

Pengaruh Sistem Perbankan, Makroekonomi, Dinamika Pasar Keuangan terhadap Perkembangan Sukuk Korporasi

Alyta Shabrina Zusryn¹, Rizqi Umar Al Hashfi², Ananta Hagabea Nasution³

^{1,3}Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas YARSI, Jakarta

²Pusat Kajian Ekonomika dan Bisnis Syariah, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta

Article

Information

History of article:

Received: 15-10-2019

Approved: 17-11-2019

Published: 18-12-2019

corporate sukuk, macroeconomic, banking systems, financial markets, Autoregressive Distributed Lag (ARDL)

Abstract

The purpose of this study is to determine the factors that influence the development of corporate sukuk in Indonesia. The data used are monthly data for 2013-2016 macroeconomic variables, crude oil price, conventional banking loans, interest rate spread, sharia banking assets, outstanding Indonesian corporate bonds, market value of sharia stock market capitalization, and standard deviation the Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR). In this study using time series data analysis, namely Autoregressive Distributed Lag (ARDL) which is a development and complements the weaknesses of the Vector Autoregressive (VAR) analysis. The results of this study indicate that there is a positive influence on world crude oil prices, the development of corporate bonds, and Islamic banking assets on the development of corporate sukuk. In addition, sharia stock market capitalization, interest rate spread, and market interest rate volatility negatively impact the development of corporate sukuk. These results indicate an increase in demand and supply in corporate sukuk in Indonesia. This study found a complementary relationship between corporate bonds and Islamic banking on the development of corporate sukuk so that synergy and coordination of stakeholders is expected, namely the government, industry players, companies and related parties.

Abstrak

Tujuan pada penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang berpengaruh terhadap perkembangan sukuk korporasi di Indonesia. Data yang digunakan adalah data bulanan tahun 2013-2016 variabel makroekonomi, *crude oil price*, kredit perbankan konvensional, *interest rate spread*, aset perbankan syariah, *outstanding obligasi korporasi indonesia*, nilai kapitalisasi pasar saham syariah, dan standar deviasi *Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR)*. Pada penelitian ini menggunakan analisis data *time series* yaitu *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* yang merupakan pengembangan dan melengkapi kelemahan dari analisis *Vector Autoregressive (VAR)*. Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif harga minyak mentah dunia, perkembangan obligasi korporasi, dan aset perbankan syariah terhadap perkembangan sukuk korporasi. Selain itu, kapitalisasi pasar saham syariah, *interest rate spread*, dan volatilitas suku bunga pasar berdampak negatif terhadap perkembangan sukuk korporasi. Hasil tersebut menunjukkan adanya peningkatan permintaan dan penawaran pada sukuk korporasi di Indonesia. Penelitian ini menemukan adanya hubungan komplementer pada obligasi korporasi dan perbankan syariah pada perkembangan sukuk korporasi sehingga diharapkan adanya sinergi dan koordinasi para pemangku kepentingan yaitu pemerintah, pelaku industri, perusahaan dan pihak-pihak terkait.

JEL Classification: G1, G3, G14, G4

✉ correspondence to: Alyta Shabrina Zusryn

E-mail: alyta.shabrina@yarsi.ac.id

ISSN 2527-7499 (print); 2528-3634 (online)

PENDAHULUAN

Setelah terjadinya krisis keuangan pada tahun 2008, industri keuangan syariah mengalami peningkatan yang drastis (Shahzad *et. al.*, 2017). Selain itu, terdapat banyak penelitian pada tahun-tahun terakhir ini yang berpendapat bahwa industri keuangan syariah menunjukkan adanya risiko yang lebih rendah, kinerja yang lebih baik, dan stabilitas yang lebih baik daripada keuangan konvensional selama krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2008 (Smaoui dan Nechi, 2017). Oleh karena itu, keuangan syariah telah menjadi daya tarik bagi praktisi, otoritas moneter, dan akademisi akademis dalam mencari sistem keuangan alternatif yang andal dan tangguh (Ibrahim, 2015).

Obligasi syariah (disebut sukuk) salah satu bagian dari instrumen investasi keuangan syariah dengan pertumbuhan tercepat di industri keuangan syariah dan global (Naifar *et. al.*, 2017). Banyak negara-negara muslim dan non-muslim tertarik pada sukuk sebagai salah satu alternatif terbaik untuk meningkatkan kebutuhan dana eksternal diluar pembiayaan konvensional (Zulkhibri, 2015). Sama seperti bank syariah yang menyediakan cara pembiayaan alternatif dibandingkan perbankan konvensional, sukuk serupa strukturnya dengan obligasi konvensional namun memungkinkan pemerintah dan perusahaan untuk mengumpulkan dana di pasar modal sesuai dengan prinsip syariah (Godlewski *et. al.*, 2013).

Pasar sukuk di negara berkembang terjadi perkembangan yang meningkat pada tahun 2000 sampai tahun 2014 yaitu dari 134 juta US Dollar menjadi 126 miliar US Dollar atau bisa disebut 946 kali lipat lebih besar dari tahun 2000. Pada tahun 2000 tidak ada perusahaan yang menerbitkan sukuk pada beberapa negara kecuali Malaysia sedangkan pada tahun 2014 mengalami kenaikan nilai total penerbitan sukuk sebanyak 126.776 US Dollar. Negara yang masih mendominasi dalam penerbitan sukuk dari tahun 2000 – 2014 adalah Malaysia. Jika dibandingkan dengan negara Saudi Arabia dan United Arab Emirates, nilai penerbitan sukuk Indonesia masih tergolong rendah. Namun terjadi peningkatan yang cukup tinggi dari tahun 2005 sampai tahun 2014 yaitu dari 193 juta US Dollar menjadi 2.140 juta US Dollar (Nagano, 2016).

Menurut Otoritas Jasa Keuangan (2015), berdasarkan data dari Direktorat Pembiayaan Syariah, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kemenkeu, pada bulan Juni 2015, Indonesia menduduki peringkat kedua di dunia dalam jumlah penerbitan Global Sukuk setelah Uni Emirates Arab. Jumlah *outstanding* sukuk sampai akhir tahun 2015 mencapai 47 sukuk atau 11,35% dari 414 total jumlah *outstanding* sukuk dan obligasi korporasi. Adapun nilai sukuk korporasi Indonesia mencapai 9,90 triliun rupiah atau 3,95% dari total nilai *outstanding* sukuk dan obligasi korporasi sebesar 250,6 triliun rupiah. Secara kumulatif, sampai akhir Desember 2015, jumlah sukuk korporasi yang diterbitkan mencapai 87 sukuk, dengan nilai emisi penerbitan sukuk mencapai 16,11 triliun rupiah, meningkat 24,88% dibanding akhir 2014 yang mencapai 12,9 triliun rupiah.

Jika dilihat pada tabel 1.2. dapat dijelaskan bahwa dari tahun 2011 sampai dengan 2015, nilai sukuk korporasi *outstanding* di Indonesia meningkatkan dari 5.885 miliar rupiah menjadi 9.902 miliar rupiah atau meningkat 68 persen dari tahun 2011. Selain itu berdasarkan laporan Otoritas Jasa Keuangan (2015), proporsi sukuk korporasi *outstanding* pada tahun 2015 masih kecil yaitu 3,95 % sedangkan proporsi obligasi korporasi yaitu 96,05 %. Adapun nilai proporsi jumlah sukuk *outstanding* secara keseluruhan pada tahun 2015 adalah 11,35%, sedangkan nilai proporsi obligasi secara keseluruhan adalah 88,65%. Hal tersebut menjelaskan bahwa walaupun perkembangan jumlah sukuk korporasi *outstanding* meningkat secara drastis, namun proporsinya masih lebih kecil dibandingkan dengan jumlah obligasi korporasi *outstanding*.

Tabel 1. Akumulasi Penerbitan dan Outstanding Sukuk Korporasi Indonesia 2011-2015

Tahun	Akumulasi Penerbitan Sukuk		Sukuk <i>Outstanding</i>	
	Total Nilai (Rp Miliar)	Total Jumlah	Total Nilai (Rp Miliar)	Total Jumlah
2011	7.870	48	5.885	31
2012	9.745	54	6.892	32
2013	11.949	64	7.562	36
2014	12.872	71	7.114	35
2015	16.228	87	9.902	47

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, 2015

Topik tentang sukuk korporasi di Indonesia menjadi menarik diteliti karena penerbitannya dari tahun ke tahun semakin meningkat. Adanya perkembangan sukuk korporasi *outstanding* di Indonesia, menunjukkan bahwa pasar sukuk korporasi berpotensi bagi perusahaan yang melakukan diversifikasi dalam menarik investor. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Smaomi dan Nechi (2017), menjelaskan bahwa berkembangnya sukuk di beberapa negara penerbit sukuk dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Selain itu, sukuk dapat meningkatkan inklusi keuangan di lingkungan masyarakat khususnya bagi umat muslim yang taat dan tidak mau berinvestasi dalam obligasi berbasis bunga (IFSB, 2017; Smaomi dan Nechi 2017). Terdapat penelitian yang dilakukan Said dan Grassa (2013) menemukan bahwa faktor makroekonomi (PDB per kapita, populasi Muslim, ukuran ekonomi, dan perdagangan terbuka serta peraturan) memiliki dampak positif pada pengembangan pasar sukuk. Selain itu, menurut Fauzi *et al.* (2017) menjelaskan bahwa perkembangan sukuk didukung oleh banyak faktor, termasuk pengembangan perbankan syariah dan meningkatnya permintaan produk syariah di pasar utang. Hal tersebut menunjukkan adanya kondisi perekonomian yang kuat dapat menarik investor untuk berinvestasi di pasar hutang. Selain berdampak bagi perekonomian negara, sukuk juga dapat berpengaruh positif bagi perusahaan penerbit. Menurut Klein *et. al.* (2015) menjelaskan bahwa dampak positif penerbitan sukuk dapat meningkatkan sinyal positif investor sehingga dapat memicu reaksi positif terhadap terhadap saham dan *operating performance* perusahaan.

Klein *et al.* (2017) reaksi pasar saham yang lebih positif terhadap penerbitan sukuk karena investor lebih menyukai pilihan instrumen pembiayaan ini dibandingkan dengan obligasi. Hal tersebut berhubungan dengan adanya religiusitas investor terhadap reaksi penerbitan sukuk. Namun penelitian Godlewski *et al.* (2013) menjelaskan bahwa pada saat pengumuman sukuk, investor bereaksi negatif dibandingkan saat pengumuman penerbitan obligasi. Hal tersebut berkaitan dengan adanya kemungkinan perusahaan yang sudah tidak mampu untuk menerbitkan obligasi masih mempunyai kesempatan dalam menerbitkan sukuk, sehingga adanya reaksi negatif. Adanya fenomena perkembangan sukuk korporasi dan adanya berbagai respon pasar terhadap penerbitan sukuk, menjadi alasan penelitian ini penting untuk dilakukan. Oleh karena itu, tujuan pada penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang yang berpengaruh terhadap perkembangan sukuk korporasi di Indonesia.

Masih terbatasnya penelitian tentang perkembangan sukuk korporasi, diharapkan penelitian ini dapat berkontribusi pada kajian tentang perkembangan sukuk di Indonesia, karena Indonesia termasuk negara yang banyak dalam menerbitkan sukuk. Adanya peningkatan peringkat oleh *S&P Rating* menjadi *investment grade*, dapat menarik banyak investor untuk berinvestasi di Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga dapat digunakan untuk menggali potensi perusahaan di Indonesia, khususnya perusahaan BUMN, dalam menerbitkan sukuk karena penerbitan sukuk tidak hanya dapat berdampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi negara, tetapi juga dapat berdampak terhadap perusahaan.

KAJIAN TEORITIK DAN HIPOTESIS

Menurut Kementerian PPN/Bappenas (2016), di tengah perekonomian global yang cenderung melambat, Indonesia justru berhasil mempertahankan pertumbuhan ekonominya yang cukup tinggi. Pertumbuhan tersebut utamanya berasal dari pengeluaran konsumsi (tumbuh 5,0 persen), dan pengeluaran investasi (tumbuh 4,1 persen). Selain itu, menurut Bloomberg (2017) menjelaskan bahwa *S&P Global Ratings* dan lembaga pemeringkat internasional lainnya menaikkan peringkat kredit Indonesia menjadi *investment grade*. Secara khusus, menurut Smaoui *et al.* (2017), obligasi korporasi dan pemerintah adalah instrumen keuangan yang diminati oleh investor institusi yang memiliki rating kredit menurut *Standard and Poor's* berada pada atau di atas BBB-. Dari sisi permintaan, sebuah negara yang memiliki status *investment grade*, biasanya dapat menarik investor yang lebih besar ke penawaran obligasinya, dengan tingkat bunga yang lebih rendah sehingga menurunkan biaya modal. Menurut Purnomo (2017), obligasi pemerintah sering dijadikan patokan imbal hasil di pasar domestik menjadi menurun sehingga dapat mempercepat penyesuaian tarif di pasar kredit yang membantu memacu lebih banyak investasi. Perkembangan pasar obligasi yang lebih maju biasanya terkait dengan adanya fundamental makroekonomi yang lebih kuat, sistem keuangan yang lebih stabil, kerangka kelembagaan yang lebih kuat dan kuat, ekonomi yang lebih terbuka, dan kehadiran investor institusional jangka panjang yang meningkatkan permintaan sekuritas obligasi, terutama yang memiliki masa jatuh tempo yang panjang (Smaoi *et. al.*, 2017).

Pasar obligasi di Indonesia terdiri dari obligasi konvensional dan syariah atau yang disebut dengan sukuk. Sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*), atas aset yang mendasarinya. Berdasarkan definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek (Otoritas Jasa Keuangan, 2015). Tidak seperti obligasi konvensional dengan pembayaran kupon tetap, sukuk sebagai sertifikat yang memberi investor sejumlah pengembalian aset tertentu sehingga sesuai dengan larangan pembayaran bunga Islam (Haron dan Ibrahim, 2012). Adapun prinsip-prinsip syariah pada sukuk adalah melarang adanya pembayaran dan penerimaan bunga (*riba*), transaksi yang melibatkan ketidakpastian yang berlebihan (*gharar*) dan perjudian (*maysir*), yang meliputi spekulasi, *short selling* dan derivatif keuangan tanpa transaksi barang nyata yang mendasarinya (Maghyereh dan Awartani, 2016; Sclip *et. al.*, 2016; Shahzad *et. al.*, 2017). Dengan demikian, sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying* aset). Keberadaan *underlying* aset ini memberikan kejelasan sumber imbal hasil bagi pemegang sukuk. Imbalan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau margin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk (Otoritas Jasa Keuangan, 2015). Adapun akad dalam sukuk meliputi murabahah, salam, ijara, *istisna'*, mudaraba dan musharaka (Godlewski *et. al.*, 2013).

Terlepas dari perkembangan pasar sukuk di beberapa negara, dibandingkan dengan penelitian tentang perbankan syariah dan saham yang sesuai dengan syariah, penelitian ilmiah tentang sukuk relatif terbatas dan jarang pada berbagai isu tentang sukuk (Ibrahim, 2015). Penelitian sukuk yang ada pada umumnya jarang dilakukan dan sebagian besar menggunakan berkonsentrasi pada analisis berbasis deskriptif atau kualitatif (Zulkhibri, 2015). Oleh karena itu penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi pada bidang kajian tentang perkembangan sukuk korporasi, khususnya di negara Indonesia, yang merupakan salah satu negara yang menerbitkan sukuk dalam jumlah besar.

Terdapat beberapa penelitian mengenai pengembangan sektor ekonomi dan sukuk namun tidak terlalu banyak penelitian tersedia mengenai hubungan antara sukuk dan pertumbuhan ekonomi (Zulkhibri, 2015). Menurut Said dan Grassa (2013) menjelaskan bahwa faktor makroekonomi seperti

PDB per kapita, *economic size*, perdagangan terbuka, dan persentase umat Islam memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar sukuk, sedangkan krisis keuangan memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk di negara-negara penerbit sukuk yaitu Arab Saudi, Kuwait, UEA, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan, dan Gambia. Selain itu pada penelitian yang dilakukan oleh Ahmad *et. al.* (2012) juga menjelaskan bahwa beberapa variabel makro (produk domestik bruto, indeks harga konsumen, dan indeks harga produsen) dapat mempengaruhi penerbitan sukuk. Sukuk merespons secara negatif guncangan terhadap indeks harga produsen dan secara positif terhadap indeks harga konsumen pada 2 kuartal pertama dan kembali ke ekuilibrium dalam jangka panjang. Sedangkan tanggapan sukuk terhadap guncangan dalam PDB untuk dua tahun pertama berfluktuasi sekitar rata-rata dan berdampak positif di jangka panjang.

Sukuk menjadi semakin populer karena perusahaan berusaha mengumpulkan dana dengan menawarkan sukuk korporasi di pasar sekunder. Perkembangan sukuk didukung oleh banyak faktor, termasuk pengembangan perbankan syariah dan meningkatnya permintaan produk syariah di pasar utang (Fauzi *et. al.*, 2017). Sukuk dan obligasi konvensional berbeda dalam hal pergerakan dengan faktor ketidakpastian global dan regional, tetapi kedua aset ini saling melengkapi dan bukan pengganti (Naifar *et. al.*, 2017). Menurut Bhattacharyay (2013) menjelaskan bahwa terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi perkembangan pasar obligasi. Faktor-faktor tersebut antara lain *economy size*, *Stage of development*/ PDB per kapita, perdangan terbuka, sistem perbankan, variabilitas nilai tukar (Bhattacharyay, 2013; Smaoui *et. al.*, 2017), keseimbangan fiskal (Smaoui *et. al.*, 2017), dan variabilitas suku bunga (Bhattacharyay, 2013). Hal tersebut menjelaskan bahwa adanya kondisi makro ekonomi yang lebih kuat, ekonomi yang lebih terbuka, dan kehadiran investor institusional jangka panjang dapat meningkatkan permintaan sekuritas obligasi, terutama yang memiliki jangka waktu yang panjang (Smaoui *et. al.*, 2017).

Oleh karena itu, pada penelitian dalam mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi perkembangan sukuk korporasi yang dapat dilihat pada tabel 2.1. Adapun faktor-faktor yang digunakan adalah faktor ekonomi makro (pertumbuhan ekonomi, perdangan terbuka, inflasi, *crude oil price*), sistem perbankan (kredit perbankan konvensional, *interest rate spread*, aset perbankan syariah), dan dinamika pasar keuangan (perkembangan pasar obligasi korporasi, perkembangan pasar modal, volatilitas suku bunga pasar). Penjelasan penelitian terdahulu hubungan faktor-faktor yang mempengaruhi sukuk korporasi adalah sebagai berikut.

Tabel 2. Penelitian Terdahulu Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perkembangan Sukuk Korporasi

Faktor	Penjelasan Singkat dan Pengukuran
Ekonomi Makro	
Pertumbuhan Ekonomi (IPI) → (+)	<i>Industrial Production Index</i> (IPI) dapat digunakan sebagai proksi pertumbuhan ekonomi riil selain <i>Gross Domestic Product</i> (Ames & Carlson, 1968; Yusof <i>et.al.</i> , 2008; Majid dan Yusof, 2009; Ascarya, 2012; Bodie <i>et.al.</i> , 2014).
Perdagangan Terbuka (EXP) →(+)	Keterbukaan terhadap perdagangan internasional (Ekspor) dapat mendorong perusahaan untuk melakukan ekspansi bisnis dengan menerbitkan surat berharga (Ashraf, 2017; Smaoui <i>et.al.</i> , 2017) dalam jangka panjang (Kim <i>et.al.</i> , 2010).
Inflasi (CPI atau	Ketidakstabilan harga (CPI) berpengaruh negatif terhadap pengembangan

sering disebut IHK) → (+)	pasar obligasi (Bhattacharyay, 2013 & Smaoui et.al., 2007) dan pasar sukuk (Said & Grassa, 2013 dan, Ahmad, et.al., 2012).
Crude Oil Price (CRUDE) → (+)	Naiknya harga minyak dunia merupakan <i>bad news</i> bagi pada pasar saham syariah (Antonio et.al., 2013) namun sebagai <i>good news</i> pada pasar sukuk sehingga harga minyak dunia berpengaruh positif terhadap outstanding sukuk (Said & Grassa, 2013). Penelitian ini menggunakan harga minyak dunia bulanan.
Sistem Perbankan	
Kredit Perbankan Konvensional (CREDIT) → (+/-)	Perbankan dan pasar obligasi dapat memiliki hubungan yang substitusi dan komplementer (Bhattacharyay, 2013; Smaoui et.al., 2017). Data yang digunakan menggunakan kredit perbankan konvensional untuk menguji bagaimana pengaruhnya terhadap perkembangan pasar sukuk.
Interest Rate Spread (INT_SPREAD)	Interest rate spread berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar obligasi (Eichengreen, 2004) dan sukuk (Said & Grassa, 2013). Perhitungan <i>interest rate spread</i> sebagai berikut: $INT_SPREAD_i = LENDING_RATE_i - DEPOSIT_RATE_i$
Aset Perbankan Syariah (LNIB_SIZE) →(+/-)	Sistem perbankan dapat bersifat substitusi maupun komplementer terhadap perkembangan pasar keuangan (Dolley, 1943; Smaoui et.al., 2017). Perbankan syariah dapat menjadi alternatif investasi yang lebih menarik sehingga menurunkan <i>outstanding</i> sukuk namun perannya dibutuhkan untuk meningkatkan likuiditas dan kedalaman pasar sukuk (Said & Grassa, 2013; Khoutem, 2014). Penelitian ini menggunakan proksi aset perbankan syariah untuk menjelaskan peran perbankan syariah dalam pengembangan pasar sukuk.
Dinamika Pasar Keuangan	
Perkembangan Pasar Obligasi Korporasi (BOND) → (+/-)	Pasar obligasi dan sukuk dapat bersifat komplementer dan substitusi Said & Grassa, 2013). Perkembangan pasar obligasi dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap pasar sukuk. Penelitian ini menggunakan proksi <i>outstanding</i> obligasi korporasi Indonesia.
Perkembangan Pasar Saham Syariah (JII) (MCAP) → (-)	Faktor makroekonomi dan kondisi pasar keuangan suatu negara mempengaruhi keputusan finansial perusahaan (Domowitz et.al., 2000; Booth, et.al., 2001). Negara dengan tingkat inflasi tinggi memiliki nilai utang domestik lebih rendah nilai ekuitas (Eichengreen, 2004). Selain itu pada pasar modal di negara maju hubungan pasar saham dan obligasi bersifat substitutif (Demirgüç-Kunt & Maksimovic1999). Dengan demikian hubungan antara pasar modal dan pasar sukuk bersifat substitutif. Penelitian ini menggunakan nilai kapitalisasi pasar <i>Jakarta Islamic Index</i> (JII) untuk menggambarkan perkembangan pasar saham syariah.
Volatilitas Suku Bunga Pasar	Ketidakpastian suku bunga pasar keuangan dapat menjadi indikasi rendahnya likuiditas pasar sehingga berpengaruh negatif terhadap <i>supply</i>

<p>(INTV) → (-)</p>	<p>dan <i>demand</i> di pasar obligasi (Eichengreen, 2004). Mengacu Said & Grassa, 2013 penelitian ini menggunakan standar deviasi <i>Jakarta Interbank Offered Rate</i> (JIBOR) sebagai proksi dari volatilitas suku bunga keuangan. JIBOR sendiri adalah rata-rata suku bunga pinjaman antar bank untuk meminjamkan rupiah untuk tenor tertentu di Indonesia dan dapat digunakan sebagai benchmark valuasi instrumen keuangan dalam rupiah.¹ Berikut ini rumus menghitung volatilitas JIBOR.</p> $INTV_t = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}$ <p>Dimana n: adalah jumlah transaksi dalam 1 bulan; r_i: suku bunga <i>Jakarta Interbank Offered Rate</i> (JIBOR) harian dan \bar{r}: rata-rata JIBOR dalam 1 bulan.</p> <p>Semakin tinggi volatilitas JIBOR berpengaruh negatif terhadap outstanding sukuk.</p>
<p>Volatilitas Nilai Tukar (EXCVOL) → (-)</p>	<p>Nilai tukar mata uang yang stabil akan menarik investor luar negeri karena rendahnya risiko nilai tukar akan menurunkan financial risk perusahaan sehingga mendorong meningkatnya <i>supply</i> dan <i>demand</i> di pasar obligasi atau sukuk (Said & Grassa, 2013; Bodie, 2014; dan Smaoui et.al., 2017). Dalam menghitung volatilitas nilai tukar, penelitian ini menggunakan standar deviasi logaritma nilai tukar rupiah terhadap dolar AS. Berikut ini rumus perhitungannya:</p> $EXCVOL_t = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n \log(P_i - \bar{P})^2}$ <p>Dimana n: adalah jumlah transaksi mata uang dalam 1 bulan; P_i: nilai tukar harian rupiah terhadap dolar AS; dan \bar{P}: rata-rata nilai tukar rupiah terhadap dolar AS.</p>

DATA DAN METODA

Data penelitian pada penelitian yang digunakan adalah data sekunder bersumber dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI); Statistik Perbankan Syariah (SPS); Statistik Pasar Modal; *website* Bank Indonesia; Bloomberg; dan CEIC tahun 2013-2016 menggunakan analisis regresi data panel (Eichengreen, 2004; Bhattacharyay, 2013; Said & Grassa, 2013; dan Smaoui et.al., 2017). Sedangkan Ahmad et.al., 2012 menggunakan data *time series* dengan metode *Vector Autoregressive* (VAR). Penelitian ini menggunakan data *time series* dengan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) yang dikembangkan oleh Pesaran, et.al., (1996). Model ARDL merupakan pengembangan dari VAR yang mencakup lag variabel dependen (Y) dan penjelas (X) (Asmarani & Falianty, 2015). Notasi ARDL biasanya adalah ARDL (p, q_1, \dots, q_k) dimana p : jumlah lag variabel dependen; q_1, \dots, q_k : jumlah lag variabel penjelas pertama sampai variabel k sehingga model ARDL dapat ditulis sebagai berikut:

¹ <http://www.bi.go.id/id/moneter/jibor/tentang/Contents/Default.aspx>

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j} X_{j,t-i} \beta_{j,i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

VAR mensyaratkan data *time series* harus stasioner pada I(0). Jika data tidak stasioner I(0) maka harus terkointegrasi pada I(1) sehingga dikembangkan model *Vector Error Correction Model* dengan metode *Jobansen Cointegration* (Lutkepohl & Kratzig, 2014). Sementara itu ARDL memiliki beberapa kelebihan dibanding VAR dalam menentukan hubungan jangka panjang dengan mengabaikan asumsi bahwa data *time series* stasioner pada tingkat level I(0) atau I(1) (Pesaran & Shin, 1999; Karim, 2016). Selain itu setiap variabel dapat memiliki *lag* yang berbeda (Steward, 2005) dan jumlahnya dapat ditentukan berdasarkan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Schwarz Criterion* (SC) (Majid & Yusof, 2009; Alhassan & Fiador, 2014). Pengujian hubungan kointegrasi ARDL menggunakan pendekatan *Bound Testing* (Pesaran *et.al.* 2001). Setelah dilakukan *reparameterization* dari model ARDL sebelumnya diperoleh model ARDL *Error Correction Model* (ECM) dengan sebagai berikut :

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_0 \Delta y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j-1} \Delta X_{j,t-i} \beta_{j,i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Hipotesis pengujian kointegrasi pendekatan *bound testing* adalah $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = 0$ dikatakan tidak terdapat kointegrasi atau keseimbangan jangka panjang antar variabel. Secara statistik *bound test* menggunakan uji F. H_0 diterima apabila nilai F dibawah nilai kritis I(0) dan I(1) dan sebaliknya jika H_0 ditolak. Namun jika nilai F diantara nilai kritis I(0) dan I(1) dikatakan *inconclusive* sehingga perlu melihat nilai t-statistik dari persamaan kointegrasi.

Setelah dilakukan uji *bound* dilanjutkan dengan uji spesifikasi model yakni a) Breusch-Godfrey LM Serial Correlation Test (B-G LM Test) untuk menguji adanya autokorelasi; b) uji Glejser dan White mendeteksi adanya heteroskedastisitas dan; c) Uji Cumulative Sum (CUSUM) untuk menilai konsistensi sampel stabilitas dan tidak ada perubahan struktural dalam model ARDL (Johnston & Dinardo, 1997; Majid & Yusof, 2009).

Berdasarkan persamaan ARDL ECM model persamaan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

a) Model 1: indikator ekonomi makro terhadap perkembangan sukuk korporasi

$$\Delta \ln \text{SUKUK} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln \text{SUKUK}_{t-1} + \alpha_2 \ln \text{EXP} + \alpha_3 \ln \text{CPI}_{t-1} + \alpha_4 \ln \text{IPI}_{t-1} + \alpha_5 \ln \text{CRUDE}_{t-1} \\ + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta \ln \text{SUKUK}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta \ln \text{EXP}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta \ln \text{CPI}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \Delta \ln \text{IPI}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \Delta \ln \text{CRUDE}_{t-i}$$

b) Model 2: sistem perbankan terhadap perkembangan sukuk korporasi

$$\Delta \ln \text{SUKUK} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln \text{SUKUK}_{t-1} + \alpha_2 \ln \text{CREDIT}_{t-1} + \alpha_3 \ln \text{IB_SIZE}_{t-1} + \alpha_4 \ln \text{INT_SPREAD}_{t-1} \\ + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta \ln \text{SUKUK}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta \ln \text{CREDIT}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta \ln \text{CPI}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \beta_4 \Delta \ln \text{INT_SPREAD}_{t-i}$$

c) Model 3: Perkembangan Pasar Keuangan Terhadap sukuk korporasi

$$\Delta \ln \text{SUKUK} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln \text{SUKUK}_{t-1} + \alpha_2 \ln \text{BOND}_{t-1} + \alpha_3 \ln \text{MCAP}_{t-1} + \alpha_4 \ln \text{INTV}_{t-1} + \alpha_5 \ln \text{EXCVOL}_{t-1} \\ + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta \ln \text{SUKUK}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta \ln \text{BOND}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta \ln \text{MCAP}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \beta_4 \Delta \ln \text{INTV}_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \beta_5 \Delta \ln \text{EXCVOL}_{t-i}$$

ANALISIS DAN HASIL

Sukuk adalah sertifikat investasi yang bisa dikeluarkan oleh perusahaan dan negara, dengan persamaan dan perbedaan dengan obligasi. Seperti obligasi, sukuk memiliki jatuh tempo dan memberikan arus pendapatan selama masa sekuritas tersebut dengan pembayaran pada saat jatuh tempo kepada pemegangnya. Tidak seperti obligasi, nilai sukuk tidak didasarkan pada kelayakan kredit penerbit, tetapi kepemilikan sukuk mewakili kepemilikan aset berwujud, pengalihan, atau layanan dari emiten perusahaan yang menghasilkan pendapatan sehingga

harga sukuk dapat bervariasi baik dengan kelayakan kredit dari penerbit maupun dengan nilai pasar dari *underlying asset* (Klein *et. al.*, 2015).

Terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi perkembangan sukuk korporasi di Indonesia. Pada penelitian ini melibatkan beberapa faktor yaitu ekonomi makro (pertumbuhan ekonomi, perdagangan terbuka, inflasi, *crude oil price*), sistem perbankan (kredit perbankan konvensional, *interest rate spread*, aset perbankan syariah), dan dinamika pasar keuangan (perkembangan pasar obligasi korporasi, perkembangan pasar modal, volatilitas suku bunga pasar). Adapun metode analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah menggunakan data *time series* dengan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Model ARDL merupakan pengembangan dari VAR yang mencakup lag variabel dependen (Y) dan penjelas (X).

Langkah pertama sebelum melakukan estimasi ARDL adalah uji stasioneritas. Penelitian ini menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* dan *Phillip-Perron* dengan memasukan unsur konstanta dan trend untuk menguji H0 yakni data *time series* tidak stasioner. Berdasarkan uji unit root pada Tabel 3, data sukuk (LNSUKUK), perdagangan terbuka (LNEXP), inflasi (LNCPI), pertumbuhan ekonomi (LNIPI), perkembangan pasar obligasi korporasi (LNBOND), volatilitas suku bunga (INTV) dan volatilitas nilai tukar (EXCVOL) stasioner pada tingkat I(0). Selain itu, pada data harga minyak mentah (LNCRUDE), *interest rest spread* (INT_SPREAD), kredit perbankan konvensional (LNCREDIT), aset perbankan syariah (LNIB_SIZE), perkembangan pasar saham syariah (LNMCP) stasioner pada tingkat I(1). Dengan demikian semua variabel memenuhi syarat estimasi ARDL.

Tabel 3. Hasil Uji Unit Root

Variabel	Augmented Dickey-Fuller		Phillip-Perron	
	Intercept	Intercept & Trend	Intercept	Intercept & Trend
LNSUKUK _t	-3,418	-4,371**	-1,165	-4,375**
Δ LNSUKUK _t	-9,248**	-9,294**	-14,732**	-18,956**
LNEXP _T	0,5288	-3,483*	-2,363	-6,434**
Δ LNEXP _t	-6,165**	-6,117**	-16,398**	-16,275**
LNCPI	-0,61108	-1,626	-0,146	-2,431
Δ LNCPI	-7,633**	-7,591**	-7,565**	-7,770**
LNIPI	-1,380	-6,755**	-2,19045	-6,795**
Δ LNIPI	-9,203**	-9,166**	-41,521**	-44,682**
LNCRUDE	-0,545	-1,773	-0,714	-1,634
Δ LNCRUDE	-6,464**	-6,428**	-6,302**	-6,226**
INT_SPREAD	-0,628	-1,686	-0,891	-1,874
Δ INT_SPREAD	-7,828**	-7,899**	-7,930**	-7,958**
LNCREDIT	-2,471	-1,934	-2,392	-1,503
Δ LNCREDIT	-3,969**	-4,312**	-8,859**	-9,268**
LNIB_SIZE	-2,715	-1,839	-2,770	-1,837
Δ LNIB_SIZE	-8,291**	-8,644**	-8,328**	-8,637**
LNBOND	-0,829	-1,898	-0,839	-1,814**

Δ LNMBOND	-8,207**	-8,168**	-8,224**	-8,201
LNMCAP	-2.669	-2.683	-2.687	-2.704
Δ LNMCAP	-7,886**	-8,004**	-7,876**	-8,007**
INTV	-7,549**	-7,587**	-7,733**	-7,729**
Δ INTV	-10,710**	-10,629**	-17,539**	-17,493**
EXCVOL	-5,978**	-6,125**	-6,122**	-6,276**
Δ EXCVOL	-14,328**	-14,215**	-19,558**	-19,342**

*Nilai statistik ADF / PP signifikan pada $\alpha = 0,05$

**Nilai statistik ADF / PP signifikan pada $\alpha = 0,01$

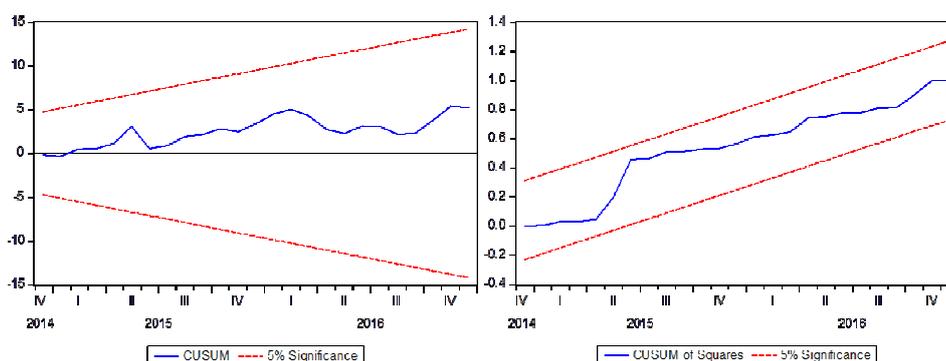
Hasil analisis yang ditampilkan pada Tabel 4, 5, dan 6, menunjukkan baik Model 1, 2, dan 3 memenuhi uji spesifikasi model ARDL. Ada hubungan kointegrasi dengan nilai F lebih dari nilai kritis *bound test* 5%. Model 1 tidak terdapat masalah autorelasi dan heteroskedastisitas dengan nilai *chi-square* pada uji B-G LM, Glejser dan *White* tidak signifikan.

Pengaruh Kondisi Ekonomi Makro Terhadap Outstanding Sukuk (Model 1)

Dari Tabel 4 dapat disimpulkan dalam jangka pendek, harga minyak mentah (LNCRUDE) berpengaruh positif terhadap nilai *outstanding sukuk* (LNSUKUK). Sedangkan perdagangan terbuka (LNEXP), inflasi (LNCPI), dan pertumbuhan ekonomi (LNIPI) tidak mempengaruhi nilai *outstanding sukuk* dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Perkembangan sukuk tidak dipengaruhi oleh inflasi, perdagangan internasional dan pertumbuhan ekonomi. Dalam jangka pendek harga minyak dunia berpengaruh positif terhadap perkembangan sukuk.

Tabel 4. Hasil Analisis Model 1

Variabel Independen	Jangka Panjang	Jangka Pendek
LNEXP	-0.536	Δ LNEXP _t 0.107
LNCPI	-0.662	Δ LNCPI _t 8.215 Δ LNCPI _{t-1} 8.323
LNIPI	2.349	Δ LNIPI _t -1.808
LNCRUDE	-0.152	Δ LNCRUDE -0.052 Δ LNCRUDE _{t-1} 0.647*
C	8,094	
Bound Test	6,136 (5%; 2,86 – 4,01) terkointegrasi	
B-G LM Test	5.829	* p-value < 0,05
Glejser Test	11.270	**p-value < 0,01
White Test	13.515	
CUSUM Test	Stabil	



Gambar 1 Hasil CUSUM Test Model 1 (Pengaruh Faktor Ekonomi Makro terhadap Outstanding Sukuk)

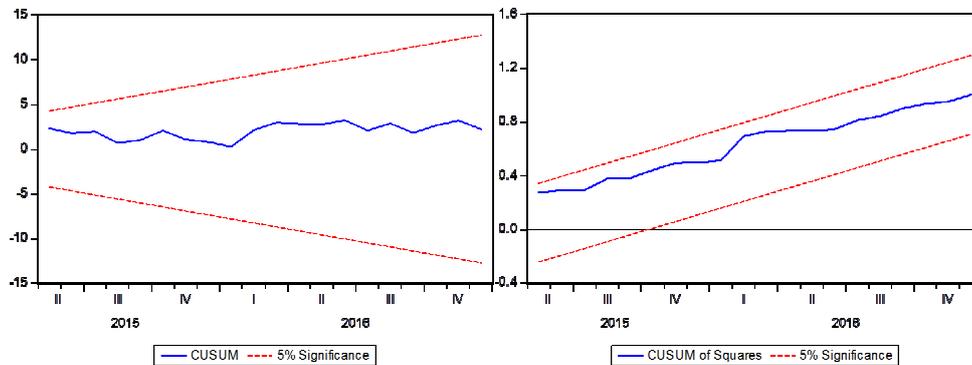
Pengaruh sistem perbankan terhadap perkembangan pasar sukuk korporasi (Model 2)

Berdasarkan Tabel 5. Menjelaskan perkembangan aset perbankan syariah (LNIB_SIZE) berpengaruh positif terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK). Hal tersebut membuktikan bahwa hubungan perbankan syariah dengan pasar sukuk bersifat komplementer. Sebagai lembaga keuangan yang menjalankan fungsi intermediasi, perbankan syariah menghimpun dana dari masyarakat selanjutnya dapat menginvestasikannya ke pasar sukuk. Semakin besar perbankan syariah menghimpun dana dari masyarakat, semakin besar aset perbankan syariah dan semakin besar pula potensi perbankan syariah untuk memperkuat likuiditas dan kedalaman pasar sukuk korporasi. Sementara itu *interest rate spread* (INT_SPREAD) dalam jangka pendek berpengaruh negatif terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK). *Interest rate spread* merupakan suku bunga riil perbankan yang dibebankan kepada kreditor. Semakin tinggi tingkat suku bunga riil perbankan, perusahaan mencari pendanaan pada instrumen lain seperti menerbitkan sukuk. Sehingga semakin tinggi tingkat suku bunga riil mendorong terjadinya *supply* dan *demand* di pasar sukuk atau dengan kata lain pasar sukuk semakin likuid. Smaoui *et al.* (2017) menyimpulkan kredit perbankan berpengaruh positif terhadap pasar obligasi. Sedangkan kredit perbankan konvensional (LNCREDIT) dalam jangka pendek maupun jangka panjang tidak berpengaruh signifikan terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK). Hasil tersebut membuktikan bahwa kredit perbankan konvensional tidak memiliki hubungan baik komplementer maupun substitusi terhadap sukuk korporasi.

Tabel 5. Hasil Analisis Model 2

Variabel Independen	Jangka Panjang	Jangka Pendek	
LNSUKUK		$\Delta LNSUKUK_{t-1}$	0,438
LNCREDIT	1,746	$\Delta LNCREDIT_{t-1}$	-1,078
		$\Delta LNCREDIT_{t-1}$	-2,764
INT_SPREAD	-0,041	ΔINT_SPREAD	-0,029
		ΔINT_SPREAD_{t-1}	-0,304*
		ΔINT_SPREAD_{t-2}	-0,031
LNIB_SIZE	0,713	$\Delta LNIB_SIZE$	1,566*
		$\Delta LNIB_SIZE_{t-1}$	-0,796
C	-26,623		
Bound Test	4,895 (5%, 3,23 – 4,35)		Terkointegrasi
B-G LM Test	4.893	* p-value < 0,05	

Glejser Test	20.650	**p-value < 0,01
White Test	19.814	
CUSUM Test	Stabil	



Gambar 2 Hasil CUSUM Test Model 2 (Pengaruh Sistem Perbankan Ganda terhadap Outstanding Sukuk)

Pengaruh Pasar Keuangan Terhadap Outstanding Sukuk (Model 3)

Berdasarkan tabel 6 dapat disimpulkan bahwa perkembangan pasar obligasi korporasi (LNBOND) berpengaruh positif terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK) dalam jangka pendek dan jangka panjang. Perkembangan pasar saham syariah (LNMCAPI) berpengaruh negatif jangka panjang terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK) Semakin besar kapitalisasi pasar saham syariah berpengaruh negatif terhadap outstanding sukuk korporasi.

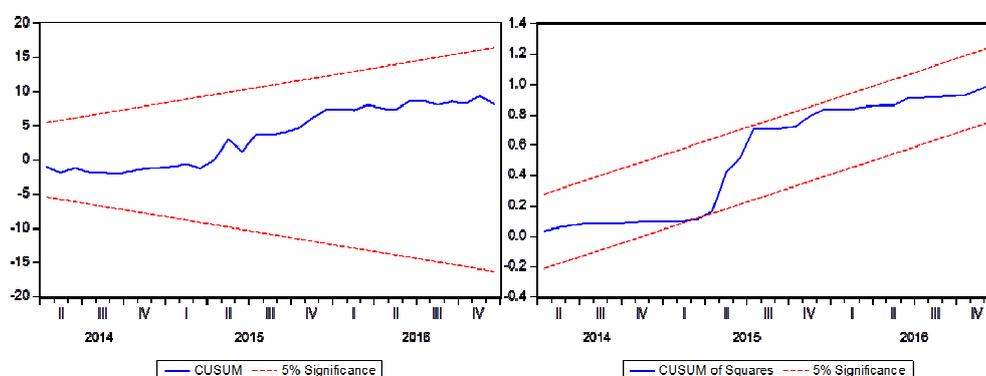
Hasil lain menjelaskan volatilitas nilai tukar (EXCVOL) berpengaruh negatif terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK) dalam jangka panjang dan jangka pendek. Hasil tersebut membuktikan bahwa volatilitas nilai tukar rupiah terhadap US dollar berpengaruh negatif terhadap perkembangan sukuk korporasi. Domowitz *et. al.* (2000); Bhattacharyay (2011) dan Smaoui *et. al.* (2017) menjelaskan bahwa stabilitas nilai tukar menurunkan risiko yang dihadapi oleh investor asing. Semakin rendah volatilitas nilai tukar, semakin rendah penilaian investor asing terhadap risiko nilai tukar, semakin besar ketertarikannya untuk membeli sukuk korporasi.

Sementara itu volatilitas suku bunga pasar (INTV) tidak berpengaruh terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK). Smaoui *et.al.*, (2017) mengemukakan bahwa volatilitas suku bunga pasar keuangan berpengaruh negatif terhadap perkembangan pasar obligasi. Ketidakpastian suku bunga pasar berpengaruh negatif terhadap *supply* dan *demand* pasar obligasi. Namun hal tersebut tidak terjadi pada pasar sukuk korporasi.

Tabel 6 Hasil Analisis Model 3

Variabel Independen	Jangka Panjang	Jangka Pendek
LNSUKUK	$\Delta LNSUKUK_{t-1}$	0,460*
LNBOND	1,382**	$\Delta LNBOND$
		$\Delta LNBOND_{t-1}$
		$\Delta LNBOND_{t-2}$
		$\Delta LNBOND_{t-3}$
LNMCAPI	-0.985**	$\Delta LNMCAPI$
		$\Delta LNMCAPI_{t-1}$

		$\Delta \text{LNMCAP}_{t-2}$	1,071
INTV	-0.001	ΔINTV	-0,002
EXCVOL	-14.286**	ΔEXCVOL	-9,165**
C	6,235*		
Bound Test	5,749 (5%; 2,86 – 4,01)		terkointegrasi
B-G LM Test	4.421	* p-value < 0,05	
Glejser Test	9.859	** p-value < 0,01	
White Test	8.442		
CUSUM Test	Stabil		



Gambar 3. Hasil CUSUM Test Model 3 (Pengaruh Dinamika Pasar Keuangan Terhadap Outstanding Sukuk)

DISKUSI

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan faktor ekonomi makro, sistem perbankan dan dinamika pasar keuangan dapat berpengaruh terhadap perkembangan sukuk korporasi di Indonesia. Faktor yang mempengaruhi perkembangan sukuk korporasi adalah harga minyak dunia, aset perbankan syariah, *interest rate spread*, perkembangan pasar obligasi korporasi, perkembangan pasar saham syariah, volatilitas suku bunga pasar. Hal tersebut menunjukkan sistem perbankan dan pasar keuangan mendominasi berpengaruh terhadap perkembangan sukuk korporasi perusahaan di Indonesia.

Interest rate spread merupakan suku bunga riil perbankan yang dibebankan kepada kreditor. Semakin tinggi tingkat suku bunga riil perbankan, perusahaan akan mencari pendanaan pada instrumen lain seperti menerbitkan sukuk. Sehingga semakin tinggi tingkat suku bunga riil mendorong terjadinya *supply* dan *demand* di pasar sukuk atau dengan kata lain pasar sukuk semakin likuid. Smaoui *et al.* (2017) menyimpulkan kredit perbankan berpengaruh positif terhadap pasar obligasi. Sedangkan kredit perbankan konvensional (LNCREDIT) dalam jangka pendek maupun jangka panjang tidak berpengaruh signifikan terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK). Hasil tersebut membuktikan bahwa kredit perbankan konvensional tidak memiliki hubungan baik komplementer maupun substitusi terhadap sukuk korporasi.

Pada model 3, menjelaskan bahwa perkembangan pasar obligasi berpengaruh positif terhadap perkembangan sukuk. Sehingga dapat dikatakan bahwa pasar obligasi dan sukuk memiliki hubungan yang komplementer (Said dan Grassa, 2013). Kenaikan jumlah obligasi berpengaruh positif terhadap

jumlah sukuk pada periode yang sama. Selain itu obligasi dan sukuk memiliki hubungan kointegrasi sehingga mencapai keseimbangan jangka panjang.

Selain itu, hasil menunjukkan perkembangan pasar saham syariah (LNMCAAP) berpengaruh negatif jangka panjang terhadap perkembangan sukuk korporasi (LNSUKUK) Semakin besar kapitalisasi pasar saham syariah berpengaruh negatif terhadap outstanding sukuk korporasi. Dengan kata lain perkembangan pasar saham syariah dan pasar sukuk bersifat substitutif. Karena pasar sukuk dan obligasi komplementer, hasil tersebut sejalan dengan Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1999) dan Booth *et al.*, (2001) yang meneliti hubungan substitusi antara saham dan obligasi. Hasil yang sama dengan penelitian Klein *et al.* (2015) juga menunjukkan tidak ada reaksi pasar yang signifikan terhadap penerbitan obligasi konvensional, tetapi terdapat reaksi pasar saham negatif yang signifikan terhadap penerbitan sukuk. Hal tersebut disebabkan investor dapat mengambil pandangan bahwa perusahaan yang menerbitkan sukuk mungkin sudah ditutup dari pasar obligasi konvensional karena posisi keuangan dan operasi yang lemah. Di sisi lain, investor menilai bahwa mekanisme *adverse selection* dapat mendorong perusahaan yang kurang sehat untuk memilih sukuk dalam bentuk skema pembagian keuntungan dan kerugian dibandingkan pembiayaan obligasi konvensional (Godlewski *et al.*, 2013).

Hubungan tersebut dapat dijelaskan berdasarkan hasil empiris Domowitz *et al.* (2000) dan Booth *et al.* (2001) di beberapa negara. Negara dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan inflasi yang rendah cenderung memiliki *book-debt ratio* yang tinggi. Penelitian tersebut juga mengkonfirmasi teori struktur modal yakni *pecking order* dan *trade off*. Pendanaan internal dan utang lebih diutamakan dibanding saham disebabkan efek penghematan pajak dan *asymmetric information* di pasar modal (Brigham dan Ehrhardt, 2014). Namun seiring dengan bertambahnya utang menyebabkan perusahaan akan mengalami *financial distress* sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Adanya kointegrasi mengindikasikan adanya proses penyesuaian struktur modal yang optimal.

SIMPULAN

Faktor perkembangan sistem perbankan meliputi aset perbankan syariah dan *interest rate spread*. Aset perbankan syariah berdampak positif terhadap perkembangan sukuk korporasi. Hal tersebut berkaitan dengan peran lembaga perbankan syariah sebagai lembaga perantara antara pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang memiliki kelebihan dana sehingga memungkinkan investasi perbankan syariah di sukuk korporasi. Selain itu, pada faktor pasar keuangan, terdapat hubungan positif antara obligasi korporasi dengan sukuk korporasi. Hal tersebut menunjukkan bahwa aset perbankan syariah dan obligasi korporasi mempunyai peran komplementer yaitu saling melengkapi terhadap perkembangan sukuk korporasi di Indonesia.

Kapitalisasi pasar saham syariah, *interest rate spread*, dan volatilitas suku bunga pasar berhubungan negatif terhadap perkembangan sukuk di Indonesia. Adanya hubungan negatif kapitalisasi pasar saham menunjukkan bahwa semakin besar kapitalisasi pasar saham akan menyebabkan perkembangan pasar sukuk korporasi mengalami perlambatan. Adanya hubungan negatif tersebut disebabkan adanya asimetris informasi pada investor yaitu pertimbangan adanya *adverse selection*, karena peminjam dengan harapan pengembalian terendah dapat memungkinkan menerbitkan sukuk bagi hasil dan kerugian daripada obligasi berbasis bunga konvensional (Klein *et al.*, 2017), memungkinkan perusahaan yang sudah tidak menerbitkan obligasi dapat menerbitkan sukuk (Klein *et al.*, 2015) dan adanya pengaruh pajak, risiko bisnis serta biaya agensi (Booth *et al.*, 2001). Hal tersebut menunjukkan bahwa masih adanya asimetris informasi yang terjadi pada investor sukuk korporasi di Indonesia.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keberadaan aset perbankan syariah dan obligasi korporasi bersifat saling melengkapi terhadap perkembangan sukuk korporasi di

Indonesia. Adanya perkembangan aset perbankan syariah dapat memicu perkembangan sukuk korporasi. Oleh karena itu, diperlukan adanya sinergi para pemangku kepentingan pada perbankan syariah dan pada pasar sukuk yaitu pemerintah seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kemenkeu, Bursa Efek Indonesia, pelaku industri perbankan syariah dan perusahaan-perusahaan yang akan melakukan ekspansi usaha khususnya BUMN dalam memanfaatkan adanya peluang perkembangan sukuk korporasi di Indonesia.

Hasil penelitian menjelaskan adanya pengaruh negatif antara perkembangan saham syariah terhadap perkembangan sukuk korporasi di Indonesia. Hal tersebut disebabkan adanya asimetris informasi yang terjadi pada investor dan adanya permasalahan likuiditas sukuk. Hal diharapkan dapat mendorong pemerintah khususnya Otoritas Jasa Keuangan untuk lebih ketat dalam peraturan terhadap penerbitan sukuk korporasi perusahaan sehingga diharapkan dapat meminimalisir adanya risiko *adverse selection*. Selain itu, menurut Dito (2015) menjelaskan bahwa pada pasar sukuk di Indonesia adanya kelemahan dan tidak konsistennya sistem regulasi tentang sukuk khususnya pada pajak yang menyebabkan emiten atau investor ragu dalam menerbitkan atau investasi pada sukuk korporasi sehingga diharapkan pemerintah mempunyai kebijakan yang tepat terhadap peraturan pajak diperdagangan sukuk. Selain pada implikasi, penelitian ini dapat berkontribusi pada penelitian selanjutnya untuk dilakukan pengkajian kekurangan pada penelitian tersebut.

Keterbatasan dan Penelitian Berikutnya

Adapun kekurangan pada penelitian ini adalah belum dapat mengkaji faktor-faktor lain seperti kondisi perusahaan penerbit sukuk, harga sukuk korporasi, dan indeks sukuk yang dapat lebih menggali potensi perusahaan dalam menerbitkan sukuk. Hal tersebut disebabkan karena adanya keterbatasan akses data. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya dapat mengkaji lebih detail pada sisi pengaruh faktor kondisi perusahaan penerbit sukuk dan harga sukuk korporasi.

REFERENSI

- Ahmad, Nursilah, Siti Nurazira Mohd Dauda and Zurina Kefeli. 2012. Economic Forces and the Sukuk Market. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 127 – 133.
- Ames E. and Carlson J.A. 1968. Production Index Bias as a Measure of Economic Development. *Oxford Economic Papers*, 20, 24 – 37.
- Antonio M.S., Hafidhoh Fauzi. H. 2013. The islamic capital market volatility: a comparative study between in Indonesia and Malaysia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 391 – 416.
- Ashraf B. N. 2017. Do trade and financial openness matter for financial development? Bank-level evidence from emerging market economies. *Research in International Business and Finance*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.115>
- Asmarani T.E. and Falianty T.A. 2015. The Persistency And The Sustainability Of The Indonesia's Current Account Deficit. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 17, 315 – 388.
- Bhattacharyay B.N. 2011. Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants. ADBI Working Paper 300. Tokyo: Asian Development Bank Institute. <http://www.adbi.org/workingpaper/2011/07/28/4659.bond.market.development.asia/>
- Bhattacharyay B.N. 2013. Determinants of bond market development in Asia. *Journal of Asian Economics*, 24, 124–137
- Booth L., Aivazian V., Demircug-Kunt A. and Maksimovic V. 2001. Capital Structures in Developing Countries. *The Journal Of Finance*, 56, 87 – 130.

- Brigham Eugene F & Ehrhardt Michael C. 2014. *Financial Management: Theory and Practice*. Cengage Learning. Singapore.
- Demirgüç-Kunt A and Maksimovic V. 1996. Stock Market Development and Financing Choices of Firms. *The World Bank Economic Review*, 10, 341-369.
- Dolley J.C. 1943. Ability of the Banking System to Absorb Government Bonds. *Journal of Political Economy*, 51, 23-31.
- Domowitz I., Glen J. & Madhavan A. International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions.
<http://econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=478060&contentMDK=20339380&menuPK=546095&pagePK=64168182&piPK=64168060>
- Dito, Danan. 2015. *Bright Potential of Sukuk Market Growth*. Pefindo. Jakarta.
- Godlewski, Christophe J., Rima Turk-Ariss, and Laurent Weill. 2013. Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. *Journal of Comparative Economics* , 41, 745–761.
- Haron, Razali and Khairunisah Ibrahim. 2012. The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence. *Journal of Islamic Finance* , 1, 1-11.
- Ibrahim, Mansor H. 2015. Issues in Islamic banking and finance: Islamic banks, Shari'ah-compliant investment and sukuk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 185–191.
- Johnston J. and Dinardo J. 1997. *Econometric Methods*. McGraw Hill. Singapore
- Kang J and Pflueger C.E. 2015. Inflation Risk in Corporate Bonds. *The journal of finance*, 70, 115 – 162.
- Karim N.A. Abduh M. and Al-Habshi S.M.S.J. 2016. Macroeconomics Indicators And Bank Stability: A Case Of Banking In Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 18, 431 – 447.
- Kementrian PPN/ Bappenas. 2016. Outlook Perekonomian Indonesia 2017. Bappenas. Jakarta.
- Khoutem D.B.J. 2014. Islamic banks-Sukuk markets relationships and economic development: The case of the Tunisian post-revolution economy. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 5, 47-60.
- Kim D.H, Lin S.C., and Suen Y.B. 2010. Dynamic effects of trade openness on financial development *Economic Modelling* (27). 254–261.
- Klein, Paul-Olivier, Rima Turk, and Laurent Weill. 2017. Religiosity vs. well-being effects on investor behavior. *Journal of Economic Behavior & Organization* 138, 50–62.
- Paul-Olivier Klein, Laurent Weill, Christophe J. Godlewski. 2015. How Sukuk Shapes Firm Performance. Working Paper. University of Strasbourg. France.
- Lutkepohl. H. and Kratzig M. 2004. *Applied Time Series Econometrics*. Cambridge University Press. New York.
- Maghyereh, Aktham I. and Basel Awartani. 2016. Dynamic transmissions between Sukuk and bond markets. *Research in International Business and Finance*, 38, 246–261.
- Majid M. S. A., & Yusof R.M., (2009) Long-run relationship between Islamic stock returns and macroeconomic variables: An application of the autoregressive distributed lag model. *Humanomics*, 25, 127-141.
- Nagano Mamoru. 2016. Who issues Sukuk and when?: An analysis of the determinants of Islamic bond issuance. *Review of Financial Economics*, 31, 45–55.
- Naifar, Nader, Mourad Mroua, and Slah Bahloul. 2017. Do regional and global uncertainty factors affect differently the conventional bonds and sukuk? New evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 41, 65–74.
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). 2015. Laporan Perkembangan Keuangan Syariah 2015. Otoritas Jasa Keuangan. Jakarta.
- Pesaran, M.H., Shin, Y., and Smith, R.J. 1996. Testing for the existence of a long-run relationship. DAE Working Paper No. 9622, Department of Applied Economics, University of Cambridge, Cambridge.
- Pesaran, M.H., Shin, Y. and Smith, R.J. 2001. Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*. (16). 289-326.

- Purnomo, Bhayu. 2017. What does an investment grade mean for Indonesia?. <http://www.thejakartapost.com/academia/2017/06/20/what-does-an-investment-grade-mean-for-indonesia.html>.
- Sclip, Alex, Alberto Dreassi, Stefano Miani and Andrea Paltrinieri. 2016. Dynamic correlations and volatility linkages between stocks and sukuk: Evidence from international markets. *Review of Financial Economics*, 31, 34–44.
- Shahzad, Syed Jawad Hussain, Román Ferrer, Laura Ballester, and Zaghum Umar. 2017. Risk transmission between Islamic and conventional stock markets: A return and volatility spillover analysis. *International Review of Financial Analysis*, 52, 9-26.
- Smaoui H., Grandes M., Akindele A. (2017) The Determinants of Bond Market Development: Further Evidence from Emerging and Developed Countries. *Emerging Markets Review* <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2017.06.003>
- Smaoui, H. and Salem Nechi. 2017. Does sukuk market development spur economic growth?. *Research in International Business and Finance*, 41, 136–147.
- Smaoui, H. 2017. The Determinants of Bond Market Development: Further Evidence from Emerging and Developed Countries, *Emerging Market Review*.
- Standard & Poor's Financial Services. 2016. *Islamic Finance Outlook 2017 Edition*.
- Steward, K.G. (2005). *Introduction to Applied Econometrics*. Thomson Broock/Cole. Belmont.
- Yusof R.M, Wosabi M., & Majid M.S.A. (2008). Monetary policy shocks and islamic banks' deposits in a dual banking system: a comparative analysis between Malaysia and Bahrain. *8th Global Conference on Business & Economics*, ISBN : 978-0-9742114-5-9.
- Zulhibri, Muhamed. 2015. A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15: 4, 237–248.