikasi portofolio utang, antara lain meliputi jenis instrumen utang, suku bunga, mata uang, dan tenor.

Hal tersebut dilakukan agar pemerintah lebih fleksibel dalam menentukan sumber pembiayaan dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan APBN. Pemerintah menggunakan berbagai instrumen pembiayaan untuk menutupi defisit APBN di antaranya yaitu melalui pinjaman dari dalam maupun luar negeri dan penerbitan Surat Berharga Negara (SBN). SBN terbagi atas dua jenis yaitu Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Dalam periode tahun 2017 hingga 2021, total *outstanding* utang negara meningkat dari Rp3.994,8 triliun menjadi Rp6.570,2 triliun.

Kenaikan *outstanding* utang tersebut sebagian besar bersumber dari SBN, utamanya SBN dalam denominasi rupiah. Hal ini sejalan dengan kebijakan pemerintah untuk mengutamakan pengadaan utang baru dalam mata uang rupiah dalam rangka pengembangan pasar domestik menuju kemandirian pembiayaan. Berikut perkembangan *outstanding* utang pemerintah periode tahun 2017-2021.

Tabel II.1 Perkembangan *Outstanding* Utang Pemerintah, 2017-2021
(triliun rupiah)

Instrumen	2017	2018	2019	2020	2021
I. Surat Berharga Negara (Neto)	441,8	358,4	446,3	1.177,2	992,8
II. Pinjaman (Neto)	(12,7)	13,6	(8,7)	52,5	34,1
1. Pinjaman Dalam Negeri (Neto)	0,6	1,4	3,0	2,4	1,0
	1,3	2,4	4,2	3,8	2,7
a. Penarikan Pinjaman Dalam Negeri (Bruto)	(0,7)	(1,1)	(1,2)	(1,4)	(1,8)
b. Pembayaran Cicilan Pokok Pinjaman Dalam Negeri	(13,4)	12,3	(11,8)	50,1	33,2
2. Pinjaman Luar Negeri (Neto)	51,7	88,6	74,2	141,1	115,4
a. Penarikan Pinjaman Luar Negeri (Bruto)	(65,1)	(76,3)	(86,0)	(91,0)	(82,3)
b. Pembayaran Cicilan Pokok Pinjaman Luar Negeri					
Jumlah	429,1	372,0	437,5	1.229,6	1.027,0

Sumber: Kementerian Keuangan (2022)

2.1.2 Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Berdasarkan UU Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, SBSN atau dikenal juga dengan istilah Sukuk Negara merupakan bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN yang diterbitkan dalam mata uang rupiah maupun valuta asing dengan mekanisme berbasis syariah. Istilah sukuk berasal dari

bahasa Arab “*sakk*” (tunggal) dan “*sukuk*” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat (*note*) atau dapat diartikan sebagai bukti kepemilikan (Kurniasari, 2014). Suatu sukuk menjadi bukti penyertaan atas suatu aset baik secara proporsional maupun keseluruhan.

Penerbitan SBSN menjadi salah satu pilihan instrumen pembiayaan anggaran negara yang berlandaskan prinsip-prinsip syariah untuk menggerakkan perekonomian nasional secara berkesinambungan. Sebagai negara dengan penduduk muslim terbanyak di dunia, perkembangan ekonomi dan keuangan syariah di Indonesia semakin menunjukkan arah yang positif dari tahun ke tahun (Komarudin, et al., 2021). Peluang besar tersebut harus dimanfaatkan secara maksimal sehingga keuangan syariah diharapkan mampu berkontribusi dalam perekonomian nasional sekaligus memperluas perkembangan pasar keuangan syariah di Indonesia.

Tujuan utama diterbitkannya SBSN yaitu untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) termasuk membiayai pembangunan proyek nasional. Sejak tahun 2008, pemerintah berupaya melakukan pengembangan instrumen pembiayaan berbasis syariah salah satunya yaitu melalui SBSN dengan tujuan antara lain: 1) untuk memperkuat dan meningkatkan peran sistem keuangan syariah di Indonesia; 2) sebagai diversifikasi instrumen pembiayaan negara; 3) sebagai *benchmark* instrumen keuangan syariah baik di pasar keuangan syariah dalam negeri maupun internasional; 4) memperluas pilihan instrumen investasi bagi investor; dan 5) mendorong pertumbuhan pasar keuangan syariah di Indonesia.

Penerbitan SBSN dapat dilaksanakan oleh pemerintah secara langsung yaitu Menteri Keuangan maupun melalui perusahaan penerbit SBSN yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan dengan persetujuan DPR. Perusahaan penerbit SBSN adalah badan hukum yang didirikan berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan untuk melaksanakan kegiatan penerbitan SBSN. Imbalan SBSN wajib dibayarkan oleh pemerintah maupun perusahaan yang menerbitkan SBSN berdasarkan akad yang telah ditentukan saat penerbitan. Menurut fatwa Dewan Syariah Nasional MUI nomor 32/DSN-MUI/IX/2002, akad SBSN yang berlaku di Indonesia yaitu *Mudharabah, Murabahah, Musyarakah, Istishna, Salam, dan Ijarah* (Latifah, 2020).

Sedangkan metode penerbitan SBSN dapat dilakukan dengan cara lelang, *bookbuilding*, dan *private placement* yang harus dilakukan sesuai dengan prinsip syariah. Penerbitan SBSN secara lelang adalah penjualan SBSN melalui agen lelang dimana investor mengajukan penawaran pembelian secara kompetitif dan/atau nonkompetitif dalam suatu periode waktu penawaran yang telah ditentukan (Amin, 2016). Mekanisme lelang SBSN diatur lebih lanjut dalam PMK Nomor 195/PMK.08/2020 tentang Lelang Surat Berharga Syariah Negara di Pasar Perdana Domestik.

Selanjutnya, metode *bookbuilding* yaitu kegiatan penjualan kepada pihak investor melalui agen penjual dimana agen penjual mengumpulkan pesanan pembelian dalam periode penawaran yang telah ditentukan. Penerbitan SBSN dengan cara *bookbuilding* diatur dalam PMK Nomor 118/PMK.08/2008 tentang Penerbitan dan Penjualan Surat Berharga Syariah Negara Dengan Cara

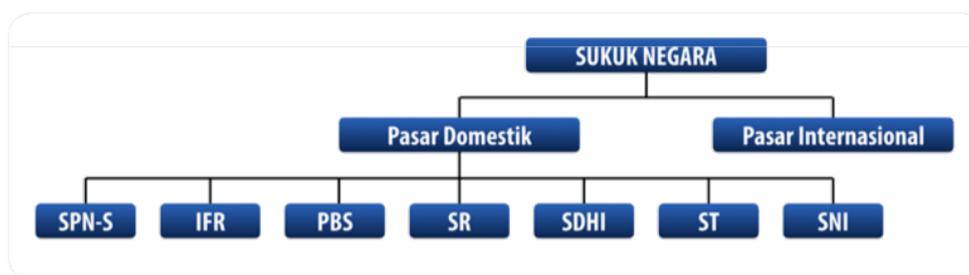
Bookbuilding di Pasar Perdana Dalam Negeri yang saat ini telah diganti dengan PMK Nomor 69/PMK.08/2020. *Private placement* (penempatan langsung) adalah kegiatan penerbitan dan penjualan SBSN yang dilakukan oleh pemerintah kepada investor dengan ditetapkannya *term and condition* SBSN sesuai kesepakatan. Metode penerbitan dan penjualan SBSN melalui *private placement* diatur dalam PMK Nomor 239/PMK.08/2012 tentang Penerbitan dan Penjualan Surat Berharga Syariah Negara Dengan Cara Penempatan Langsung (*Private Placement*) yang telah diubah dengan PMK Nomor 139/PMK.08/2018.

Selain instrumen SBSN, pemerintah lebih dulu menggunakan jenis surat berharga negara yang bersifat konvensional yaitu Surat Utang Negara (SUN) untuk membiayai APBN. Berbeda dengan mekanisme SBSN yang menggunakan prinsip syariah, instrumen SUN merupakan surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang bersifat konvensional dan memiliki *return* berupa bunga. Selain itu, penerbitan SBSN memerlukan *underlying asset* yaitu objek pembiayaan SBSN dan/atau barang milik negara yang memiliki nilai ekonomis (Amin, 2016). Sedangkan SUN tidak memerlukan *underlying asset* karena hanya terbatas sebagai surat pengakuan utang. Nilai nominal maupun pembayaran imbalan SUN dan SBSN dijamin secara penuh oleh negara sehingga potensi *default risk* (risiko gagal bayar) sangat kecil bahkan termasuk dalam *risk free instrument* (bebas risiko).

Hingga saat ini pemerintah telah menerbitkan beberapa jenis produk SBSN di antaranya yaitu Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPNS), Sukuk Ritel, *Islamic Fixed Rate* (IFR), *Project Based Sukuk* (PBS), Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI), Sukuk Valas, dan Sukuk Tabungan (DJPPR, 2016). Pada umumnya, jenis

SBSN yang dapat dibeli oleh investor perseorangan yaitu Sukuk Ritel dan Sukuk Tabungan, sedangkan IFR, SPNS, SDHI, PBS, dan Sukuk Valas hanya dapat dibeli oleh investor institusi/lembaga. Selain bertujuan untuk menutupi defisit APBN, SBSN juga dapat digunakan sebagai sumber pembiayaan suatu kegiatan/proyek pembangunan. SBSN Seri *Project Based Sukuk* (PBS) ditawarkan kepada investor institusi/lembaga melalui metode lelang maupun secara *private placement* untuk membiayai proyek yang dijadikan sebagai *underlying asset* pada penerbitan SBSN tersebut (Nopijantoro, 2017).

Gambar II.1 Jenis SBSN (Sukuk Negara)



Sumber: DJPPR (2016)

2.1.3 Project Based Sukuk (PBS)

2.1.3.1 Dasar Hukum

SBSN Seri *Project Based Sukuk* diterbitkan dan dikelola dengan mendasarkan pada peraturan-peraturan yang telah diatur baik berupa Undang-Undang, Peraturan Pemerintah, Peraturan Menteri Keuangan, maupun fatwa DSN-MUI. Dasar hukum yang digunakan dalam pengelolaan SBSN Seri PBS di antaranya adalah sebagai berikut.

- 1) Undang-Undang nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara
- 2) Peraturan Pemerintah nomor 56 tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara

- 3) Peraturan Menteri Keuangan nomor 138/PMK.08/2019 tentang Tata Cara Pembiayaan Proyek/Kegiatan Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara
- 4) Peraturan Menteri Keuangan nomor 6/PMK.05/2019 tentang Tata Cara Pelaksanaan Pembayaran Kegiatan yang Dibiayai Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara
- 5) Peraturan Menteri Keuangan nomor 120/PMK.08/2016 tentang Tata Cara Pemantauan, Evaluasi dan Pelaporan Pembiayaan Proyek/Kegiatan yang Dibiayai Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara
- 6) Peraturan Menteri Keuangan nomor 4/PMK.08/2019 tentang Perubahan atas Peraturan Menteri Keuangan nomor 120/PMK.08/2016 tentang Tata Cara Pemantauan, Evaluasi dan Pelaporan Pembiayaan Proyek/Kegiatan yang Dibiayai Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara
- 7) Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah
- 8) Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor 76/DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN Ijarah *Asset to be Leased*

2.1.3.2 Konsep

Kebutuhan pembiayaan negara dalam rangka pembangunan infrastruktur dan/atau proyek prioritas nasional cenderung terjadi peningkatan setiap tahunnya (Kementerian Keuangan, 2018). Di sisi lain, kemampuan APBN tidak dapat menyediakan anggaran untuk memenuhi seluruh kebutuhan pembangunan tersebut sehingga dibutuhkan langkah strategis untuk mengatasi *gap financing* yang terjadi.

Berbagai upaya yang telah dilakukan pemerintah seperti melakukan peningkatan kerjasama dengan pihak swasta melalui skema *public private partnership* dan penugasan kepada BUMN untuk mengerjakan proyek-proyek strategis seperti pembangunan waduk untuk PLTA dan pertanian, pembangunan jalan tol trans Sumatera, serta berbagai pelabuhan untuk aktivitas pelayaran (Hariyanto, 2017).

Selain bekerja sama dengan pihak swasta dan BUMN, pemerintah juga berupaya untuk mencari sumber pembiayaan lainnya untuk memenuhi target kebutuhan pembangunan infrastruktur di Indonesia. Pada akhir tahun 2012, pemerintah menerbitkan suatu produk instrumen pembiayaan yang ditujukan khusus untuk membiayai pembangunan proyek dengan mekanisme yang berlandaskan prinsip-prinsip syariah. Instrumen pembiayaan tersebut merupakan salah satu bentuk SBSN namun penggunaan dananya khusus untuk pembiayaan proyek, yang dikenal dengan istilah *Project Based Sukuk* (PBS).

SBSN Seri *Project Based Sukuk* (PBS) merupakan jenis SBSN atau sukuk negara yang diterbitkan oleh pemerintah yang menggunakan suatu proyek atau aset sebagai *underlying asset* atau jaminan (Kurniawan & Rahman, 2019). SBSN Seri PBS menjadi salah satu alternatif bagi pemerintah untuk membiayai kebutuhan pembangunan proyek nasional dengan mekanisme pembiayaan berdasarkan prinsip-prinsip syariah (Nopijantoro, 2017). Penerbitan SBSN PBS memerlukan akad syariah yang menjadi landasan agar seluruh proses di dalamnya terhindar dari hal-hal yang tidak sesuai dengan syariat Islam. Akad utama yang digunakan dalam penerbitan SBSN Seri PBS yaitu akad *ijarah asset to be leased* (*Ijarah al-Maujudat*

al-Mau'ud BIsti'jariha). Sedangkan akad pendukungnya yaitu akad jual beli, *wakalah*, dan *al-wa'd BI al-bay' wa al-syira'* (Kurniawan & Rahman, 2019).

Perbedaan SBSN Seri PBS dengan non-PBS adalah dari sisi penggunaan dananya. Secara umum, penerbitan SBSN dilakukan untuk membiayai kebutuhan APBN secara umum (*general financing*), khususnya untuk menutupi kekurangan anggaran. Sedangkan penerbitan SBSN PBS lebih difokuskan untuk membiayai proyek atau kegiatan tertentu yang dilaksanakan oleh kementerian atau lembaga. Dengan kata lain, anggaran yang bersumber dari hasil penerbitan PBS langsung diperuntukkan atau dikhususkan untuk membiayai proyek-proyek atau kegiatan yang telah ditetapkan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara dan tidak diperbolehkan digunakan untuk tujuan lain (Kurniawan & Rahman, 2019).

Sesuai dengan ketentuan akad yang digunakan pada SBSN PBS yaitu akad *ijarah*, imbal hasil yang akan diterima oleh investor bersifat tetap atau *fixed return* di mana pembayarannya berasal dari sumber penerimaan negara berupa pajak atau PNBPN. Hal tersebut disebabkan karena infrastruktur atau proyek yang dibangun bersifat barang publik dan layanan kepada masyarakat sehingga tidak menghasilkan penerimaan (Asfiroyan, 2017). Penerbitan sukuk negara untuk pembiayaan proyek merupakan salah satu inovasi yang dikembangkan pemerintah untuk memberikan alternatif sumber pembiayaan proyek yang efektif dan efisien. SBSN Seri PBS terdiri atas dua jenis yaitu sebagai berikut (Hariyanto, 2017):

- 1) *Project Underlying Sukuk*. Penerbitan PBS jenis ini menggunakan jaminan atau dasar transaksi berupa proyek infrastruktur yang dimasukkan dalam APBN tahun anggaran yang bersangkutan. Hasil penerbitan sukuk negara yang

diperoleh akan digunakan untuk mengganti anggaran yang terpakai selama proses pembangunan infrastruktur yang didanai (*revolving*). Pembiayaan proyek infrastruktur yang didanai dengan mekanisme *project underlying sukuk* biasanya terlebih dahulu menggunakan penerimaan negara berupa penerimaan perpajakan maupun PNBPN.

- 2) *Project Financing Sukuk (PFS)*. Pembiayaan proyek infrastruktur yang akan dibiayai melalui penerbitan sukuk dengan mekanisme PFS didahului dengan usulan oleh kementerian atau lembaga (K/L) saat proses pengusulan proyek dalam penyusunan APBN. K/L mengajukan usulan proyek melalui Bappenas dan diusulkan ke Kementerian Keuangan. Selanjutnya, proyek tersebut akan diusulkan agar dimasukkan ke dalam UU APBN tahun yang bersangkutan. Pembiayaan proyek infrastruktur dapat dibiayai melalui penerbitan sukuk negara apabila telah dimasukkan dalam APBN. Pembiayaan kegiatan atau proyek melalui penerbitan sukuk bersifat *earmarked*.

2.1.3.3 Mekanisme Penerbitan

SBSN Seri PBS dijual kepada investor institusi melalui mekanisme lelang maupun *private placement* (penempatan langsung) (Nopijantoro, 2017) dengan berdasarkan akad sewa-menyewa atau *ijarah asset to be leased* di mana pemerintah dimungkinkan untuk menyewa suatu aset berupa pembangunan proyek infrastruktur sesuai jangka waktu konstruksi (Hariyanto, 2017). Meskipun pembangunan proyek bersifat jangka panjang, pembayaran sewa proyek sebagai objek akad dapat dilakukan sejak awal masa konstruksi. Berdasarkan pasal 3 dalam

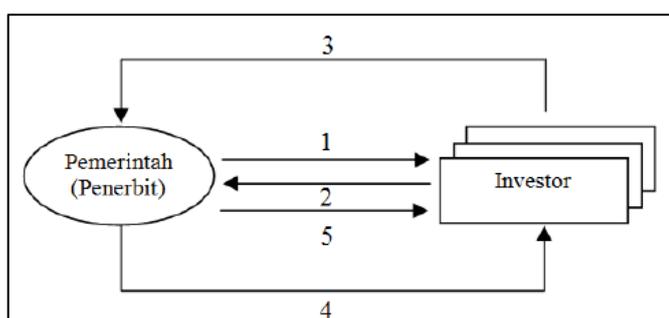
UU 19/2008, SBSN *ijarah* merupakan SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *ijarah*. Susanto (2019) menguraikan definisi akad *ijarah* sebagai berikut:

Sebuah kesepakatan dimana salah satu pihak dapat bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang telah disepakati tanpa adanya pemindahan kepemilikan aset yang menjadi objek akad. (p. 79)

Penerbitan SBSN Seri PBS yang dikeluarkan oleh pemerintah bersifat *scripless* (tanpa warkat) dan bisa diperdagangkan di pasar sekunder sesuai dengan tingkat harga pasar. Ketentuan yang berlaku pada penerbitan SBSN *ijarah* harus didasarkan pada rukun dan syarat akad *ijarah* yang telah ditentukan sesuai syariat Islam. Selain untuk perjanjian sewa-menyewa, akad *ijarah* juga dapat dirangkaikan dengan akad jual beli (*al-ba'i*) secara terpisah pada perjanjian *sale and lease back*, yaitu jual beli suatu aset yang kemudian pembeli menyewakan kembali aset tersebut kepada penjual.

Pembeli boleh berjanji kepada penjual untuk menjual kembali aset yang dibeli sesuai dengan kesepakatan pada akad *ba'i*. Sedangkan akad *ijarah*, pembeli baru bisa menjual kembali ketika transaksi jual beli atas aset yang dijadikan objek akad telah selesai secara keseluruhan (Susanto, 2019). Berikut mekanisme beserta penjelasan akad *ijarah*.

Gambar II.2 Mekanisme Akad *Ijarah*

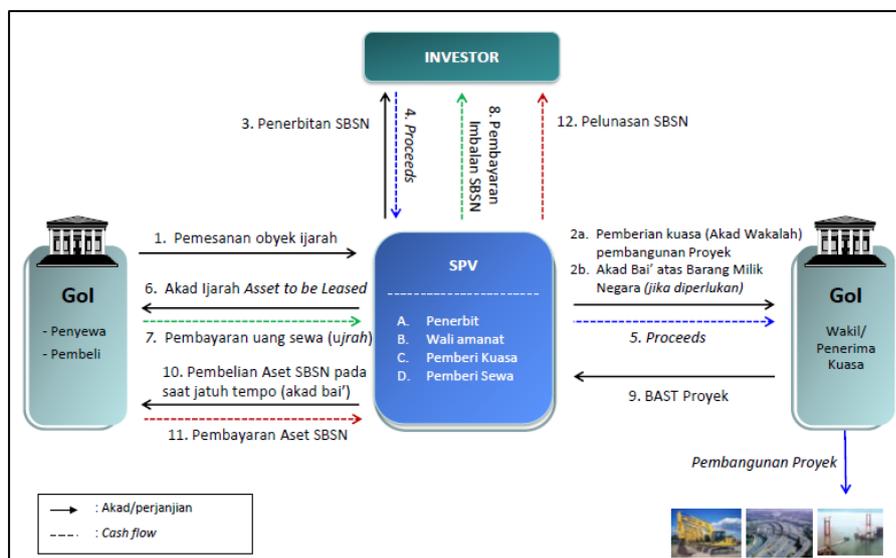


Sumber: Susanto (2019)

Keterangan:

- 1) Pemerintah sebagai penerbit melakukan penerbitan SBSN *ijarah* yang kemudian akan ditawarkan kepada investor.
- 2) Investor membeli SBSN *ijarah* kepada penerbit untuk mengalihkan sementara aset negara (objek akad) sesuai dengan periode yang disepakati.
- 3) Investor yang diwakilkan oleh wali amanat menyewakan kembali aset SBSN kepada pemerintah.
- 4) Pemerintah memberikan imbal hasil (*ujrah*) yang merupakan keuntungan secara berkala kepada investor hingga jatuh tempo.
- 5) Pada saat jatuh tempo (*maturity date*), maka pemerintah akan membeli kembali aset SBSN tersebut kepada investor.

Penerbitan SBSN untuk pembiayaan proyek infrastruktur memerlukan akad *ijarah* yang objeknya sudah ditentukan spesifiknya dan sebagaimana objek *ijarah* sudah ada pada saat akad dilakukan, namun penyerahan keseluruhan objek dilakukan di masa yang akan datang sesuai kesepakatan. Berdasarkan fatwa DSN MUI Nomor 76/DSN-MUI/VI/2010, SBSN *Ijarah Asset to be Leased (Ijarah al Maujudat al-Mau'ud BIsti'jariha)* adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti kepemilikan atas bagian dari aset SBSN yang menjadi objek *ijarah*, baik yang sudah ada maupun akan ada. Struktur akad *ijarah asset to be leased* secara rinci dapat dilihat pada Gambar II.2 di bawah ini.

Gambar II.3 Struktur SBSN *Ijarah Asset to be Leased*

Sumber: DJPPR (2020)

Keterangan:

- 1) Pemerintah melakukan pemesanan objek *ijarah* dengan spesifikasi tertentu kepada Perusahaan Penerbit SBSN (PP SBSN) untuk disewa dengan menggunakan akad *ijarah asset to be leased*.
- 2) a. PP SBSN memberikan kuasa (*Wakalah Agreement*) kepada pemerintah untuk melakukan pembangunan proyek yang digunakan sebagai objek *ijarah*.
b. Pembelian (*Akad Bai'*) tanah dan/atau bangunan yang berupa Barang Milik Negara sebagai bagian objek *ijarah* (apabila diperlukan).
- 3) Penerbitan SBSN oleh PP SBSN sebagai bukti atas bagian penyertaan investor terhadap aset SBSN.
- 4) Dana yang diperoleh dari hasil penerbitan SBSN (*proceeds*) berasal dari pembelian investor yang kemudian diberikan kepada PP SBSN.
- 5) *Proceeds* dari PP SBSN sebagai pemberi kuasa kepada pemerintah.

- 6) Terjadi akad *ijarah asset to be leased* antara pemerintah selaku penyewa dengan PP SBSN yang bertindak sebagai pemberi sewa.
- 7) Pemerintah melakukan pembayaran uang sewa secara periodik kepada PP SBSN untuk diberikan kepada investor sebagai imbalan atau keuntungan dari pembelian SBSN.
- 8) Pembayaran imbalan SBSN kepada investor dilakukan melalui perantara Agen Pembayar.
- 9) Penandatanganan Berita Acara Serah Terima (BAST) proyek antara pemerintah dan PP SBSN.
- 10) Pemerintah melakukan pembelian aset SBSN dari pemegang SBSN melalui PP SBSN dengan menggunakan akad *bai'* pada saat jatuh tempo.
- 11) Pembayaran atas pembelian aset SBSN oleh pemerintah kepada pemegang SBSN melalui Agen Pembayar sebagai pelunasan SBSN.
- 12) Periode jatuh tempo dan dilakukan pelunasan SBSN.

Project Based Sukuk sebagai salah satu sumber pendanaan yang diperoleh melalui penerbitan SBSN untuk membiayai kegiatan atau proyek tertentu yang dilaksanakan oleh Kementerian/Lembaga (K/L). Kegiatan atau proyek tertentu yang dimaksud adalah bagian dari program yang dilaksanakan oleh K/L yang pembiayaannya bersumber dari penerbitan Surat Berharga Syariah Negara dalam APBN. Berdasarkan PP nomor 56 tahun 2011, proyek yang diperbolehkan untuk didanai dengan penerbitan SBSN mencakup:

- 1) Proyek yang sebagian atau seluruh pembiayaannya diusulkan untuk dibiayai melalui penerbitan SBSN, baik proyek yang akan dilaksanakan maupun yang sedang dilaksanakan; dan
- 2) Proyek yang telah mendapatkan alokasi dalam APBN yang sumber pembiayaannya berasal dari rupiah murni, baik proyek yang akan dilaksanakan maupun yang sedang dilaksanakan.

2.1.3.4 Perkembangan *Outstanding* PBS

Sejak awal diterbitkan pada tahun 2012 hingga per Juli 2021, SBSN Seri PBS telah diterbitkan sebanyak 32 seri. Kebutuhan anggaran pembangunan infrastruktur cenderung mengalami peningkatan setiap tahun dan pemerintah membutuhkan dana yang tidak sedikit sehingga diperlukan sumber pembiayaan lainnya yang dapat membiayai proyek tersebut, salah satunya yaitu dengan menerbitkan SBSN Seri PBS. Berikut daftar SBSN Seri PBS yang masih berstatus aktif per Juli tahun 2021.

Tabel II.2 Daftar SBSN Seri PBS yang Berstatus Aktif

Seri PBS	Tanggal Penerbitan	Jatuh Tempo	Tingkat Kupon
PBS003	2 Februari 2012	15 Januari 2027	6,000%
PBS004	16 Februari 2012	15 Februari 2037	6,100%
PBS005	2 Mei 2013	15 April 2043	6,750%
PBS007	29 September 2014	15 September 2040	9,000%
PBS011	14 Januari 2016	15 Agustus 2023	8,750%
PBS012	28 Januari 2016	15 November 2031	8,875%
PBS015	21 Juli 2017	15 Juli 2047	8,000%
PBS017	11 Januari 2018	15 Oktober 2025	6,125%
PBS018	4 Juni 2018	15 Mei 2028	7,625%

PBS019	4 Oktober 2018	15 September 2023	8,250%
PBS020	22 Oktober 2018	15 Oktober 2027	9,000%
PBS021	5 Desember 2018	15 November 2026	8,500%
PBS022	24 Januari 2019	15 April 2034	8,625%
PBS023	15 Mei 2019	15 Mei 2030	8,125%
PBS024	28 Mei 2019	15 Mei 2032	8,375%
PBS025	29 Mei 2019	15 Mei 2033	8,375%
PBS026	17 Oktober 2019	15 Oktober 2024	6,625%
PBS027	4 Mei 2020	15 Mei 2023	6,500%
PBS028	23 Juli 2020	15 Oktober 2046	7,750%
PBS029	14 Januari 2021	15 Maret 2034	6,375%
PBS030	4 Juni 2021	15 Juli 2028	5,875%
PBS031	29 Juli 2021	15 Juli 2024	4,000%
PBS032	29 Juli 2021	15 Juli 2026	4,875%

Sumber: DJPPR (2021)

Penerbitan SBSN Seri PBS telah memberikan berbagai dampak positif terhadap pembangunan infrastruktur di Indonesia. Berdasarkan data publikasi oleh DJPPR Kementerian Keuangan pada Triwulan IV 2021, realisasi pembiayaan infrastruktur oleh K/L melalui mekanisme *Project Financing Sukuk Tahun Anggaran 2013 s.d. 2020* yaitu mencapai Rp21.188.460.000.000. Nominal tersebut terbilang sangat besar untuk alokasi percepatan pembangunan infrastruktur di Indonesia. SBSN PBS merupakan bagian dari upaya pemerintah untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan infrastruktur. Selain bertujuan sebagai sumber pembiayaan, SBSN PBS juga dapat menjadi salah satu pilihan investasi bagi para investor yang ingin menanamkan modal dan memperoleh keuntungan melalui imbal hasil yang diberikan secara periodik.

Outstanding yaitu posisi yang menunjukkan jumlah nilai uang debitur yang belum dibayarkan kepada kreditur pada saat tertentu. Nilai *outstanding* sukuk adalah sukuk yang belum jatuh tempo atau yang masih harus dilunasi penerbit sukuk kepada investornya. Jika dilihat secara statistik, *outstanding* SBN per 31 Desember 2021 adalah sebesar ekuivalen Rp6.091.850.000.000.000 yang didominasi oleh penerbitan SUN sebesar 81% dan sisanya dalam bentuk SBSN PBS sebesar 12,1% serta SBSN Non PBS sebesar 6,9%. Data rincian realisasi *Project Financing Sukuk* Tahun Anggaran 2013 s.d. 2020 dapat dilihat pada Lampiran I.

2.1.4 BI Rate

Menurut Samuelson & Nordhaus (2004), suku bunga merupakan sejumlah uang yang harus dibayarkan per unit waktu sebagai persentase atas jumlah yang dipinjamkan. Apabila seseorang melakukan pinjaman, maka seseorang tersebut harus membayar kesempatan (*opportunity cost*) untuk meminjam uang. Tingkat suku bunga dapat memengaruhi keputusan individu terhadap pilihan mengeluarkan uang lebih banyak atau menyimpan uangnya dalam bentuk tabungan di suatu bank. Suku bunga juga dapat diartikan sebagai sebuah harga yang menghubungkan periode saat ini dengan masa yang akan datang, sebagaimana harga lainnya maka tingkat suku bunga ditentukan oleh transaksi antara permintaan dan penawaran (Kewal, 2012). Suku bunga Bank Indonesia dikenal dengan istilah *BI Rate*.

2.1.4.1 Definisi

Suku bunga Bank Indonesia atau dikenal dengan *BI Rate* merupakan suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan dapat diketahui oleh masyarakat luas (Bank

Indonesia, 2016). Dewan Gubernur Bank Indonesia mengumumkan tingkat *BI Rate* pada saat pelaksanaan Rapat Dewan Gubernur bulanan. Sejak tahun 2016, *BI Rate* dikembangkan menjadi *BI 7-Day Repo Rate (BI7DRR)* yang merupakan implementasi dari kebijakan penguatan kerangka operasi moneter oleh Bank Indonesia. Kerangka operasi moneter senantiasa disempurnakan untuk memperkuat efektivitas kebijakan dalam mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan.

Manfaat *BI Repo Rate* adalah sebagai suku bunga acuan baru yang menguatkan suku bunga pasar uang baik bersifat transaksional atau diperdagangkan di pasar, serta mendorong pendalaman pasar keuangan, khususnya penggunaan instrumen repo. Dengan penggunaan instrumen *BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI7DRR)* sebagai suku bunga kebijakan baru, terdapat tiga dampak utama yang diharapkan, yakni:

- 1) Menguatnya sinyal kebijakan moneter dengan *BI-7 Day Reverse Repo Rate (BI7DRR)* sebagai acuan utama di pasar keuangan.
- 2) Meningkatnya efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui pengaruhnya pada pergerakan suku bunga pasar uang dan suku bunga perbankan.
- 3) Terbentuknya pasar keuangan yang lebih dalam, khususnya transaksi dan pembentukan struktur suku bunga di Pasar Uang Antar Bank (PUAB) untuk tenor 3-12 bulan.

2.1.4.2 Fungsi *BI Rate*

BI Rate sangat penting dalam menjalankan aktivitas keuangan dan ekonomi di suatu negara. Fungsi *BI Rate* di antaranya sebagai berikut (OCBC NISP, 2021).

- 1) Mengendalikan Inflasi

Inflasi atau peningkatan harga tak terkendali akan mempengaruhi jumlah produksi suatu barang, jumlah peredaran mata uang dalam negeri, dan besaran permintaan. Agar laju inflasi tetap terkontrol, maka perlu adanya kebijakan berupa penurunan atau peningkatan *BI Rate*. Ketika *BI Rate* mengalami peningkatan, maka inflasi juga akan meningkat, begitupun sebaliknya.

2) Mencegah Lembaga Perbankan Melakukan *Fraud*

Salah satu fungsi *BI Rate* adalah mencegah potensi munculnya perilaku atau aktivitas *fraud* oleh lembaga perbankan. *Fraud* merupakan tindakan yang sengaja dilakukan oleh satu individu maupun lebih pada manajemen ataupun pihak yang memiliki tanggung jawab pada karyawan, tata kelola, maupun pihak ketiga, untuk memperoleh keuntungan dengan tidak adil dan menyalahi hukum. Dengan adanya penentuan *BI Rate*, potensi terjadinya *fraud* akan menjadi lebih kecil dan dapat dicegah.

3) Mengontrol Tingkat Konsumsi Masyarakat

BI Rate juga dapat memengaruhi daya konsumsi masyarakat. Sesuai dengan hukum permintaan, ketika permintaan masyarakat tinggi maka akan terjadi penurunan harga. Agar tingkat konsumsi masyarakat dapat terkendali, maka *BI Rate* menetapkan kebijakan untuk meningkatkan harga barang atau inflasi.

4) Mempengaruhi Harga Saham

Artinya, jika *BI Rate* terjadi kenaikan, maka daya konsumsi dari masyarakat pun akan meningkat. Dengan adanya peningkatan pada permintaan barang dan terus meninggi, hal tersebut memunculkan keuntungan bagi pihak produsen dan membuat saham perusahaan menguat akibat laba yang bertambah.

5) Menjaga Stabilitas Perekonomian Negara

Selanjutnya, fungsi penetapan suku bunga acuan adalah untuk menjaga stabilitas kondisi ekonomi negara. Aktivitas ekonomi harian suatu negara akan selalu berkaitan dengan peran suku bunga BI (*BI Rate*). Oleh karena itu, kebijakan dari penentuan *BI Rate* perlu mempertimbangkan kestabilan perekonomian negara.

2.1.4.3 Tujuan *BI Rate*

Kebijakan *BI Rate* didasari oleh beberapa tujuan. Adapun tujuan *BI Rate* antara lain sebagai berikut (www.bi.go.id).

1) Menetapkan Standar Acuan Bunga Bank

BI Rate dapat mempengaruhi suku bunga bank. Seperti diketahui bahwa *BI Rate* adalah standar acuan perbankan lainnya. Sehingga, menetapkan standar acuan bunga bank merupakan salah satu tujuan *BI Rate*. Jika *BI Rate* meningkat maka suku bunga acuan juga ikut naik dan diikuti oleh perbankan lainnya. Sebaliknya, *BI Rate* yang menurun mengakibatkan suku bunga acuan menurun dan diikuti oleh perbankan lainnya. Dalam mengukur suku bunga acuan bank menggunakan basis poin *BI Rate*.

2) Mendorong Masyarakat Mengambil Kredit

Selanjutnya, tujuan *BI Rate* adalah mendorong masyarakat mengambil kredit di perbankan. Pengaruh *BI Rate* terhadap suku bunga kredit menyebabkan perubahan minat masyarakat akan pinjaman bank. Kebijakan menurunkan *BI Rate* mendorong perbankan juga menurunkan suku bunga kredit. Hal ini mampu memberikan kemudahan stimulus kepada masyarakat. Sehingga minat masyarakat untuk mengambil kredit di bank menjadi meningkat.

3) Meningkatkan Jumlah Nasabah Bank

Kebijakan *BI Rate* bisa mempengaruhi minat masyarakat terhadap bank. Ketika *BI Rate* diturunkan, maka suku bunga bank menurun sehingga banyak masyarakat untuk meminjam dana kepada bank. Oleh karena itu, salah satu tujuan *BI Rate* adalah meningkatkan jumlah nasabah bank.

4) Menambah Pendanaan bagi Perputaran Bisnis

Tujuan *BI Rate* yaitu dapat menambah pendanaan bagi perputaran bisnis. *BI Rate* yang mampu menurunkan suku bunga kredit perbankan membuat masyarakat berbondong-bondong mengambil pinjaman. Dengan adanya kebijakan *BI Rate* mendorong pihak bank dalam memberikan dana kepada pelaku bisnis melalui penawaran kredit.

2.1.5 *Yield Sukuk*

Yield merupakan imbal hasil atau keuntungan yang diharapkan investor atas instrumen investasi yang dimiliki. Pada umumnya, terdapat tiga jenis *yield* surat berharga yang digunakan yaitu *yield to maturity* (YTM), *current yield*, dan *yield to call*. Menurut Fitriyanti (2014, dalam Bella, 2018), YTM adalah tingkat pengembalian atau pendapatan yang akan diperoleh investor apabila memiliki surat berharga hingga periode jatuh tempo. Kemudian, *current yield* merupakan tingkat imbalan yang akan diterima berdasarkan harga pasar surat berharga. Sedangkan *yield to call* yaitu imbal hasil yang akan diterima investor jika membeli surat berharga pada harga pasar saat ini dan menahan surat berharga tersebut hingga saat surat berharga dibeli kembali.

Yield sukuk dapat memengaruhi permintaan investor untuk berinvestasi pada instrumen sukuk. Sebagian besar investor akan berinvestasi pada instrumen sukuk apabila tingkat imbal hasil atau keuntungan yang ditawarkan tinggi karena dianggap akan memberikan *return* yang menjanjikan di masa yang akan datang. *Yield* merupakan cerminan kupon sukuk itu sendiri. *Yield* dan harga sukuk saling berhubungan, namun bersifat negatif. Artinya, apabila *yield* mengalami peningkatan maka harga sukuk mengalami penurunan dan begitu sebaliknya. Perubahan harga dapat memengaruhi besaran YTM atau potensi keuntungan tahunan yang diperoleh dari kupon dan selisih harga apabila memegang surat berharga hingga periode jatuh tempo.

2.1.6 Inflasi

Menurut Sukirno (2006), inflasi terjadi jika terjadi kenaikan harga-harga barang yang berlaku dalam suatu perekonomian dari satu periode ke periode lainnya. Kenaikan harga-harga barang terjadi sebagai akibat peredaran uang secara berlebihan. Jika terjadi peningkatan harga hanya satu atau dua barang saja maka kondisi tersebut tidak dapat disebut sebagai inflasi, kecuali jika kenaikan tersebut meluas atau menyebabkan kenaikan sebagian besar dari harga barang-barang lain. Kenaikan harga-harga barang tersebut tidaklah harus dengan persentase yang sama. Istilah inflasi digunakan untuk menggambarkan situasi saat tingkat harga perekonomian secara keseluruhan meningkat. Terdapat tiga hal penting yang harus dipenuhi agar dapat dikatakan telah terjadi inflasi yaitu (www.bi.go.id):

- 1) Terdapat kecenderungan harga untuk meningkat
- 2) Kenaikan harga berlangsung secara terus menerus

- 3) Kenaikan harga bersifat umum, yaitu kenaikan harga terjadi tidak hanya pada satu atau beberapa komoditi namun pada harga barang secara umum

2.1.6.1 Jenis-Jenis Inflasi

Jenis inflasi dapat digolongkan menjadi tiga, yaitu berdasarkan tingkat keparahannya, berdasarkan sifatnya, dan berdasarkan asalnya.

1) Berdasarkan Tingkat Keparahannya

Menurut Boediono (1985), inflasi ini terbagi atas empat jenis yaitu: inflasi ringan, inflasi sedang, inflasi berat dan inflasi sangat berat. Inflasi ringan tidak begitu mengganggu keadaan perekonomian karena harga-harga hanya mengalami kenaikan secara umum. Inflasi ini nilainya di bawah 10% per tahun. Sementara inflasi sedang membahayakan kegiatan perekonomian karena inflasi ini dapat menurunkan kesejahteraan masyarakat yang memiliki penghasilan tetap. Inflasi ini berkisar antara 10%-30% per tahun.

Untuk inflasi berat sendiri dapat mengacaukan kondisi perekonomian karena masyarakat tidak ingin menabung lagi di bank dikarenakan bunga bank jauh lebih kecil daripada laju inflasi. Inflasi ini berkisar antara 30%-100% per tahun. Sedangkan inflasi sangat berat adalah inflasi yang sudah sangat sulit dikendalikan dikarenakan inflasi ini berkisar 100% per tahun.

2) Berdasarkan Sifatnya

Inflasi berdasarkan sifatnya terbagi atas tiga kategori: inflasi merayap (*creeping inflation*), inflasi menengah (*galloping inflation*), serta inflasi tinggi (*hyper inflation*). Inflasi merayap ditandai dengan adanya laju inflasi yang rendah dimana kenaikan harga berjalan secara lambat dengan persentase yang relatif kecil

serta dalam jangka waktu yang lama. Sedangkan inflasi menengah ditandai dengan adanya kenaikan harga yang cukup tinggi dan kadang-kadang berjalan dalam jangka pendek dan memiliki sifat akselerasi.

Artinya harga-harga minggu atau bulan ini lebih tinggi daripada harga-harga minggu atau bulan lalu dan seterusnya. Efek yang dirasakan yaitu keadaan perekonomian menjadi berat. Sementara inflasi tinggi adalah inflasi yang sangat parah. Inflasi ini membuat masyarakat tidak lagi ingin menyimpan uangnya. Perputaran uang terjadi secara cepat dan harga naik secara akselerasi. Biasanya keadaan ini timbul karena pemerintah mengalami defisit anggaran belanja (misalnya saat keadaan perang) yang ditutupi dengan mencetak uang.

3) Berdasarkan Asalnya

Inflasi berdasarkan asalnya terbagi atas dua yaitu inflasi dari dalam negeri dan dari luar negeri. Inflasi yang berasal dari dalam negeri seperti ketika terjadi defisit anggaran belanja yang terjadi secara terus menerus, gagal panen dan sebagainya. Dalam keadaan seperti ini, pemerintah akan memberi instruksi kepada Bank Indonesia untuk mencetak uang baru dalam jumlah yang besar untuk memenuhi kebutuhan pemerintahan.

Sedangkan inflasi yang berasal dari luar negeri (*imported inflation*) timbul karena adanya inflasi dari luar negeri yang mengakibatkan naiknya harga barang-barang impor. Inflasi seperti ini biasanya dialami oleh negara-negara yang sedang berkembang dan sebagian besar usaha produksinya menggunakan bahan dan alat dari luar negeri yang timbul karena adanya perdagangan internasional.

2.1.6.2 Penyebab Inflasi

Faktor penyebab timbulnya inflasi dapat dibagi menjadi dua yaitu: (i) inflasi yang diakibatkan oleh perubahan permintaan agregat seperti perubahan penawaran uang dan perubahan di sektor riil dan (ii) inflasi yang diakibatkan oleh perubahan penawaran agregat yang bersumber dari kenaikan biaya produksi yang menyeluruh pada perindustrian (Sukirno, 2006). Menurut Karim (2010, dalam Dewi, 2018), inflasi dapat digolongkan berdasarkan penyebabnya yaitu sebagai berikut.

1) *Natural Inflation* dan *Human Error Inflation*

Natural inflation adalah inflasi yang terjadi karena sebab-sebab alamiah yang manusia tidak mempunyai kekuasaan untuk mencegahnya. Sedangkan *human error inflation* adalah inflasi yang terjadi karena kesalahan-kesalahan yang dilakukan oleh manusia sendiri.

2) *Expected Inflation* dan *Unexpected Inflation*

Pada *expected inflation*, tingkat suku bunga pinjaman riil akan sama dengan tingkat suku bunga pinjaman nominal dikurangi inflasi. Adapun pada *unexpected inflation* yaitu tingkat suku bunga pinjaman nominal belum atau tidak merefleksikan kompensasi terhadap efek inflasi.

3) *Demand Pull* dan *Cost Push Inflation*

Demand pull inflation diakibatkan oleh perubahan-perubahan yang terjadi pada sisi permintaan agregat dari barang dan jasa pada suatu perekonomian. Sebaliknya, *cost push inflation* adalah inflasi yang terjadi karena adanya perubahan-perubahan pada sisi penawaran agregat dari barang dan jasa pada suatu perekonomian.

4) *Spirraling Inflation*

Spirraling inflation adalah inflasi yang diakibatkan oleh inflasi yang terjadi sebelumnya di mana inflasi sebelumnya terjadi sebagai akibat dari inflasi yang terjadi pada periode sebelumnya, dan begitu seterusnya.

5) *Imported Inflation* dan *Domestic Inflation*

Imported inflation adalah inflasi di negara lain yang ikut dialami oleh suatu negara karena harus menjadi *price taker* dalam pasar perdagangan internasional. Adapun *domestic inflation* bisa dikatakan inflasi yang terjadi di dalam suatu negara yang tidak begitu mempengaruhi negara-negara lainnya.

2.1.6.3 Indikator Pengukuran

Menurut Rahardja & Manurung (2004, dalam Dewi, 2018), terdapat beberapa indikator yang dapat digunakan untuk mengetahui apakah suatu perekonomian sedang dilanda inflasi atau tidak, di antaranya sebagai berikut.

1) Indeks Harga Konsumen (IHK)

IHK adalah indeks harga yang paling umum dipakai sebagai indikator inflasi. IHK merepresentasikan harga barang dan jasa yang dikonsumsi oleh masyarakat dalam suatu periode tertentu.

2) Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB)

IHPB merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga dari komoditi-komoditi yang diperdagangkan pada tingkat produsen di suatu daerah pada suatu periode tertentu. Jika pada IHK yang diamati adalah barang-barang akhir yang dikonsumsi masyarakat, pada IHPB yang diamati adalah barang-barang mentah dan barang-barang setengah jadi yang merupakan input bagi produsen.

3) GDP Deflator

Prinsip dasar GDP deflator adalah membandingkan antara tingkat pertumbuhan ekonomi nominal dengan pertumbuhan riil.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu terkait faktor-faktor yang memengaruhi perkembangan sukuk sudah cukup banyak dilakukan. Namun, belum ada penelitian yang menganalisis secara langsung pengaruh antara *BI Rate*, *yield*, dan inflasi terhadap total *outstanding* SBSN PBS-017. Penelitian-penelitian sebelumnya sebagian besar menggunakan objek penelitian berupa tingkat permintaan atau volume perdagangan sukuk retail di mana investor merupakan individu. Sedangkan pada penelitian ini penulis menggunakan objek SBSN PBS-017 yang ditawarkan kepada investor institusi atau perusahaan.

Cupian, Ayyubi, & Hasanah (2021) melakukan penelitian untuk menganalisis pengaruh faktor eksternal dan internal terhadap tingkat permintaan Sukuk Ritel SR-008 periode Juni 2016 s.d. Februari 2019. Variabel yang digunakan yaitu harga Sukuk SR-008 (X_1), *yield* Sukuk SR-008 (X_2), harga obligasi ORI013 (X_3), deposit mudharabah bank syariah (X_4), PDB (X_5), dan volume perdagangan Sukuk SR-008 (Y). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa harga sukuk, *yield* sukuk, dan PDB berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume perdagangan Sukuk SR-008 dalam jangka panjang, sedangkan harga obligasi dan deposit mudharabah bank syariah berpengaruh negatif. Dalam jangka pendek, semua variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan Sukuk SR-008.

Penelitian oleh Utami, Kismawadi, & Eliza (2021) menganalisis pengaruh inflasi, sertifikat Bank Indonesia Syariah, dan nilai tukar terhadap perkembangan sukuk di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data triwulan tahun 2015 – 2020. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial variabel inflasi berpengaruh negatif signifikan, variabel sertifikat Bank Indonesia Syariah berpengaruh positif signifikan, dan variabel nilai tukar berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai sukuk di Indonesia. Sedangkan secara simultan, variabel inflasi, sertifikat Bank Indonesia Syariah, dan nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap perkembangan sukuk di Indonesia.

Selanjutnya, penelitian oleh Risandy (2021) yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh inflasi, *BI Rate*, dan *yield* terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-009 di pasar modal syariah. Periode data yang digunakan yaitu April 2017 s.d. Maret 2020 dengan metode analisis linier berganda. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Risandy menunjukkan bahwa *BI Rate* berpengaruh negatif signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel. Sedangkan variabel inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan dan *yield* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel.

Penelitian oleh Nurhayadi, Azizah, & Alvarizha (2020) menganalisis pengaruh inflasi, nilai tukar, dan *yield* sukuk ritel terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007 di pasar sekunder. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa inflasi, nilai tukar, dan *yield* sukuk secara simultan berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk SR-007. Sedangkan secara parsial, inflasi dan *yield* berpengaruh secara positif signifikan serta nilai tukar berpengaruh negatif

signifikan terhadap volume perdagangan sukuk SR-007. Suciningtias (2019) melakukan penelitian yang membahas pengaruh variabel makroekonomi terhadap perkembangan sukuk di Indonesia. Variabel makroekonomi yang digunakan yaitu *BI Rate*, inflasi, nilai tukar, harga emas dunia, dan harga minyak dunia pada tahun 2014 – 2017.

Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa secara jangka panjang perubahan nilai tukar, inflasi, dan harga emas dunia berpengaruh terhadap kinerja sukuk di Indonesia. Sedangkan dalam jangka pendek, kinerja sukuk dipengaruhi oleh *BI Rate*, nilai tukar, dan harga emas dunia. Harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja sukuk di Indonesia baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek (Suciningtias, 2019). Selanjutnya, penelitian oleh Gusniarti & Primasuci (2019) bertujuan untuk menganalisis faktor internal dan eksternal yang memengaruhi permintaan sukuk negara ritel seri SR-004 dan SR-007. Variabel independen yang digunakan yaitu tingkat imbal hasil, harga, nilai tukar (kurs dollar AS), inflasi, dan suku bunga deposito.

Berdasarkan hasil uji regresi berganda, variabel kurs dollar AS dan suku bunga deposito berpengaruh terhadap permintaan sukuk. Sedangkan variabel imbal hasil sukuk, harga sukuk, dan inflasi tidak memengaruhi investor dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi pada sukuk ritel (Gusniarti & Primasuci, 2019). Suriani, et al. (2018) melakukan penelitian dengan tujuan membandingkan antara determinan sukuk dan obligasi di pasar modal Indonesia yang menggunakan data periode Januari 2010 s.d. November 2017. Variabel independen yang digunakan yaitu nilai tukar, inflasi, dan suku bunga. Hasil uji kointegrasi yang

dilakukan menunjukkan bahwa pasar sukuk dan obligasi terintegrasi dengan variabel makroekonomi.

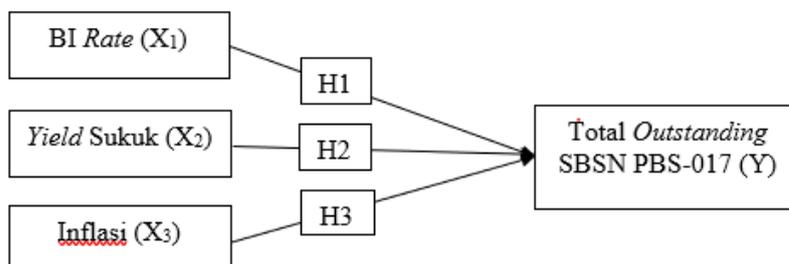
Dalam jangka panjang, pasar sukuk dipengaruhi hanya oleh nilai tukar, sedangkan pasar obligasi dipengaruhi oleh perubahan suku bunga, nilai tukar, dan tingkat harga obligasi. Penelitian yang dilakukan oleh Harahap (2018) bertujuan untuk melakukan analisis faktor-faktor yang memengaruhi sukuk negara ritel periode Februari 2011 s.d. Juni 2014. Terdapat empat variabel independen yang digunakan yaitu inflasi, suku bunga BI, PDB, dan *yield* sukuk ritel serta harga sukuk ritel sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga BI dan *yield* sukuk berpengaruh signifikan terhadap harga sukuk ritel. Sedangkan secara simultan variabel inflasi, suku bunga BI, PDB, dan *yield* sukuk ritel memengaruhi harga sukuk ritel.

Selanjutnya, Rahman, Paminto, & Nadir (2016) melakukan penelitian untuk menganalisis pengaruh harga sukuk, tingkat inflasi, dan BI *Rate* terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-005. Data yang digunakan yaitu periode Maret 2013 s.d. Februari 2016. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa harga sukuk dan inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR-005, sedangkan BI *Rate* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk ritel SR-005.

2.3 Kerangka dan Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kajian pustaka yang telah diuraikan sebelumnya, maka penulis dapat menyusun hubungan antar variabel sebagai berikut.

Gambar II.4 Model Persamaan Penelitian

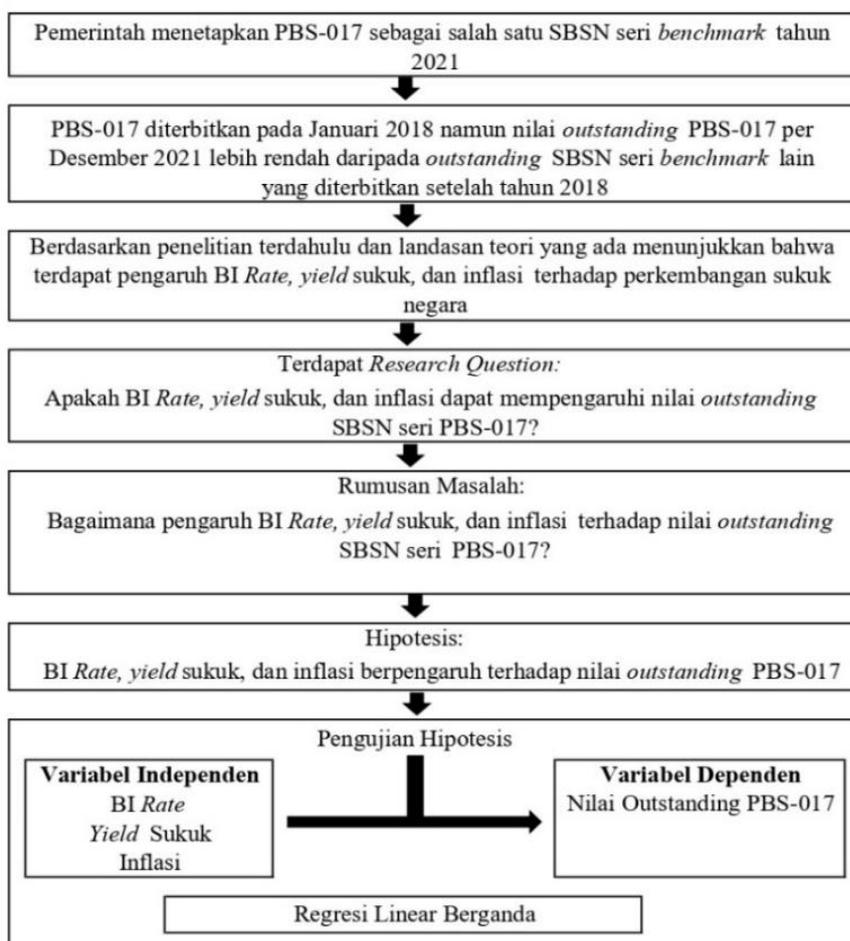


Sumber: Diolah Penulis

2.3.1 Kerangka Penelitian

Berikut kerangka penelitian pada karya tulis ini.

Gambar II.5 Kerangka Penelitian



Sumber: Diolah Penulis

2.3.2 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian merupakan suatu pernyataan atau jawaban sementara atas suatu masalah penelitian yang kebenarannya harus diuji secara empiris (Nasution, 2020). Hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Pengaruh *BI Rate* terhadap Total *Outstanding* SBSN PBS-017

H_1 : *BI Rate* memiliki pengaruh terhadap total *outstanding* SBSN PBS-017.

2. Pengaruh *Yield* SBSN PBS-017 terhadap Total *Outstanding* SBSN PBS-017

H_2 : *Yield* SBSN PBS-017 memiliki pengaruh terhadap total *outstanding* SBSN PBS-017.

3. Pengaruh Inflasi terhadap Total *Outstanding* SBSN PBS-017

H_3 : Inflasi memiliki pengaruh terhadap total *outstanding* SBSN PBS-017.

4. Pengaruh Simultan antara Variabel *BI Rate*, *Yield*, dan Inflasi terhadap Total *Outstanding* SBSN PBS-017

H_4 : *BI Rate*, *yield*, dan inflasi memiliki pengaruh secara simultan terhadap total *outstanding* SBSN PBS-017.