

# STUDI KEPATUHAN SYARIAH DAN MANFAAT EKONOMI TERHADAP MINAT INVESTOR DALAM PEMBELIAN SUKUK NEGARA

Aan Nasrullah\*, Umar Burhan\*\*, dan Multifiah\*\*

\* Dosen Tetap Sekolah Tinggi Agama Islam Miftahul 'Ula (STAIM) Nganjuk

\*\* Dosen Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang  
e-mail: aan.aljalil@ymail.com

## Abstrak

Kajian ini dimaksudkan untuk menentukan pengaruh variabel kesesuaian syariah dan manfaat ekonomis terhadap investor dalam membeli sukuk negara dan untuk menentukan mana diantara kedua variabel tersebut yang paling berpengaruh terhadap keputusan investor dalam membeli sukuk negara. Kajian dilakukan dengan pendekatan kuantitatif menggunakan metode deskriptif sedangkan estimasi datanya dilakukan dengan regresi time-series model OLS. Hasilnya menunjukkan bahwa kesesuaian syariah dan manfaat ekonomi mempengaruhi keputusan investor membeli sukuk negara secara signifikan meskipun variabel paling berpengaruh adalah suku bunga. Temuan ini juga menunjukkan bahwa tingginya pembelian sukuk negara lebih banyak dipengaruhi oleh variabel spekulatif. Dengan demikian sukuk negara perlu diperbaiki dan disempurnakan agar sesuai dengan tujuan dan fungsinya untuk mendorong pertumbuhan dan perkembangan pasar keuangan syariah.

**Kata Kunci:** *kesesuaian syariah, manfaat ekonomis, kepentingan investor, sukuk negara*

## Abstract

This study was aimed to determine the influence of sharia compliances and economic benefits variables to the investors in the purchase of sovereign sukuk and do determine kind of variables between sharia compliances and economic benefits of the most dominant influence to investor interests in purchasing of sovereign sukuk. This study used a quantitative approach with descriptive methods. Estimates of data using time series regression with OLS models. The findings show that, sharia compliances and economic benefits variables significantly to the investor interest in purchasing sovereign sukuk, but the most influential variable is a variable interest rate. These findings describe the high rate of purchase of sovereign sukuk were more affected speculative variables. Therefore sovereign sukuk should be revised and refined, so the sovereign sukuk issuance in accordance with the purposes and functions which drive the growth and development of the Islamic financial market.

**Keywords:** *sharia compliances, economic benefits, investor's interest, sovereign sukuk*

## I. PENDAHULUAN

Al-Ghazali memandang perkembangan ekonomi sebagai bagian dari tugas-tugas kewajiban sosial (Fard kifayah) yang sudah ditetapkan oleh Allah, jika hal ini tidak dipenuhi, kehidupan dunia akan runtuh dan kemanusiaan akan binasa. Al-Ghazali bersi-

keras bahwa pencarian hal-hal ini harus dipenuhi secara efisien, karena perbuatan demikian merupakan bagian dari tugas keagamaan seseorang<sup>1</sup>. Begitu juga dengan aktivitas investasi dalam dunia bisnis, Islam telah mendorong umat-Nya untuk mengembangkan hartanya sesuai dengan prinsip-prinsip syariah dan menghindari hal-hal yang dilarang dalam mengembangkan harta (investasi) seperti pengharaman bunga, spekulasi, serta unsur “mendhalimi” dalam berinvestasi, agar tujuan dari *maqasidu as-syariah* tercapai.

Menyadari hal tersebut dalam dunia pasar modal dan keuangan berkembanglah produk-produk investasi syariah berdasarkan prinsip syariah, baik skala internasional maupun nasional. Produk-produk syariah yang telah diterbitkan di pasar domestik antara lain, saham syariah, sukuk dan reksadana syariah, untuk produk sukuk dalam kurun waktu antara tahun 2002 sampai dengan 2011, telah menunjukkan perkembangan yang pesat<sup>2</sup>. Berdasarkan kurun waktu tersebut perkembangan sukuk dapat dibagi ke dalam dua periode yakni sebelum dan sesudah terbitnya UU No 19 tahun 2008 beserta paket peraturan Bapepam-LK di pasar modal syariah, adapun perkembangan sukuk berdasarkan periode tersebut dapat dilihat dari Tabel 1 berikut:

**Tabel 2 Perkembangan Sukuk Indonesia 2002-2011**

Tahun	Sukuk Korporasi		Sukuk Negara (SBSN)	Total Nilai Emisi Sukuk Korporasi dan Negara (Rp Milyar )
	Total Nilai (Rp Milyar)	Jumlah Emiten	Total Nilai (Rp Milyar)	
2002	175,0	1	-	175,0
2003	740,0	6	-	740,0
2004	1.394,0	13	-	1.394,0
2005	1.979,4	16	-	1.979,4
2006	2.179,4	17	-	2.179,4
2007	3.204,4	21	-	3.204,4
2008	5.498,4	29	4.699,7	10.198,1
2009	7.015,4	43	14.218,9	21.234,3
2010	7.815,4	47	38.500,0	46.315,4
2011	7.915,4	48	62.771,0	70.686,4

Sumber: Bapepam-LK dan BI, berbagai tahun, diolah.

Berdasarkan Tabel 1 di atas, untuk sukuk korporasi yang pada tahun 2002 diterbitkan oleh satu emiten dengan nilai emisi Rp 175 Milyar menjadi Rp 7.915,4 Milyar oleh 48 emiten, jumlahnya meningkat sepuluh kali lipat hanya dalam kurun

<sup>1</sup> Adiwarmanto A Karim. (2003). *Ekonomi Mikro Islami*. Jakarta: IIIT-Indonesia, pp. 47.

<sup>2</sup> Bank Indonesia. (2012). *Laporan Perekonomian Indonesia 2011*. Jakarta: Bank Indonesia, pp. 149-153.

waktu 10 tahun. Perkembangan yang pesat juga terjadi pada penerbitan sukuk Negara, di mana sejak pertama kali diterbitkan pada bulan Agustus 2008 sukuk Negara menghasilkan nilai multiplier yang sama dengan sukuk korporasi, namun dengan waktu yang relatif singkat, yang semula hanya bernilai 4.699,7 milyar rupiah menjadi 62.771 milyar rupiah pada tahun 2011.

Perkembangan sukuk di Indonesia tidak terlepas dari besarnya minat investor baik dalam maupun luar negeri dalam pembelian sukuk Negara, secara umum minat investor dalam berinvestasi pada sukuk Negara dipengaruhi oleh dua faktor utama, yakni kepatuhan syariah (*sharia compliance*) dan manfaat ekonomi (*economic benefits*). Dari sisi syariah, karena sukuk merupakan instrumen investasi berbasis syariah, sehingga investor dapat berinvestasi dengan mengikuti dan melaksanakan prinsip syariah, meski semua pihak baik individu maupun lembaga/institusi, dapat berinvestasi pada sukuk, karena sukuk merupakan instrumen keuangan global lain yang dapat dibeli oleh siapa saja, dan tidak dibatasi pada agama atau keyakinan tertentu<sup>3</sup>.

Chapra dan Ahmed<sup>4</sup> menyatakan bahwa investor dan nasabah perbankan Syariah pada umumnya menaruh perhatian yang tinggi pada terkelolanya dana mereka sesuai dengan prinsip syariah. Dari hasil survey penelitian tersebut, investor dan nasabah perbankan syariah akan siap menarik dana mereka dari bank syariah apabila didapati bahwa bank tersebut tidak mematuhi prinsip syariah dalam pengelolaan dana yang diamanatkan.

Sedangkan dari sisi manfaat ekonomi, investor sukuk akan mendapatkan beberapa keuntungan dari dana yang telah diinvestasikan antara lain, imbalan (*return*) yang kompetitif, memberikan penghasilan yang stabil untuk para investor, dan dapat diperjualbelikan di pasar sekunder (khususnya untuk sukuk ijarah), sehingga berpotensi mendapatkan *capital gain*<sup>5</sup>. Beberapa penelitian terkait dengan minat investor dalam berinvestasi pada instrumen efek di pasar modal syariah menunjukkan beberapa variabel manfaat ekonomi yang mempengaruhi minat investor terhadap instrumen efek pasar modal syariah antara lain, nisbah imbalan sukuk Negara, kupon SUN (Surat Utang Negara), harga sukuk, suku bunga (BI *rate*), nilai kurs rupiah terhadap US dollar, bagi hasil deposito bank syariah dan suku bunga bank umum serta indikator makroekonomi.

Wafa<sup>6</sup> hasil penelitiannya menunjukkan bahwa permintaan sukuk ritel dipengaruhi oleh nisbah imbalan yang ditawarkan oleh pemerintah, lebih lanjut Saad dan Moha-

---

<sup>3</sup> *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. (2010). Jakarta: Direktorat Pembiayaan Syariah, p. 10

<sup>4</sup> M. Umer Chapra dan Habib Ahmed. (2002). *Corporate Governance in Islamic Financial Institutions*, Islamic Development Bank, p. 123.

<sup>5</sup> *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. (2010). Jakarta: Direktorat Pembiayaan Syariah, p. 10.

<sup>6</sup> M. Agus Khoirul Wafa. (2010), "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-I", (Jurnal La\_Riba). Volume IV No. 2, p. 176.

mad<sup>7</sup>, dalam kajiannya menemukan hubungan positif antara tingkat imbalan sukuk terhadap perkembangan sukuk di pasar modal Malaysia. Sedangkan penelitian Hejaz-ziey *et al*<sup>8</sup>, yang menyatakan terdapat pengaruh positif dalam jangka panjang antara suku bunga dengan perkembangan saham syariah yang terdaftar di JII.

Sedangkan bila mengacu pada teori permintaan barang dan jasa dalam Islam, permintaan suatu barang juga menekankan pada halal-haram barang tersebut, di mana ketika seorang muslim dihadapkan kepada dua pilihan, yaitu barang halal dan barang haram, *optimal solution* adalah *corner solution*, yaitu mengalokasikan seluruh pendapatan untuk mengkonsumsi barang halal. Selain itu, mengalokasikan seluruh pendapatan untuk mengkonsumsi barang halal berarti meningkatkan *utility*<sup>9</sup>.

Sedangkan terkait dengan permintaan uang dalam Islam<sup>10</sup>, fungsi permintaan uang hanya dikenal dua motif, yaitu motif transaksi dan berjaga-jaga, karena perbuatan yang mengarah kepada motif spekulasi dilarang dalam Islam, maka instrumen moneter yang ada dihindarkan dari penggunaan variabel yang akan mengarahkan kepada motif spekulasi, karena spekulasi dekat dengan *maysir* (judi). Lebih jauh Musari<sup>11</sup>, bahwa fungsi investasi bergantung dari bagi hasil (*h*). karena tingkat bagi hasil adalah imbal hasil atas sejumlah dana investasi. Dengan kata lain investasi dalam Islam telah menghilangkan variabel bunga.

Beberapa hasil penelitian di atas menunjukkan minat investor dalam pembelian sukuk dan beberapa instrumen efek pasar modal lainnya dipengaruhi oleh variabel manfaat ekonomi dan bahkan yang bersifat spekulatif sekalipun, seperti suku bunga dan nilai kurs, hal ini tentu berbanding terbalik dari teori dan prinsip bermuamalah dalam Islam, seperti permintaan barang dan jasa, permintaan uang dan investasi dalam Islam.

Dari beberapa pokok permasalahan di atas, yakni kesenjangan antara prinsip-prinsip syariah dengan beberapa hasil penelitian terdahulu, maka fokus penelitian adalah untuk mengetahui dan menganalisa lebih dalam lagi mengenai pengaruh variabel kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi terhadap minat investor dalam pembelian sukuk negara.

---

<sup>7</sup> Noriza Binti Mohd Saad dan Nor Edi A Binti Mohammad. (2012), "*Sukuk In Malaysian Capital Market*", 3<sup>rd</sup> International Conference On Bussinies And Economic Reseach Proceeding. Bandung Indonesia.

<sup>8</sup> Djawahir Hejazziey, *et al.* (2009), "*Faktor yang Mempengaruhi Perkembangan Saham Syariah di Jakarta Islamic Index (JII)*", (Jurnal ETIKONOMI), Volume 8 No. 3, p. 149.

<sup>9</sup> Adiwarman A Karim. (2003), *ibid.*

<sup>10</sup> Abdullah Abdul Husain At-Tariqi. (2004). *Ekonomi Islam Prinsip, Dasar dan Tujuan*. Yogyakarta: Magistra Insani Press, p. 45

<sup>11</sup> Khairunnisa Musari. (2009), "*Money Creation VS Money Velocity: Sukuk Menjaga Stabilitas Perekonomian Nasional*", Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Tidak dipublikasikan.

## II. KAJIAN PUSTAKA

### A. Telaah Pustaka

#### 1. Teori Permintaan

Dalam teori ekonomi ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi besarnya jumlah barang yang diminta oleh konsumen ( $Q_d^x$ )<sup>12</sup>, yaitu harga barang yang bersangkutan ( $P_x$ ), harga barang substitusi/competitor ( $P_y$ ), harga barang komplemen ( $P_c$ ), selera masyarakat/*taste* ( $P_t$ ), serta pendapatan masyarakat ( $Y$ ). Variabel endogennya adalah  $Q_d^x$ , sedangkan variabel eksogennya (*predetermine*) adalah ( $P_x$ ), ( $P_y$ ), ( $P_c$ ), ( $P_t$ ), serta ( $Y$ ). Dengan demikian, formulasi modelnya adalah sebagai berikut:

$$Q_{dx} = f (P_x, P_y, P_c, P_t, Y) \dots \dots \dots 2.1$$

Sedangkan dalam konsep ekonomi Islam<sup>13</sup>, permintaan suatu barang juga menekankan pada halal-haram barang tersebut, di mana ketika seorang muslim dihadapkan kepada dua pilihan, yaitu barang halal dan barang haram, optimal solution adalah *corner solution*, yaitu mengalokasikan seluruh pendapatan untuk mengkonsumsi barang halal. Tindakan mengkonsumsi barang haram berarti meningkatkan *disutility*, sebaliknya tindakan mengurangi konsumsi barang haram berarti mengurangi *disutility*. *Corner solution* merupakan *optimal solution*, karena mengkonsumsi barang haram sejumlah nihil berarti menghilangkan *disutility*, selain itu mengalokasikan seluruh pendapatan untuk mengkonsumsi barang halal berarti meningkatkan *utility*.

Dari teori permintaan di atas, maka dapat diinterpretasikan variabel-variabel yang mempengaruhi minat investor dalam mengalokasikan dananya pada instrumen investasi, yakni variabel kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi. Adapun indikator dari kepatuhan syariah dalam penelitian ini adalah rasio dana pihak ketiga (DPK) perbankan umum syariah terhadap DPK perbankan umum Nasional, sedangkan indikator dari variabel manfaat ekonomi dalam penelitian ini adalah nisbah imbalan sukuk Negara, suku bunga dan nilai kurs rupiah terhadap dollar Amerika (Rp/US\$).

#### 2. Konsep Fundamental Sukuk Negara

Mengacu pada UU No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau disebut Sukuk Negara. Sukuk Negara adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset Sukuk Negara, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Sedangkan untuk jenis Sukuk Negara terbagi berdasarkan jenis akad yang mendasari kontrak, adapun jenis Sukuk Negara adalah : 1. Sukuk Negara Ijarah, 2. Sukuk Negara Mudarabah, 3. Sukuk Negara Musyarakah, 4. Sukuk Negara Istishna, 5. Sukuk Negara yang diterbitkan berdasarkan akad lainnya sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah, dan Sukuk Negara yang diterbitkan berdasarkan kombinasi dari dua atau lebih dari

<sup>12</sup> Boediono (2002), *Pengantar Ilmu Ekonomi*, Yogyakarta: BPFE, p. 26

<sup>13</sup> Adiwarmanto A Karim. (2003), *ibid.*

akad, Kombinasi Akad Sukuk Negara antara lain dapat dilakukan antara Mudharabah dengan Ijarah, Musyarakah dengan Ijarah, dan Istishna' dengan Ijarah<sup>14</sup>.

Sepertihalnya instrumen investasi pada pasar modal dan keuangan lainnya, begitu juga dengan sukuk Negara yang tidak lepas dari bayang-bayang resiko. Menurut *Chartered Financial Analyst* (2007)<sup>15</sup>, resiko-resiko yang kemungkinan terjadi dan di alami oleh investor sukuk adalah sebagai berikut:

a. Resiko Tingkat Pengembalian (*Rate of Return Risk*).

Resiko tingkat pengembalian ada pada semua tipe sukuk dengan pengembalian tetap (*fixed rate*). Imbal hasil yang mengacu pada LIBOR atau *benchmark* konvensional lainnya membuat *return* pada sukuk dipengaruhi suku bunga. Sedangkan pada akad mudharabah, imbal hasil sangat bergantung pada kinerja perusahaan yang dapat naik dan turun.

b. Resiko Kredit (*Credit Risk*).

Resiko kredit pada sukuk ijarah dihadapi oleh investor disebabkan kegagalan pembayaran (*default*) atas sewa *underlying asset*. Kecenderungan *default* menjadi lebih besar karena mekanisme penjadwalan ulang atas hutang dengan imbal hasil/suku bunga lebih tinggi tidak diperbolehkan dalam hukum Islam. Resiko kredit pada sukuk harus dinilai secara independen khususnya jika pemberi pinjaman memiliki alternatif pengantian lain ketika *underlying asset* tidak dapat menutupi kerugian yang terjadi.

c. Resiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*).

Resiko nilai tukar dapat terjadi jika *return* atas pengelolaan *underlying asset* diberikan dalam mata uang asing. Penerbit dapat menghitung dan memberikan jaminan atas resiko tersebut dalam rangka melindungi investor dari pergerakan nilai tukar.

d. Resiko Tingkat Harga (*Price/Collateral Risk*).

Resiko tingkat harga terjadi ketika spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan sukuk yang diajukan berbeda dengan nilai pasar sesungguhnya dan laporan atas nilai *underlying asset*. Sukuk ijarah paling rentan menghadapi resiko ini karena aset yang disewakan dapat mengalami depresiasi hingga di bawah harga pasar. Pengelolaan yang baik atas aset menjadi faktor penting dalam menghadapi resiko ini.

e. Resiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)

Pertumbuhan pasar sekunder yang lambat membuat investor sukuk menghadapi resiko likuiditas. Kecenderungan membeli dan menahan (*buy and hold*) pada mayoritas investor sukuk membuat mekanisme transfer kepemilikan sukuk tidak efisien. Hal ini terjadi pula pada sukuk salam, di mana aset yang mawadahi kontrak merupakan komoditas pertanian. Sehingga perdagangan pada sekuritas tersebut menimbulkan unsur spekulasi. *Zero coupon* sukuk seperti sukuk istisna' dan mudharabah

---

<sup>14</sup> UU No. 19 tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara.

<sup>15</sup> Aam S. Rusdiyana dan M. Jakarsih. (2010). "Menguarai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia: Pendekatan Metode Analitic Network Process (ANP)". Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Tidak dipublikasikan

juga dapat diperdagangkan di pasar sekunder, karena mirip dengan jual-beli hutang (*bai ad-dayn*) yang dilarang oleh mayoritas ulama.

f. Resiko Kepatuhan Syariah (*Sharia Compliance Risk*)

Perkembangan pasar yang pesat memungkinkan adanya struktur sukuk yang tidak memenuhi aspek syariah. Standarisasi dan perhatian atas aturan-aturan syariah pada sukuk dibuat dalam rangka melindungi investor muslim dari praktek-praktek yang tidak sesuai dengan prinsip-prinsip Islam.

## B. Penelitian Terdahulu

SBSN/Sukuk Negara merupakan instrumen pembiayaan yang masih tergolong baru dan baru pada tahun 2008 dikeluarkan UU tentang SBSN/Sukuk Negara, oleh karena itu wajar bila dalam review penelitian terdahulu peneliti belum menemukan hasil penelitian yang secara spesifik meneliti tentang variabel-variabel yang mempengaruhi minat investor dalam pembelian Sukuk Negara. Sebagai acuan dalam penelitian ini, akan dipaparkan beberapa hasil penelitian terkait minat investor dan perkembangan instrumen efek pada pasar modal.

Chapra dan Ahmed<sup>16</sup>, Salah satu hasil dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor dan nasabah perbankan Syariah pada umumnya menaruh perhatian yang tinggi pada terkelolanya dana mereka sesuai dengan syariah. Dari hasil survey penelitian tersebut, investor dan nasabah perbankan syariah akan siap menarik dana mereka dari bank syariah apabila didapati bahwa bank tersebut tidak mematuhi prinsip syariah dalam pengelolaan dana yang diamanatkan.

Hejazziey *et al*<sup>17</sup>, dengan tujuan melihat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara inflasi, suku bunga, nilai kurs Rp/US \$ terhadap perkembangan saham syariah yang terdaftar di JII. Dengan metode *Error Correction Model* (ECM) dan *Johansen Cointegration Test*, didiapatkan kesimpulan bahwa variabel inflasi dan kurs Rp/US \$ dalam jangka pendek dan jangka panjang signifikan mempengaruhi saham syariah yang terdaftar di JII, untuk variabel suku bunga hanya berpengaruh secara signifikan pada jangka panjang.

Hasil penelitian Wafa<sup>18</sup> menyatakan bahwa berdasarkan hasil dari estimasi dari nilai *R square* yang ada dapat dikatakan setiap variabel independen (harga sukuk, harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito, dan tingkat suku bunga) dapat menjelaskan pengaruhnya dari faktor-faktor lainnya sebesar 0.986758 untuk harga sukuk, harga obligasi ritel sebesar 0.999811, tingkat bagi hasil sebesar 0.997366, dan tingkat suku bunga sebesar 0.999734 terhadap permintaan sukuk ritel.

---

<sup>16</sup> M. Umer Chapra dan Habib Ahmed. (2002), *ibid.* p. 123

<sup>17</sup> Djawahir Hejazziey, *et al.* (2009), *ibid.* p. 149

<sup>18</sup> M. Agus Khoirul Wafa. (2010), *ibid.*, pp. 174-176.

Saad dan Mohamad<sup>19</sup>, dalam penelitian yang berjudul “*Sukuk in Malaysian Market*” meneliti 49 perusahaan yang terdaftar pada pasar modal Malaysia, adapun runtut waktu yang digunakan adalah dari tahun 2005-2010. Dengan menggunakan data sekunder dari bank Negara (Bank Sentral Malaysia). Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan positif antara *yield (return)* sukuk dengan perkembangan sukuk di pasar modal Malaysia. Dan peminatnya bukannya hanya investor muslim, tapi juga investor non muslim.

Tim Kajian Minat Investor<sup>20</sup>, Hasil penelitian ini menyatakan bahwa, bagi investor individu yang berminat pada efek syariah, terdapat 2 (dua) faktor yang paling mempengaruhi minat pada efek syariah. Pertama adalah adanya kesan positif terhadap efek syariah sebagai investasi yang beretika dan bermoral. Kedua adalah kondisi ekonomi, di mana efek syariah dianggap lebih bisa bertahan pada saat krisis.

Sedangkan mayoritas investor institusi berminat untuk berinvestasi pada efek syariah, terdapat 2 (dua) faktor yang paling menentukan minat pada efek syariah. *Pertama* adalah kinerja *return/imbalance* hasil yang akan diperoleh dalam berinvestasi pada efek syariah. *Kedua* adalah ketersediaan informasi tentang efek syariah di media massa.

### C. Pengembangan Hipotesis Penelitian

Setelah melakukan kajian terhadap beberapa teori dan penelitian terdahulu, hipotesis yang diajukan dan yang akan diuji adalah sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>** : Variabel kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi secara simultan berpengaruh terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

**H<sub>2</sub>** : Variabel ( $X_1$ ) rasio DPK perbankan umum syariah terhadap DPK perbankan umum Nasional berpengaruh positif terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

**H<sub>3</sub>** : Variabel ( $X_2$ ) nisbah imbalan sukuk Negara berpengaruh positif terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

**H<sub>4</sub>** : Variabel ( $X_3$ ) suku bunga berpengaruh negatif terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

**H<sub>5</sub>** : Variabel ( $X_4$ ) nilai kurs berpengaruh negatif terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

---

<sup>19</sup> Noriza Binti Mohd Saad dan Nor Edi A BintiMohammad. (2012), *ibid*.

<sup>20</sup> Tim Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal. (2011), “*Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal*”, Kemenkeu RI. Bappepam LK, p. 52.

### III. METODE PENELITIAN

#### A. Desain Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian yaitu untuk mengetahui pengaruh variabel kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi terhadap minat investor dalam pembelian Sukuk Negara, maka penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode deskriptif, sehingga variabel-variabel yang mempengaruhi minat investor dalam pembelian Sukuk Negara dapat di jelaskan secara matematis dan dapat pula dijelaskan sebab akibat hubungan antar variabel, kemudian dengan metode deskriptif dapat diinterpretasikan hubungan antar variabel terikat dengan variabel berdasarkan hubungan ekonomi, yang selanjutnya mampu membuat suatu implikasi manajerial yang bermanfaat sesuai dengan variabel-variabel penelitian.

#### B. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, data sekunder merupakan data penelitian yang didapat dari tangan kedua dan telah tersedia dalam berbagai bentuk<sup>21</sup>. Bentuk data dalam penelitian ini adalah *time series* bulanan, mulai bulan Januari 2009-Juli 2012, sedangkan sumber data sekunder dalam penelitian ini, baik variabel dependen maupun independen didapat dari berbagai institusi pemerintah, dengan rincian sebagai berikut:

*Pertama*, data sukuk Negara diperoleh dari laporan Bank Indonesia dalam SEKI serta website kementerian keuangan dan direktorat pengelolaan utang (DJPU) ([www.depkeu.go.id](http://www.depkeu.go.id) dan [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id)). *Kedua*, data DPK perbankan syariah diperoleh dari Statistik Perbankan Indonesia (SPI) dari berbagai tahun yang diterbitkan oleh Departemen Perizinan dan Informasi Perbankan Bank Indonesia (BI). *Ketiga*, data nisbah imbalan sukuk Negara diperoleh dari laporan Statistik Ekonomi dan Keuangan (SEKI) yang diterbitkan oleh BI dari berbagai volume dan tahun. *Keempat*, data suku bunga atau BI *Rate* nilai kurs Rp/US \$ diperoleh dari laporan Statistik Ekonomi dan Keuangan (SEKI) yang diterbitkan oleh BI dari berbagai volume dan tahun.

Selain dari beberapa instansi pemerintah di atas data dalam penelitian ini juga bersumber dari jurnal dan publikasi lainnya, seperti publikasi lembaga pasar modal, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) dalam website [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id), Indonesia Bond Pricing Agency ([www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id)), Indonesia Stock Exchange ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Data-data tersebut akan diolah sebagaimana yang dibutuhkan, untuk mengetahui pengaruh variabel kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi terhadap minat investor dalam pembelian Sukuk Negara.

---

<sup>21</sup>Mochar Daniel. (2002) *Metode Penelitian Sosial Ekonomi Dilengkapi Beberapa Alat Analisa dan Penuntun Penggunaan*. Jakarta: PT. Bumi Askara, p. 22.

### C. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### 1. Variabel Dependen

##### a. Kepemilikan Sukuk Negara (Y)

Variabel bebas terikat dalam penelitian ini adalah Minat investor dalam pembelian Sukuk Negara, yang diukur dari tingkat kepemilikan sukuk Negara oleh investor. Tingkat kepemilikan (*outstanding*) Sukuk Negara adalah Sukuk Negara yang telah di beli oleh investor di pasar sekunder. Satuan data Sukuk Negara dalam penelitian ini adalah dalam milyaran rupiah.

#### 2. Variabel Independen

##### 1. Rasio DPK Perbankan Umum Syariah terhadap DPK Perbankan Umum Nasional ( $X_1$ ).

Rasio dana pihak ketiga (DPK) perbankan umum syariah adalah DPK yang diperoleh dari masyarakat, terdiri dari tabungan mudharabah, deposito mudharabah dan giro wadiah, baik dalam denominasi rupiah maupun valuta asing terhadap total DPK perbankan umum Nasional. Data yang diperoleh kemudian diolah sesuai dengan kebutuhan penelitian. Data DPK pada awalnya dalam satuan milyar Rupiah, kemudian untuk memudahkan dalam analisis, data kemudian diubah oleh peneliti menjadi persen (%).

##### 2. Nisbah Imbalan Sukuk Negara ( $X_2$ )

Nisbah Imbalan Sukuk Negara adalah semua pembayaran yang diberikan kepada pemegang Sukuk Negara yang dapat berupa sewa atau bentuk pembayaran lainnya yang sesuai dengan Akad yang digunakan, bagi hasil atau margin sampai dengan berakhirnya periode SBSN/Sukuk Negara sesuai dengan akad antara Pemerintah, Perusahaan Penerbit SBSN selaku penerbit SBSN/Sukuk Negara dan pemegang SBSN/Sukuk Negara atau wakilnya<sup>22</sup>. Bentuk satuan data nisbah imbalan sukuk Negara dalam penelitian ini adalah persen (%), sebagaimana yang telah diterbitkan oleh BI.

##### 3. Suku Bunga ( $X_3$ )

Suku bunga / BI *Rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. BI *Rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas (*liquidity management*) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebija-

---

<sup>22</sup>Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah. (2010). Jakarta: Direktorat Pembiayaan Syariah, p. 10.

kan moneter<sup>23</sup>. Bentuk satuan data suku bunga dalam penelitian ini adalah persen (%).

#### 5. Nilai Kurs ( $X_4$ )

Nilai kurs (*exchange rate*) adalah harga relatif mata uang suatu Negara terhadap Negara lain<sup>24</sup>. Dalam penelitian ini nilai kurs yang dimaksud adalah nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS (Rp/US \$) dalam satuan ribu Rupiah.

### D. Teknik Analisis Data

Dalam studi ini, untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat, maka peneliti menggunakan metode analisis regresi linear berganda, dengan menggunakan data *time series*, maka model awal yang diajukan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \alpha \quad (4.1)$$

$Y$  = tingkat kepemilikan sukuk negara

$\alpha$  = konstanta

$X_1$  = rasio DPK Perbankan Umum Syariah terhadap Perbankan Umum Nasional

$X_2$  = Nisbah Imbalan Sukuk Negara

$X_3$  = Suku bunga

$X_4$  = Nilai Kurs Rp/US \$

$\square$  = kesalahan pengganggu

$\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ , dan  $\beta_4$  merupakan koefisien regresi untuk  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$ , dan  $X_4$  yang menunjukkan besar pengaruh salah satu variabel bebas terhadap variabel terikat., bila variabel bebas yang lain konstan. Untuk mengamati data-data yang dikumpulkan, maka akan di uji statistik menggunakan analisis regresi berganda dengan bantuan program computer E-Views 6.

Untuk mendapat nilai koefisien yang tidak bias, error data serta permasalahan pada data *time series* dapat diminimalisir, maka model harus memenuhi asumsi-asumsi data *time series* berikut<sup>25</sup>: stasioneritas data, terbebas dari autokorelasi, tidak terjadi multikolinearitas dan tidak ada gejala heterokedastisitas. Untuk memenuhi asumsi-asumsi tersebut, maka diperlukan uji asumsi data *time series* yang terdiri dari: uji stasioneritas, uji normalitas, uji multikolinearitas, uji otokorelasi dan uji heterokedastisitas.

---

<sup>23</sup> Bank Indonesia, dikutip dari <http://www.bi.go.id/web/id/moneterBI+Rate/Penjelasan+BI+Rate/> diakses 20 November 2012

<sup>24</sup> N Gregory Mankiw. (2002). *Teori Makroekonomi*, Harvard University, p.123

<sup>25</sup> Agus Widarjono. (2005). *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII, pp. 34-37.

## E. Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis berguna untuk memeriksa atau menguji apakah koefisien regresi yang didapat signifikan (berbeda nyata). Maksud dari signifikan adalah nilai koefisien regresi secara statistik tidak sama dengan nol. Jika koefisien *slope* sama dengan nol, berarti dapat dikatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menyatakan variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat<sup>26</sup>.

Pengujian hipotesis yang diajukan dilakukan dengan cara Uji Signifikansi (Pengaruh Nyata) dan Uji Dominasi. Uji signifikansi untuk mengetahui pengaruh nyata dari variabel bebas ( $X_1$ - $X_4$ ) terhadap variabel terikat (Y) baik secara bersama-sama (serentak) maupun sendiri-sendiri (parsial), akan dilakukan dengan uji statistik  $F$  ( $F$ -test) dan uji statistik  $t$  ( $t$ -test). Uji  $F$ -statistik digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Sedangkan Uji  $t$ -statistik digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel bebas secara parsial terhadap variabel terikat<sup>27</sup>.

Uji Dominasi digunakan untuk mengetahui dominasi variabel bebas ( $X_1$ - $X_4$ ) terhadap variabel terikat (Y), maka akan dilakukan dengan cara melihat korelasi parsial (variabel bebas), di mana jika nilai koefisien korelasi parsial diantara variabel bebas ( $X_1$ - $X_4$ ) yang paling tinggi akan menunjukkan tingkat hubungan dan pengaruh yang paling dominan terhadap variabel Y.

## IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

### A. Pengujian Asumsi Data Time Series

#### 1. Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas diperlukan untuk mengetahui stasioneritas suatu data *time series* (data deret waktu), stasioneritas merupakan salah satu asumsi penting dalam analisis deret waktu (*time series*). Salah satu uji dalam menguji uji stasioneritas adalah dengan menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (Uji ADF)<sup>28</sup>. Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas yang diperoleh dengan taraf signifikan ( $\alpha = 5\%$ ). Apabila nilai probabilitas kurang dari taraf signifikan ( $Prob. < \alpha$ ), maka dapat disimpulkan bahwa data telah stasioner. Apabila nilai probabilitas lebih dari taraf signifikan ( $Prob. > \alpha$ ), maka dapat disimpulkan bahwa data tidak stasioner.

Hasil Uji ADF menunjukkan variabel Nisbah Imbalan Sukuk Negara ( $X_2$ ) dan Suku Bunga ( $X_3$ ) yang stasioner pada tingkat level atau 0, dengan nilai probabilitas masing-masing 0.0015 dan 0.0001. Sedangkan untuk ketiga variabel lainnya stasioner pada tingkat diferensi, variabel Sukuk Negara (Y) stasioner pada tingkat diferensi 1 dengan nilai probabilitas 0.0000, variabel Rasio DPK perbankan umum syariah terhadap DPK

---

<sup>26</sup> Nachrowi D. Nachrowi dan Hardius Usman. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, p. 16.

<sup>27</sup> *Ibid*, pp. 17-19.

<sup>28</sup> Agus Widarjono. (2005). *Ibid*, p. 357.

perbankan umum nasional ( $X_1$ ) stasioner pada tingkat diferensi 1 dengan nilai probabilitas 0.0000, untuk variabel Nilai Kurs Rp/US \$ ( $X_4$ ) stasioner pada tingkat diferensi 1 dengan nilai probabilitas 0.000. Dengan demikian dapat dikatakan setiap variabel telah stasioner dan dapat dilakukan uji selanjutnya.

## 2. Uji Multikolinieritas

Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat dari  $R^2$  yang dihasilkan berdasarkan hasil dari *Auxiliary Regression* untuk masing-masing variabel. Apabila nilai  $R^2$  *Auxiliary Regression* untuk masing-masing variabel ada yang melebihi  $R^2$  model awal, maka menunjukkan adanya multikolinieritas. Dan sebaliknya apabila ada yang melebihi  $R^2$  model awal maka tidak terjadi multikolinieritas.

Setelah dilakukan uji multikolinieritas terdapat dua variabel yang memiliki nilai *Auxiliary R<sup>2</sup>* melebihi nilai  $R^2$  model utama (0.818), yakni variabel nisbah imbalan sukuk negara ( $X_2$ ) sebesar 0,919 dan variabel suku bunga 0,949. Sedangkan untuk variabel Rasio DPK perbankan umum syariah terhadap DPK perbankan umum nasional ( $X_1$ ) dan nilai kurs RP/US \$ ( $X_4$ ) masing-masing memiliki nilai *Auxiliary R<sup>2</sup>* 0,538 dan 0,591 atau dibawah nilai  $R^2$  model utama. Sehingga dapat dikatakan terjadi multikolinieritas pada variabel nisbah imbalan sukuk negara dengan suku bunga.

Salah satu cara penyembuhan multikolinieritas adalah transformasi variabel dengan dengan cara membuat rasio<sup>29</sup>, yaitu dengan membagi semua ruas persamaan dengan variabel  $X_3$  (SB) sehingga akan diperoleh model regresi seperti berikut:

$$\frac{Y}{X_3} = \beta_0 \left( \frac{1}{X_3} \right) + \beta_1 \left( \frac{X_1}{X_3} \right) + \beta_2 \left( \frac{X_2}{X_3} \right) + \beta_3 + \beta_4 \left( \frac{X_4}{X_3} \right) + \left( \frac{u}{X_3} \right) \dots \dots \dots 5.1$$

Setelah dilakukan penyembuhan multikolinieritas dengan cara membuat rasio, diperoleh nilai *Auxiliary R<sup>2</sup>* masing-masing variabel dibawah nilai *Auxiliary R<sup>2</sup>* model utama (0,848), yakni  $X_1$  adalah 0,735,  $X_2$  adalah 0,683,  $X_3$  0,707,  $X_4$  adalah 0,525. Dilihat dari nilai *Auxiliary R<sup>2</sup>* masing-masing variabel dapat dinyatakan masing-masing variabel telah terbebas dari masalah multikolinieritas.

## 3. Uji Normalitas Data

Model regresi dapat dikatakan memenuhi asumsi normalitas jika residual yang diperoleh dari model regresi berdistribusi normal<sup>30</sup>. Untuk menguji asumsi ini, dapat digunakan metode *Jarque-Bera*, berdasarkan pengujian *Jarque-Bera*, didapatkan *P-value* (probability) yang bernilai 0,223644, dimana nilai tersebut lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ . Oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ , maka dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas telah terpenuhi.

<sup>29</sup> Nachrowi D. Nachrowi dan Hardius Usman. (2006). *Ibid*, p. 106.

<sup>30</sup> Damodar N. Gujarati dan Dawn C. Porter, (2010). *Dasar-dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat, p. 299.

#### 4. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi memiliki ragam (*variance*) residual yang sama atau tidak. Model regresi yang baik adalah model yang memiliki ragam residual sama (bersifat homoskedastisitas)<sup>31</sup>. Dari hasil Uji White menunjukkan nilai Prob. Chi-Square(13) sebesar 0,0051. Prob. Chi-Square  $< \alpha = 0.05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa asumsi tidak terjadi heteroskedastisitas telah terpenuhi.

#### 5. Uji Otokorelasi

Uji otokorelasi yang digunakan adalah uji *Breusch-Godfrey*. Dari hasil uji *Breusch-Godfrey* diperoleh nilai Prob. Chi-Square(2) (*P-value*) sebesar 0,0001. Diperoleh bahwa Prob. Chi-Square  $< \alpha = 0.05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada korelasi serial diantara *disturbance terms*, sehingga variabel independen tidak ada autokorelasi.

### B. Pengujian dan Analisis Hipotesis

#### 1. Pengujian dan Analisis Hipotesis 1

Analisis pengaruh kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi secara simultan terhadap minat investor dalam pembelian Sukuk Negara.

Hasil regresi dengan OLS menunjukkan bahwa nilai  $F_{\text{hitung}}$  adalah sebesar 53,11719 dengan nilai probabilitas sebesar 0.000. Karena nilai probabilitas ini lebih kecil dari nilai alpha (0,05) maka dapat diambil keputusan bahwa  $H_0$  ditolak, artinya persamaan regresi yang diperoleh adalah signifikan dalam menjelaskan keragaman variabel Y. Hasil tersebut juga diperkuat dengan perbandingan nilai  $F_{\text{hitung}}$  dengan  $F_{\text{tabel}}$ , di mana dari hasil regresi menunjukkan nilai  $F_{\text{hitung}}$  (53,11719)  $>$  nilai  $F_{\text{tabel}}$  (2,612).

Hasil uji statistika di atas menunjukkan adanya pengaruh signifikan secara serentak dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen, yang berarti bahwa variabel kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi secara bersama-sama mempengaruhi minat investor dalam pembelian sukuk Negara. Hasil uji- $F$  tersebut memperkuat beberapa teori serta konsisten dengan beberapa hasil penelitian terdahulu.

Sebagaimana hasil penelitian Chapra dan Ahmed<sup>32</sup> yang menyatakan bahwa investor dan nasabah perbankan Syariah pada umumnya menaruh perhatian yang tinggi pada terkelolanya dana mereka sesuai dengan prinsip syariah. Lebih lanjut Cox<sup>33</sup> menyatakan bahwa investor cenderung semakin canggih dalam berinvestasi. Mereka mungkin saja tidak semata menaruh perhatian pada aspek kesyariahan, melainkan juga pada kelayakan investasi atau tingkat imbal hasil (*return*) dari efek yang bersangkutan.

---

<sup>31</sup> Nachrowi D Nachrowi dan Hardius Usman. (2006). *Ibid*, p. 109.

<sup>32</sup> M. Umer Chapra dan Habib Ahmed. (2002). *ibid*, p. 123.

<sup>33</sup> Tim Kajian Minat Investor. (2011), *Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal*, Jakarta: Bappepam-LK, p. 22.

## 2. Pengujian dan Analisis Hipotesis 2

Analisis variabel rasio DPK perbankan umum syariah (BUS) terhadap DPK perbankan umum nasional (BUN) terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

Variabel RDP ( $X_1$ ) memiliki koefisien regresi sebesar 9,224. Nilai statistik uji- $t$  sebesar 2,874 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai statistik uji  $t_{hitung}$  lebih besar daripada  $t_{tabel}$  ( $2,874 > 2,023$ ) hasil uji- $t$  tersebut menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan terhadap variabel Y, hasil uji- $t$  juga diperkuat dari nilai probabilitas ( $P$ -value), yaitu 0,007 di mana  $P$ -value lebih kecil daripada  $\alpha = 0,05$ . Pengujian ini menunjukkan bahwa  $H_0$  ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa RDP berpengaruh signifikan terhadap Y.

Hasil regresi dengan OLS dan uji- $t$  menunjukkan adanya pengaruh yang positif signifikan variabel rasio DPK BUS/BUN terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara. Dengan kata lain semakin meningkat rasio DPK BUS/BUN akan meningkatkan minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

Secara konseptual adanya pengaruh positif dari variabel rasio DPK BUS/BUN disebabkan oleh beberapa hal berikut: *Pertama*, salah satu fungsi lembaga perbankan adalah media intermediasi antara pihak surplus dan defisit<sup>34</sup>, *Kedua*, besar kecilnya DPK perbankan umum syariah menggambarkan besar kecilnya kepatuhan masyarakat dalam menyalurkan dananya pada perbankan yang beroperasi berdasarkan prinsip syariah. *Ketiga*, salah satu syarat untuk menjadi investor sukuk Negara adalah mempunyai rekening di bank umum baik bank umum syariah maupun bank konvensional atau mempunyai rekening di sub *registry*.

## 3. Pengujian dan Analisis Hipotesis 3

Analisis pengaruh variabel nisbah imbalan sukuk Negara terhadap minat investor dalam pembelian Sukuk Negara.

Variabel NIS ( $X_2$ ) memiliki koefisien regresi sebesar 58,958. Nilai statistik uji- $t$  sebesar 4,811 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai statistik uji ( $t_{hitung}$ ) lebih besar daripada  $t_{tabel}$  ( $4,811 > 2,023$ ), hasil uji- $t$  menunjukkan adanya pengaruh yang positif terhadap variabel Y, hasil uji- $t$  juga diperkuat dari nilai probabilitas yang lebih kecil daripada  $\alpha = 0,05$ . Pengujian ini menunjukkan bahwa  $H_0$  ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel NIS ( $X_2$ ) berpengaruh positif signifikan terhadap variabel dependen.

Hasil uji statistik tersebut memberikan kesimpulan bahwa variabel nisbah imbalan sukuk Negara berpengaruh positif signifikan terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara. Hasil penelitian ini memperkuat teori fungsi investasi dalam Islam dan penelitian terdahulu. Fungsi investasi dalam Islam mengkaitkan jumlah investasi pada tingkat bagi hasil riil ( $h$ ), investasi tergantung pada tingkat bagi hasil riil, karena tingkat

---

<sup>34</sup>Julius R Latumaerissa. (2011). *Bank dan Lembaga Keuangan Lain*. Jakarta: Salemba Empat, p. 375.

bagi hasil adalah imbal hasil atas sejumlah dana investasi<sup>35</sup>.

Kemudian Saad dan Mohamad<sup>36</sup>, dari hasil penelitiannya, menunjukkan adanya hubungan positif antara *yield (return)* sukuk dengan perkembangan sukuk di pasar modal Malaysia. Dan peminatnya bukannya hanya muslim, tapi juga non muslim.

#### 4. Pengujian dan Analisis Hipotesis 4

Analisis pengaruh variabel suku bunga terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

Variabel SB ( $X_3$ ) memiliki koefisien regresi sebesar -77,509. Didapatkan statistik uji  $t$  sebesar -5,808 dengan *signifikan* sebesar 0,000. Nilai statistik uji ( $t_{\text{hitung}}$ ) tersebut lebih besar daripada  $t_{\text{tabel}}$  ( $5,808 > 2,023$ ), hasil uji- $t$  tersebut menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan variabel SB ( $X_3$ ) terhadap variabel Y. Hasil uji- $t$  tersebut juga diperkuat dari nilai probabilitas (0.0000) yang lebih kecil daripada  $\alpha = 0,05$ .

Hasil uji statistik di atas menunjukkan bahwa variabel suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara, artinya turunya suku bunga akan diikuti meningkatnya tingkat pembelian sukuk Negara oleh investor dan sebaliknya semakin meningkatnya suku bunga akan diikuti menurunnya tingkat pembelian sukuk Negara oleh Investor. Hasil penelitian ini selaras dengan teori fungsi investasi konvensional di mana Fungsi investasi konvensional mengkaitkan jumlah (kuantitas) investasi pada tingkat bunga riil ( $r$ ), investasi tergantung pada tingkat bunga riil karena tingkat bunga adalah biaya pinjaman<sup>37</sup>.

Temuan penelitian ini juga konsisten dengan dua penelitian terdahulu, Hejaz-ziey<sup>38</sup>, dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara variabel suku bunga dengan perkembangan saham syariah. Wafa<sup>39</sup>, salah satu hasil penelitiannya menyebutkan suku bunga berpengaruh negatif terhadap permintaan sukuk ritel.

#### 5. Pengujian dan Analisis Hipotesis 5

Analisis pengaruh variabel nilai kurs Rp/US \$ terhadap minat investor dalam pembelian Sukuk Negara.

Variabel NK ( $X_4$ ) memiliki koefisien regresi sebesar 0,0083 dan nilai  $t_{\text{hitung}}$  sebesar 2,185 dengan *signifikan* sebesar 0,0351. Nilai statistik uji ( $t_{\text{hitung}}$ ) tersebut lebih besar daripada  $t_{\text{tabel}}$  ( $2,185 > 2,023$ ), hasil uji- $t$  menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan variabel NK ( $X_4$ ) terhadap variabel dependen Y. Hasil uji- $t$  juga diperkuat dengan  $P\text{-value}$  0,035 lebih kecil daripada  $\alpha = 0,05$ . Dari hasil uji statistik tersebut da-

---

<sup>35</sup> Khairunnisa Musari. (2009), *ibid*.

<sup>36</sup> Noriza Binti Mohd Saaddan Nor Edi A Binti Mohammad. (2012), *ibid*.

<sup>37</sup> N. Gregory Mankiw. (2002). *ibid*, p. 459.

<sup>38</sup> Djawahir Hejazziey, *et al.* (2009), *ibid*, p. 149.

<sup>39</sup> M. Agus Khoirul Wafa. (2010), *ibid*, p. 174-176.

pat diambil kesimpulan bahwa nilai kurs Rp/US\$ memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara, dengan kata lain kenaikan nilai tukar Rp/US\$ akan menurunkan minat investor dalam pembelian sukuk Negara dan sebaliknya. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian terdahulu yang meneliti tentang instrumen efek di pasar modal Indonesia.

Hasil penelitian Syafirdi<sup>40</sup> menyebutkan nilai kurs Rp/US\$ berpengaruh terhadap harga obligasi syariah (sekarang sukuk korporasi). Penelitian tersebut diperkuat Hejazziy *et al*<sup>41</sup>, di mana salah satu kesimpulannya adalah variabel kurs Rp/US \$ dalam jangka pendek dan jangka panjang terdapat pengaruh yang signifikan terhadap saham syariah.

### C. Variabel Bebas yang Memiliki Pengaruh Terbesar

Untuk menentukan variabel independen yang paling berpengaruh terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara, dapat dilakukan dengan membandingkan koefisien regresi ( $\beta$ ) antara variabel yang satu dengan yang lain. Variabel yang paling dominan pengaruhnya terhadap Sukuk Negara adalah variabel yang memiliki koefisien regresi yang paling besar.

Untuk membandingkan nilai koefisien regresi masing-masing variabel independen, disajikan tabel peringkat berikut :

**Tabel 3 Ringkasan Hasil Analisis Regresi**

Peringkat	Variabel	Koefisien( $\beta$ )	Signifikan	keterangan
1	Suku Bunga ( $X_3$ )	-77,5091	0,0000	Signifikan
2	Nisbah Imbalan Sukuk Negara ( $X_2$ )	58,9579	0,0000	Signifikan
3	Rasio DPK BUS/BUN( $X_1$ )	9,2241	0,0037	Signifikan
4	Nilai Kurs Rp/ US \$( $X_4$ )	0,0083	0,0351	Signifikan

Sumber : Analisis EViews

Berdasarkan pada tabel 2 di atas, variabel Suku Bunga adalah variabel yang memiliki koefisien regresi yang paling besar. Artinya, kepemilikan atau pembelian Sukuk Negara oleh investor lebih banyak dipengaruhi oleh variabel Suku Bunga dibandingkan dengan variabel lainnya, yaitu Nisbah Imbalan, Rasio DPK BUS/BUN, dan Nilai Kurs Rp/ US \$. Alasan yang dapat menunjukkan dominasi suku bunga dalam

<sup>40</sup> Rio Hartanto Syafirdi. (2006) “Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Kurs Rupiah, Indeks Harga Saham Gabungan, Knerja Perusahaan dan Likuiditas Perusahaan terhadap Harga Obligasi Syariah di Pasar Sekunder (Studi Kasus: Obligasi Indosat Syariah Mudharabah 2002)”, Tesis Universitas Indonesia, p. 81.

<sup>41</sup>Djawahir Hejazziy, *et al.* (2009), *ibid*, p. 149.

mempengaruhi minat investor antara lain adalah: *Pertama*, salah satu *benchmark* penentuan nisbah imbalan sukuk Negara adalah suku bunga, *Kedua*, jika dilihat dari komposisi presentase kepemilikan sukuk Negara, pemilik atau investor terbesar sukuk Negara adalah institusi perbankan, sedangkan bila ditelaah lebih jauh, maka akan ditemukan kepemilikan sukuk Negara oleh institusi perbankan lebih didominasi perbankan konvensional dan bukan bank umum syariah. Komposisi tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4 Komposisi Kepemilikan Sukuk Negara Domestik oleh Perbankan (dalam persentase)**

	Desember 2009	Desember 2010	Januari 2011	Desember 2011	Januari 2012	Juni 2012
<b>Total Bank</b>	15,45	17,73	17,99	16,54	15,38	22,73
<b>Bank Konvensional</b>	2,97	10,07	10,02	13,50	12,50	18,80
<b>Bank umum Syariah</b>	12,48	7,66	7,97	3,03	2,88	3,93

Sumber: <http://www.dmo.or.id>, data publikasi, diolah.

Tabel 4 di atas menggambarkan persentase kepemilikan sukuk negara oleh bank konvensional memiliki trend yang positif dari beberapa waktu terakhir, berbanding terbalik dengan bank syariah yang justru mengalami trend yang selalu menurun, di mana pada tahun pertama penerbitan sukuk Negara bank syariah mampu mendominasi kepemilikan sukuk Negara sebesar 12,48% sedangkan bank umum konvensional hanya 2,97%, namun pada tahun kedua dan ketiga justru tertinggal jauh dari bank konvensional, yakni pada juni 2012 bank umum syariah hanya 3,93% sedangkan bank umum konvensional 18,80%. Keadaan ini lah yang menyebabkan suku bunga mempunyai pengaruh terbesar terhadap minat investor dalam pembelian sukuk Negara.

## VI. KESIMPULAN

Hasil penelitian ini semakin memperkuat teori-teori investasi serta konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya, yang menggambarkan bahwa minat investor sukuk Negara dipengaruhi oleh variabel kepatuhan syariah dan manfaat ekonomi. Namun yang paling dominan dalam mempengaruhi minat investor dalam pembelian sukuk Negara justru variabel manfaat ekonomi yakni suku bunga, di mana nilai koefisien suku bunga paling tinggi dibanding dengan nilai koefisien variabel lainnya. Temuan ini menggambarkan bahwa tingginya tingkat pembelian sukuk Negara ternyata lebih dipengaruhi variabel yang bersifat spekulatif, oleh karena itu penerbitan sukuk Negara hendaknya dikaji ulang dan disempurnakan, agar penerbitan sukuk Negara sesuai dengan tujuan dan fungsinya yakni mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syariah, memperkuat dan meningkatkan peran sistem keua-

ngan berbasis syariah di dalam negeri serta menciptakan *benchmark* instrumen keuangan syariah baik di pasar keuangan syariah domestik maupun internasional.

## DAFTAR PUSTAKA

- At-Tariqi, Abdullah Abdul Husain, 2004. *Ekonomi Islam Prinsip, Dasar dan Tujuan*. Magistra Insani Press. Yogyakarta
- Bank Indonesia,(2012). *Laporan Perekonomian Indonesia 2011*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Chapra. M, U, dan Ahmed. H, 2002. *Corporate Governance in Islamic Financial Institutions. Jeddah: Islamic Development Bank*. Islamic Research and Training Institute.
- Cox, S. (2005). *Developing the Islamic Capital Market and Creating Liquidity*. Review of Islamic Economics, Vol. 9 No. 1.
- Daniel, Moehar, 2002. *Metode Penelitian Sosial Ekonomi Dilengkapi Beberapa Alat Analisa dan Penuntun Penggunaan*. PT. Bumi Askara. Jakarta.
- El-Qorchi, M. (2005). *Islamic Finance Gears Up*. Finance & Development, Vol. 42 No. 4.
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional NO: 40/DSN-MUI/X/2003. *Tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal*
- Gujarajati, Damodar N dan Porter, Dawn C, 2010. *Dasar-dasar Ekonometrika*, Salemba Empat. Jakarta.
- Hejazziey, . et al. 2009. *Faktor yang Mempengaruhi Perkembangan Saham Syariah di Jakarta Islamic Index (JII)*. ETIKONOMI, Volume 8 No. 3 Desember 2009.
- [http://www.bisnis.com/articles/permintaan-sukuk-global-indonesia-tembus-us\\$6-5-miliar](http://www.bisnis.com/articles/permintaan-sukuk-global-indonesia-tembus-us$6-5-miliar). Di akses 20 maret 2012
- Karim, A Adiwarmanto, (2003). *Ekonomi Mikro Islami*, IIIT-Indonesia. Jakarta
- \_\_\_\_\_, (2010). *Ekonomi Makro Islami*, PT RajaGrafindo Persada. Jakarta.
- Latumaerissa, Julius R, (2011). *Bank dan Lembaga Keuangan Lain*, Salemba Empat. Jakarta
- Musari, Khairunnisa. (2009). "Money Creation VS Money Velocity: Sukuk Menjaga Stabilitas Perekonomian Nasional", Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Tidak dipublikasikan.
- Rusdiyana,Aam S.dan Jakarsih, M. (2010), "Menguarai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia: Pendekatan Metode Analytic Network Process (ANP)". Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Tidak dipublikasikan
- Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. (2010). Jakarta: Direktorat Pembiayaan Syariah.

- Tim Kajian Minat Investor terhadap Efek Syariah pada Pasar Modal, (2011). *Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal*. Departemen Keuangan RI BAPEPAM dan LK.
- Saad, Noriza Binti Mohd dan Mohammad, Nor Edi A Binti (2012). *Sukuk In Malaysian Capital Market, 3<sup>rd</sup> International Conference on Bussiness And Economic Research (3<sup>rd</sup> ICBER 2012) Proceeding*. 12-13 March 2012. Golden Flower Hotel, Bandung Indonesia.
- Syafirdi, Rio Hartanto (2006), “*Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Kurs Rupiah, Indeks Harga Saham Gabungan, Kinerja Perusahaan, dan Likuiditas Perusahaan terhadap Harga Obligasi Syariah di Pasar Sekunder (Studi Kasus Obligasi Indosat Syariah Mudharabah 2002)*”, Tesis Universitas Indonesia. Tidak dipublikasikan.
- Nachrowi, D.N., dan Usman, H, 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor. 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara.
- Wafa, M. Agus Khoirul, (2009). *Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-I (Periode Maret 2009-Juni 2010)*. La-Riba Jurnal Ekonomi Volume IV, No. 2, Desember 2010
- Widarjono, Agus. (2005). *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.