DAMPAK FAKTOR INTERNAL DAN EKSTERNAL TERHADAP PENERBITAN SUKUK KORPORASI DI INDONESIA

Rizki Abdillah
Magister Ekonomi dan Keuangan, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.
e-mail: rizkiabdillah089@gmail.com / sahabudinsidiq@gmail.com

Abstrak

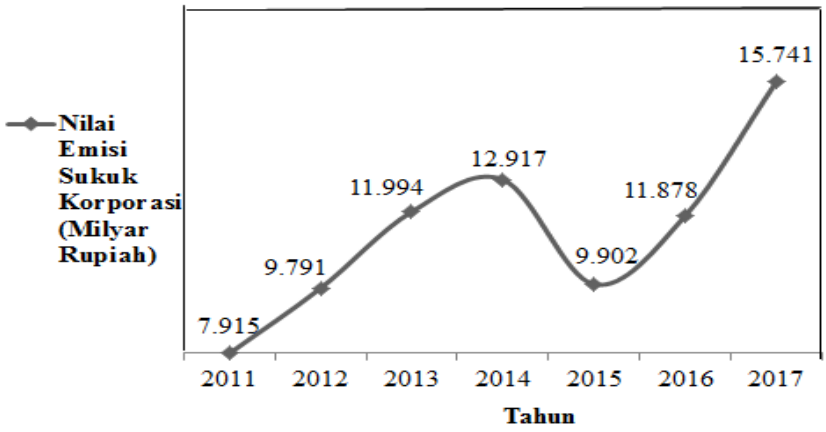
Penelitian ini mencoba untuk menganalisis pengaruh faktor internal dan eksternal terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia periode 2011 - 2017. Faktor internal meliputi *debt to equity ratio* (DER) dan *return on equity* (ROE) dari masing-masing perusahaan, serta faktor eksternal meliputi inflasi dan produk domestik bruto per kapita. Penelitian ini menggunakan pendekatan data panel untuk mengestimasi model empiris yang melibatkan tujuh perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa model *random effect* adalah model terbaik untuk menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel ROE memiliki pengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi. Variabel inflasi memiliki pengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi. Variabel DER dan PDB per kapita tidak mempunyai pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

Kata Kunci: Panel, Sukuk, Internal, Eksternal

1. Pendahuluan

Sukuk merupakan surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasarkan suatu transaksi atau kas syariah yang melandasinya (*underlying transaction*), yang dapat berupa ijarah (sewa), mudharabah (bagi-hasil), musyarakah, atau yang lainnya. Sukuk yang sekarang sudah banyak diterbitkan adalah berdasar akad sewa (sukuk ijarah), dimana hasil investasi berasal dan dikaitkan dengan arus pembayaran sewa aset tersebut. Meskipun demikian, sukuk dapat pula diterbitkan berdasar akad syariah lain (Huda & Edwin, 2008).

Penerbitan sukuk dilakukan oleh perusahaan yang membutuhkan dana. Hal ini dilakukan oleh perusahaan untuk memenuhi kebutuhan keuangan perusahaan dalam jangka pendek maupun jangka panjang serta untuk melakukan ekspansi bisnisnya. Fungsi penerbitan sukuk yaitu sebagai instrumen pendanaan (*financing*) sekaligus investasi (*investment*) yang dapat ditawarkan ke dalam berbagai bentuk atau struktur sesuai akad syariah.



Gambar 1. Perkembangan Nilai Emisi Sukuk Korporasi Indonesia, 2011-2017

Dalam perkembangannya, sukuk yang pertama terbit di Indonesia adalah sukuk korporasi yang diterbitkan oleh PT. Indosat Tbk pada tahun 2002 dengan nilai Rp 175 milliar menggunakan akad mudharabah. Setelah itu terbit sukuk korporasi-korporasi yang lain. Penerbitan sukuk korporasi di Indonesia setiap tahunnya semakin berkembang pesat.

Investasi sukuk korporasi di Indonesia yang baik diperlukan suatu kondisi perekonomian yang kondusif. Investasi yang kondusif sering dikaitkan dengan kondisi ekonomi makro dalam negeri. Kodisi ekonomi makro yang baik tersebut akan berdampak pada kegiatan investasi menjadi positif. Kondisi ekonomi makro tersebut meliputi jumlah uang beredar, inflasi, nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat, dan kondisi ekonomi makro lainnya (Antonio *et al*., 2013).

Salah satu indikator ekonomi makro yang merupakan faktor eksternal dalam penelitian ini yaitu inflasi. Menurut Badan Pusat Statistik (BPS), inflasi merupakan kecenderungan naiknya harga barang dan jasa pada umumnya yang berlangsung secara terus menerus. Apabila inflasi meningkat, maka harga barang dan jasa di dalam negeri mengalami kenaikan. Inflasi dapat dikendalikan, misalnya pemerintah membentuk satuan tugas pengendali inflasi. Inflasi yang stabil merupakan prasyarat agar terciptanya suatu kondisi ekonomi yang berkesinambungan, sehingga akan berdampak pada kegiatan investasi terutama di sukuk korporasi.

Indikator eksternal lainnya yaitu produk domestik bruto (PDB). PDB merupakan salah satu indikator ekonomi makro yang digunakan untuk mengetahui kondisi ekonomi suatu negara dalam satu periode tertentu. Pertumbuhan PDB menunjukkan bahwa pertumbuhan produksi barang dan jasa disuatu wilayah perekonomian dalam selang waktu tertentu. Pertumbuhan ekonomi yang membaik maka dapat dipastikan daya beli masyarakat akan meningkat sehingga memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk meningkatkan

penjualannya. Akibatnya, masyarakat akan menginvestasikan dana yang dimilikinya kedalam berbagai instrumen investasi (Tandelilin, 2001).

Selain faktor-faktor eksternal, terdapat juga faktor-faktor internal yang mempengaruhi sukuk korporasi yaitu *debt to equity ratio* (DER) dan *return on equity* (ROE). DER merupakan rasio hutang terhadap modal. Rasio ini mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang, dimana semakin tinggi nilai rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan. DER yang tinggi menunjukkan semakin tinggi risiko yang akan dihadapi. Sebaliknya, semakin rendah DER maka risiko yang dihadapi semakin kecil. Hal ini menyebabkan rendahnya tingkat penghasilan yang diperoleh dari sukuk tersebut. Oleh karena itu, DER memiliki hubungan searah atau positif dengan sukuk (Bhojraj & Segupta, 2003).

Faktor internal lainnya yaitu *return on equity* (ROE). ROE merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi para pemegang obligasi. ROE dianggap sebagai representasi dari kekayaan pemegang obligasi atau nilai perusahaan. ROE adalah perbandingan antara laba bersih dengan modal (modal inti) perusahaan. ROE yang tinggi seringkali mencerminkan penerimaan perusahaan atas peluang investasi yang baik dan manajemen biaya yang efektif. Sebaliknya, rendahnya ROE atau pengembalian atas modal maka akan berdampak terhadap rendahnya penghasilan sukuk yang akan diberikan kepada investor. Oleh karena itu, ROE memiliki hubungan searah dan positif terhadap sukuk (Horne & Wachowicz, 2005).

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan sebelumnya maka peneliti tertarik untuk meneliti mengenai pengaruh faktor internal yang meliputi *return on equity* dan *debt to equity ratio* serta faktor eksternal yang meliputi inflasi dan produk domestik bruto per kapita terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

2. Kerangka Teori

Penelitian yang pernah dilakukan oleh Elkarim (2012) untuk mengetahui dampak pengaruh variabel ekonomi makro terhadap sukuk dan penerbitan obligasi konvensional selama periode krisis ekonomi di Malaysia. Penelitian ini menguji tiga variabel dalam kaitannya dengan sukuk dan penerbitan obligasi konvensional untuk periode 1990-2011 yaitu PDB, tingkat inflasi, dan suku bunga. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa ada efek negatif antara PDB, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga dengan penerbitan sukuk. Namun untuk obligasi konvensional, hanya PDB yang menunjukkan efek negatif terhadap hubungan tersebut.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Said & Grassa (2013) yang meneliti tentang alasan faktor ekonomi makro mempengaruhi pembangunan struktur sukuk. Metodologi penelitian yang digunakan adalah *multivariate regression*. Ruang lingkup penelitian ini mencakup sebagian besar negara penerbit sukuk yaitu: Arab Saudi, Kuwait, UEA, Bahrain, Qatar, Indonesia, Malaysia, Brunei, Pakistan, dan Gambia yang diamati selama periode 2003-2012. Penelitian ini menganalisis pengaruh faktor ekonomi makro, krisis keuangan global, sistem keuangan, lingkungan kelembagaan, asal hukum, faktor agama dan masyarakat dalam pengembangan pasar sukuk. Hasil studi menunjukkan bahwa faktor ekonomi makro seperti PDB per kapita, ukuran ekonomi, keterbukaan perdagangan, dan persentase umat Islam memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar sukuk. Krisis keuangan memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk karena jumlah sukuk yang dikeluarkan pada tahun-tahun tersebut telah menurun secara signifikan. Kualitas regulasi berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk. Ini menyiratkan bahwa negara-negara yang peringkat lebih tinggi dalam kualitas peraturan memiliki pasar sukuk yang lebih besar. Hal ini bisa diartikan sebagai efisiensi dan kehandalan regulasi dalam mempengaruhi pasar sukuk.

Rahman *et al*. (2017) meneliti tentang analisis harga sukuk negara. Penelitian ini menguji variabel ekonomi makro yang dapat menjelaskan pergerakan *yield* sukuk negara. Mengingat bahwa sukuk negara tidak sepenuhnya bebas dari kegagalan seperti yang ditunjukkan oleh krisis Eropa. Berdasarkan lima negara berbeda yang memiliki *outstanding issue sovereign* sukuk, studi ini menunjukkan bahwa hanya tingkat inflasi yang mampu menjelaskan pergerakan *yield* sukuk negara. Sejalan dengan teori Fisher, temuan tersebut mengindikasikan bahwa *yield* sukuk negara akan meningkat apabila naiknya tingkat inflasi. Tidak signifikannya variabel ekonomi makro lainnya seperti pertumbuhan PDB dan jumlah uang beredar mengindikasikan bahwa penandaan pertumbuhan ekonomi negara penerbit terhadap penetapan harga hasil sukuk negara mungkin tidak layak dilakukan. Temuan peneliti menunjukkan bahwa harga imbal hasil sukuk negara lebih bergantung pada pergerakan tingkat inflasi, namun tidak pada perubahan PDB dan jumlah uang beredar negara penerbit.

Melati (2013) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat sewa sukuk ijarah. Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh PDB, ukuran perusahaan, jatuh tempo obligasi dan DER terhadap tingkat sewa sukuk ijarah. Metode analisis data penelitian ini yaitu analisis regresi berganda. Hasil pengujian menunjukkan bahwa PDB dan ukuran perusahaan terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat sewa

sukuk ijarah, sedangkan jatuh tempo obligasi dan DER tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa sukuk ijarah.

Pratiwi & Asrori (2014) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat sewa sukuk. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan PDB, Inflasi, DER, dan ROE terhadap tingkat sewa sukuk. Metode analisis data dalam penelitian ini yaitu analisis regresi berganda. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pertumbuhan PDB dan ROE terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat sewa sukuk. Inflasi juga terbukti memiliki pengaruh positif terhadap tingkat sewa sukuk sedangkan DER tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa sukuk.

3. Metodologi Penelitian

Keberhasilan dari analisis ekonometrika sangat tergantung dari ketersediaan datanya. Ada beberapa tipe data yang bisa digunakan dalam analisis regresi di dalam ekonometrika, yaitu data *time series, cross section*, dan data panel. Penelitian dalam paper ini menggunakan tipe data panel. Data panel merupakan gabungan antara data *time series* dan data *cross section*. (Widarjono, 2013).

3.1. Data

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yang merupakan data panel dari tahun 2011 sampai tahun 2017. Data tersebut berupa data nilai emisi sukuk, ROE, DER dari masing-masing perusahaan, inflasi, dan PDB per kapita. Data ini diperoleh penulis dari Otoritas Jasa Keuangan, Bursa Efek Indonesia, Badan Pusat Statistik, dan Bank Indonesia. Sampel dari penelitian ini adalah sukuk korporasi yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan yang berjumlah 7 perusahaan.

3.2. Definisi Variabel

Penelitian ini menganalisis penerbitan sukuk korporasi di Indonesia menggunakan nilai emisi sukuk sebagai variabel dependen dan empat variabel independen yaitu DER, ROE, inflasi, dan pdb per kapita. Variabel-variabel ini didefenisikan dan dijelaskan sebagai berikut:

Nilai Emisi Sukuk

Nilai emisi sukuk menunjukkan nilai penerbitan surat berharga (sukuk) untuk dijual oleh suatu perusahaan penerbit sukuk kepada umum. Dalam penelitian ini nilai emisi sukuk diperoleh dari data Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

DER (*Debt to Equity Ratio*)

Rasio ini digunakan untuk menghitung nilai utang dengan ekuitas. DER didefinisikan sebagai seberapa banyak proporsi dari modal perusahaan yang sumber pendanaannya berasal dari pinjaman atau kredit. Dalam penelitian ini DER diperoleh dari total hutang dibagi dengan total ekuitas.

ROE (*Return on Equity*)

Rasio ini digunakan untuk mengukur kinerja suatu rentabilitas ataupun profitabilitas. Dalam penelitian ini ROE diperoleh dari rasio antara laba bersih setelah pajak dibagi rata-rata ekuitas dikali dengan seratus.

Inflasi

Inflasi merupakan kecenderungan naiknya harga barang dan jasa secara umum serta berlangsung secara terus menerus. Dalam penelitian ini data inflasi diperoleh dari Bank Indonesia

PDB Per Kapita

PDB per kapita merupakan pendapatan rata-rata penduduk suatu negara pada periode tertentu (umumnya satu tahun). Dalam penelitian ini PDB per kapita diperoleh dari PDB nominal tahun tertentu dibagi dengan jumlah penduduk Indonesia tahun tertentu.

3.3. Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan bantuan program *Eviews 9*. Metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan yang meliputi: *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Persamaan model data panel dapat ditulis sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_o + \beta_1 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$i = 1, 2, \ldots, n$; $t = 1, 2, \ldots, t$

dimana n adalah banyaknya observasi, dan t adalah banyaknya waktu.

Selanjutnya penulis akan membuat model regresi yang menggambarkan hubungan antara DER, ROE, Inflasi, dan PDB per kapita sebagai variabel bebas terhadap sukuk sebagai variabel terikat, sehingga dapat digunakan untuk menafsirkan nilai variabel terikat apabila

variabel bebasnya diketahui. Adapun bentuk model regresi data panel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Sukuk_{it} = \beta_o + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 Inflasi_{it} + \beta_4 PDBperkapita_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Dimana Sukuk adalah nilai emisi sukuk masing-masing perusahaan; β_o adalah konstanta; $\beta_1,\beta_2,\beta_3,\beta_4$ adalah kefisien variabel independen; ROE adalah *return on equity* dari masing-masing perusahaan; DER adalah *debt to equity ratio* dari masing-masing perusahaan; Inflasi adalah tingkat inflasi di Indonesia; PDB per kapita adalah produk domestik bruto per kapita di Indonesia; i adalah *cross section*; t adalah *time series*.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data panel yang merupakan gabungan antara data *cross section* dan *time series*. Data *cross section* dalam penelitian ini terdiri dari 7 perusahaan penerbit sukuk yang terdiri dari PT. Adhi Karya (Persero) Tbk, PT. Bank Muamalat Indonesia Tbk, PT. Aneka Gas Industri Tbk, PT. Indosat Tbk, PT. Mayora Indah Tbk, PT. Berlian Laju Tanker Tbk, dan PT. Summarecon Agung Tbk. Sedangkan data *time series* dalam penelitian ini terdiri dari data emisi sukuk korporasi, ROE, DER, inflasi, dan PDB per kapita dari tahun 2011 sampai tahun 2017.

Pengujian model dalam regresi data panel dalam penelitian ini dilakukan melalui tiga pendekatan metode yaitu *common effect models*, *fixed effect models* dan *random effect models*. Tabel 1 menunjukkan hasil regresi dari *common effect models*, *fixed effect models* dan *random effect models*.

Tabel 1. Hasil Estimasi Model *Common*, *Fixed Effects*, dan *Random Effects*

Variable	Common Effect Models		Fixed Effect Models		Random Effect Models	
	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob
Constant	6.32E+11	0.4738	6.04E+11	0.1658	6.17E+11	0.2203
DER	6.06E+10	0.4842	4.27E+10	0.5268	4.43E+10	0.5008
ROE	-1.34E+10	0.2453	-1.44E+10	0.0416**	-1.44E+10	0.0378**
Inflasi	3.33E+12	0.4438	3.19E+12	0.0989*	3.18E+12	0.0977*
PDBperkapita	-2952.913	0.8593	-783.7713	0.9190	-823.340	0.9146
R-squared	0.053173		0.849156		0.189108	
Prob(F-statistic)	0.662044		0.000000		0.055892	

Note: *, ** = significant at 0.10 and 0.05 significance level respectively.

Tabel 2 menyajikan hasil pengujian antara model *common effect* dan *fixed effect*. Berdasarkan nilai probabilitas, dapat disimpulkan bahwa model *fixed effect* lebih baik daripada model *common effect*. Langkah selanjutnya adalah menentukan model yang paling tepat antara *fixed effect* dan *random effect*. Hasil uji Hausman yang berdasarkan probabilitas

seperti yang dilaporkan pada Tabel 3 menunjukkan bahwa efek yang terkait secara statistik tidak signifikan. Artinya hipotesis nol yang menyatakan bahwa *random effect* adalah benar harus diterima. Kesimpulan dari tes ini adalah bahwa model *random effect* adalah model yang sesuai untuk analisis ini.

Tabel 2. *Test for Common and Fixed Effects*

Redundant Fixed Effects Tests **Test cross-section fixed effects**	**Statistic**	**d.f.**	**Prob.***
Cross-section F	32.540585	(6,37)	0.0000
Cross-section Chi-square	88.169689	6	0.0000

Note: Ho: Common model is true; Ha: Fixed effect is true. * = Ho is rejected at 0.01 significance level. It means that fixed effect is better than common model.

Tabel 3. *Hausman Test: Fixed and Random Effects*

Correlated Random Effects-Hausman Test **Test cross-section random effects** **Test Summary**	**Chi-Sq. Statistic**	**Chi-Sq. d.f.**	**Prob.**
Cross-section random	1.438949	4	0.8374

Note: Ho: Random effects is true; Ha: Fixed effects is true. * = Ho is accepted. It means that random effects is better than fixed effects.

Hasil empiris dari *random effect* ditunjukkan dalam Tabel 4. Hasil estimasi *random effect* menunjukkan bahwa dari uji F secara bersamaan DER, ROE, inflasi, dan PDB per kapita berpengaruh secara signifikan terhadap sukuk. Variasi variabel bebas (DER, ROE, inflasi, dan PDB per kapita) dapat menjelaskan besarnya variabel terikat sebesar 18,91% dan sisanya sebesar 81.09% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Tabel 4. *Estimates Results of Complete Model*

Random Effects Models

Independent Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob**
Constant	6.17E+11	4.96E+11	1.243966	0.2203
DER	4.43E+10	6.53E+10	0.678917	0.5008
ROE	-1.44E+10	6.73E+09	-2.143087**	0.0378**
Inflasi	3.18E+12	1.88E+12	1.692916*	0.0977*
PDBperkapita	-823.3403	7631.380	-0.107889	0.9146
R-squared	0.189108			
Prob(F-statistic)	0.055892			

Note: *, ** = significant at 0.10 and 0.05 significance level respectively.

Dari hasil uji t statistik diketahui bahwa variabel ROE berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi pada tingkat signifikansi 5 persen. Variabel inflasi memiliki pengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi pada tingkat signifikansi 10 persen.

Sementara itu variabel DER dan PDB per kapita tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

Variabel DER tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi. Hal ini sejalan dengan penelitan yang dilakukan oleh Pratiwi & Asrori (2014) dan Melati (2013). Rendah dan tingginya DER tidak memberikan pengaruh terhadap penerbitan sukuk, sehingga tinggi rendahnya DER tidak berdampak kepada tingkat sewa yang diberikan. DER merupakan prasyarat perusahaan menerbitkan sukuk untuk menunjukkan bahwa perusahaan penerbit sukuk memiliki target DER yang ketat, namun DER tidak memiliki pengaruh yang lebih terkait penerbitan sukuk.

Variabel DER mungkin berpengaruh terhadap obligasi konvensional, tetapi tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk. Hal ini disebabkan karena pada sukuk yang lebih tergantung pada kemampuan mengelola aktiva perusahaan, bukan hutang. Sebaliknya dalam obligasi konvensional terdapat pembayaran kupon secara periodik yang harus dibayar oleh emiten kepada pemegang obligasi sehingga perusahaan harus memanfaatkan hutang dengan sebaik mungkin untuk memperoleh laba sekaligus untuk membayar kupon tersebut kepada pemegang obligasi.

Selain itu variabel PDB per kapita juga tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi. Hasil ini didukung oleh peneltian Rahman *et al*. (2017) yang menyatakan bahwa PDB tidak berpengaruh terhadap sukuk. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Said & Grassa (2013) yang menyatakan bahwa PDB per kapita berpengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar sukuk. PDB per kapita tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk mengindikasikan bahwa peningkatan dan penurunan PDB per kapita tidak mempengaruhi suatu perusahaan dalam menerbitkan sukuk.

Selanjutnya variabel ROE berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi & Asrori (2014) yang menyatakan bahwa ROE terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap sukuk. Hasil penelitian ini juga mendukung teori *Signalling*. *Signaling Theory* menekankan bahwa informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan penerbit sukuk korporasi yaitu berupa laporan keuangan merupakan sebuah sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Sementara itu, variabel inflasi berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Hal ini sejalan dengan penelitian Rahman *et al*. (2017) yang menyatakan bahwa sukuk lebih bergantung pada tingkat inflasi jika dibandingkan dengan PDB. Peningkatan inflasi mengakibatkan adanya penurunan pendapatan yang diperoleh dari sukuk, sehingga ketika terjadi inflasi yang tinggi maka investor meminta tingkat bagi hasil sukuk yang tinggi.

Apabila perusahaan tidak memberikan tingkat bagi hasil yang tinggi maka investor akan lebih memilih menginvestasikan dananya dalam bentuk aset-aset riil. Oleh karena itu untuk menarik investor agar mau berinvestasi di sukuk ketika terjadi peningkatan inflasi yaitu dengan cara perusahaan meningkatkan tingkat bagi hasil dari sukuk tersebut. Hal ini juga akan berdampak pada peningkatan penerbitan sukuk korporasi.

5. Kesimpulan

Dalam penerbitan sukuk korporasi, banyak faktor yang dapat mempengaruhi penerbitan sukuk korporasi tersebut. Studi ini mengkaji peran faktor internal dan eksternal terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Untuk tujuan ini, penelitian ini menggunakan pendekatan data panel untuk memperkirakan model empiris. Hasil penelitian menunjukkan bahwa model *random effect* adalah model terbaik jika dibandingkan dengan model *common effect* dan *fixed effect*.

Model *random effect* menunjukkan bahwa secara simultan atau secara bersama-sama variabel DER, ROA, inflasi, dan PDB per kapita berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Secara individu variabel ROE berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi pada tingkat signifikansi 5 persen. Variabel inflasi memiliki pengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi pada tingkat signifikansi 10 persen. Sementara itu variabel DER dan PDB per kapita tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa dari segi faktor ekternal atau faktor ekonomi makro, penerbitan sukuk korporasi di Indonesia lebih bergantung pada tingkat inflasi jika dibandingkan dengan PDB per kapita. Penelitian selanjutnya, disarankan menggunakan variabel yang lebih terkait dengan penerbitan sukuk koprorasi di Indonesia selain variabel yang sudah disebutkan dalam penelitian ini.

Referensi

Antonio, S. M., Hafidhoh, & Fauzi, H. (2013). Volatilitas Pasar Modal Syariah dan Indikator Makroekonomi: Studi Banding Malaysia dan Indonesia. *Journal Liquidity, 2*(1), 1-12.

Bhojraj, S., & Segupta, P. (2003). Effect to Corporate on Bond Rating and Yield: The Role of Institutional Investors and Outside Director. *Journal of Business, 76*(3), 455-475.

Elkarim, G. A. (2012). *Factors Influence Sukuk and Conventional Bonds in Malaysia*. (Tesis Master). Universiti Utara Malaysia.

Horne, J. C. V., & Wachowicz, J. M. (2005). *Fundamental of Financial Management*. Jakarta: Salemba Empat.

Huda, N., & Edwin, M. N. (2008). *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.

Melati, A. (2013). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk Ijarah. *Accounting Analysis Journal, 2*(2), 233-242.

Pratiwi, W., & Asrori. (2014). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk. *Accounting Analysis Journal, 3*(2), 203-210.

Rahman, M. P., Jarita, D., Salina, K., & Wan, R. (2017). Sovereign Sukuk Pricing Analysis: Do Macroeconomic Variables Matter?. *International Journal of Economics, Management and Accounting, 25*(3), 513-528.

Said, A., & Grassa, R. (2013). The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?. *Journal of Applied Finance & Banking, 3*(5), 251-267.

Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.

Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya Edisi 4*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.