

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1 Pertumbuhan Sukuk di Indonesia

Pesatnya perkembangan industri keuangan syariah juga diikuti oleh pesatnya perkembangan instrumen keuangan dan pembiayaan syariah yaitu sukuk atau yang lebih dahulu dikenal dengan obligasi syariah.

Sukuk merupakan investasi baru yang mewarnai pasar modal Indonesia sejak tahun 2002. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) korporasi di Pasar Modal Indonesia dimulai pada tahun 2002 melalui penerbitan Obligasi Syariah Mudharabah Indosat Tahun 2002 senilai Rp 175 miliar. Pada tahun berikutnya, jumlah emisi Sukuk meningkat pesat masing-masing sebanyak 5 emisi pada tahun 2003 dan 7 emisi pada tahun 2004 dengan nilai masing-masing sebesar Rp 565 miliar dan Rp 684 miliar.

Selanjutnya penerbitan sukuk jika dibandingkan dengan penerbitan obligasi konvensional pada beberapa tahun terakhir menunjukkan proporsi yang sangat kecil. Pada tahun 2010 dan 2011, Jumlah Emiten yang menerbitkan obligasi masing-masing sebanyak 24 dan 28 emiten dengan nilai masing-masing sebesar Rp

34,7 triliun dan Rp 30,16 triliun. Sedangkan Emiten yang menerbitkan sukuk sebanyak 3 emiten pada 2010 dan 1 emiten pada tahun 2011 dengan nilai masing-masing sebesar Rp 800 miliar dan Rp 100 miliar. (Kajian Simplifikasi Penerbitan Efek Syariah, 2012: 2)

Tabel 4.1
Perkembang Sukuk Korporasi di Indonesia

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah
2002	175.0	1	175.0	1
2003	740.0	6	740.0	6
2004	1,424.0	13	1,394.0	13
2005	2,009.0	16	1,979.4	16
2006	2,282.0	17	2,179.4	17
2007	3,174.0	21	3,029.4	20
2008	5,498.0	29	4,958.4	24
2009	7,015.0	43	5,621.4	30
2010	7,815.0	47	6,121.0	32
2011	7,915.4	48	5,876.0	31
2012	9,790.4	54	6,883.0	32
2013	11,994.4	64	7,553.0	36
2014 Jan	11,994.4	64	7,260.0	35
Feb	11,994.4	64	7,260.0	35
Mar	11,994.4	64	7,194.0	34
Apr	11,994.4	64	7,058.0	33
Mei	11,994.4	64	6,358.0	29
Jun	12,294.4	65	6,958.0	33

Sumber: Statistik Sukuk Juni 2014 (Otoritas Jasa Keuangan)

Selama tiga belas tahun terakhir, perkembangan penerbitan obligasi syariah domestik mengalami peningkatan signifikan dari hanya satu emiten pada awal penerbitannya tahun 2002, bertambah sebanyak 6 penerbitan dengan total emisi Rp 740 miliar pada tahun 2003. Pertambahan yang sangat signifikan terjadi pada tahun

2009, terdapat 43 emiten yang sebelumnya hanya 29 emiten pada tahun 2008. Hingga pada bulan Juni 2014 total emiten penerbitan sukuk korporasi sudah mencapai 65 emiten, dengan total emisi Rp 12,294.4 miliar. Penerbitan sukuk tersebut dilakukan oleh Emiten/PP yang bergerak dalam kegiatan usaha pertanian, pertambangan, industri dasar dan kimia, aneka industri *property* dan *real estate*, infrastruktur, utilitas dan transportasi, keuangan, serta sektor industri perdagangan, jasa dan investasi.

Dalam pasar modal yang berparadigma Islami, setiap transaksi senantiasa harus dilandasi oleh aturan hukum-hukum Islam (syariah). Dalam perkembangannya, pasar modal syariah telah mengalami banyak kemajuan. Salah satunya dengan diterbitkannya fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) yang berkaitan dengan obligasi syariah, yaitu: No. 32/ DSN-MUI/ IX/ 2002 tentang Obligasi Syariah, No. 33/ DSN-MUI/ IX/ 2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah dan No. 41/ DSN-MUI/ III/ 2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah.

Saat ini pasar sukuk di Indonesia tidak hanya mencakup sukuk yang diterbitkan oleh korporasi, namun juga diterbitkan oleh negara. Sukuk yang diterbitkan oleh negara secara garis besar terdiri atas sukuk yang diperjualbelikan dalam nominal besar dan sukuk yang diterbitkan dengan nominal kecil (sukuk ritel). Seiring dengan semakin seringnya pemerintah menerbitkan sukuk negara baik nominal besar ataupun ritel, hal ini cukup berdampak positif pada peningkatan frekuensi dan volume perdagangan sukuk negara di pasar sekunder.

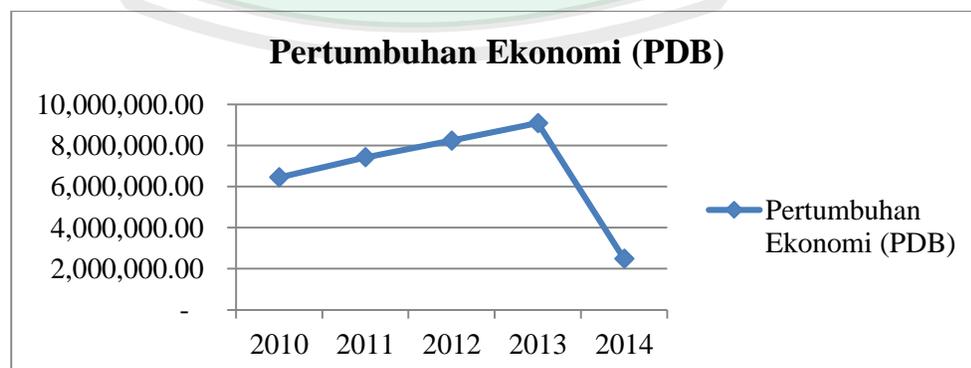
4.1.2 Gambaran Umum Makro Ekonomi Indonesia

Lingkungan ekonomi makro adalah lingkungan yang mempengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Kemampuan investor dan perusahaan dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro di masa datang akan sangat berguna dalam pembuatan keputusan investasi yang menguntungkan.

Pada selang waktu ini kondisi makroekonomi bersifat fluktuatif. Ada kalanya mengalami pertumbuhan positif namun ada kalanya pula mengalami pertumbuhan negatif. Kondisi perekonomian ini dipengaruhi oleh faktor eksternal dan faktor internal. Faktor eksternal ikut mempengaruhi karena Indonesia merupakan negara dengan perekonomian terbuka dan mengalami arus globalisasi sehingga tidak dapat lepas dari perekonomian dunia.

Perekonomian Indonesia tidak dapat terlepas begitu saja dari dinamika dan mata rantai perekonomian global. Sejak krisis 2008 dampak global dominan dirasakan melalui jalur keuangan.

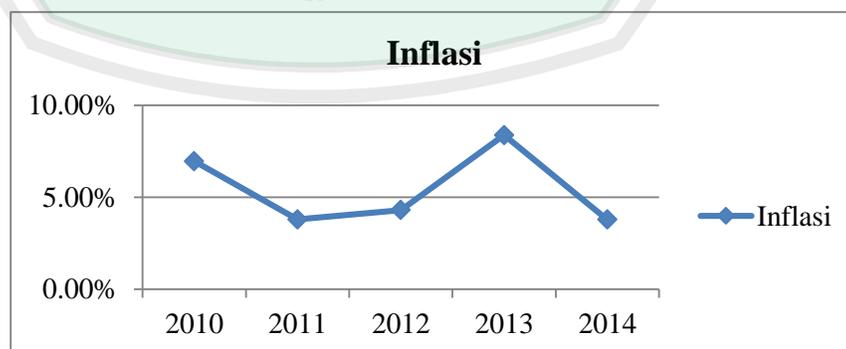
Gambar 4.1
Pertumbuhan Ekonomi (PDB)
2010-2014



Sumber: BPS (data diolah) 2010-2014

Di tengah kondisi perekonomian global yang semakin kondusif, kinerja perekonomian Indonesia tahun 2010 semakin baik. Pertumbuhan ekonomi domestik selama tahun 2010 mencapai Rp 6.446.851 miliar, lebih tinggi dari pertumbuhan tahun 2009. Peningkatan tersebut didukung oleh sumber pertumbuhan yang semakin berimbang, sebagaimana tercermin pada peran investasi dan ekspor yang meningkat. Pada tahun 2011 pertumbuhan ekonomi Indonesia mencapai Rp 7.419.187 miliar, hal ini mengalami peningkatan dari pertumbuhan ekonomi tahun sebelumnya. Imbas perekonomian global mulai dirasakan sejak tahun 2012 Indonesia mulai terkena imbasnya. Kinerja perekonomian Indonesia pada tahun 2012 cukup menggembirakan di tengah perekonomian dunia yang melemah dan diliputi ketidakpastian. Ekonomi Indonesia tahun 2013 tercatat tumbuh sebesar 5,7% dengan nilai Rp 9.083.972 miliar. Pada tahun 2014 triwulan ke-II nilai produk domestik bruto masih sebesar Rp. 2.480.807 miliar dan akan diperkirakan semakin menaik hingga akhir tahun 2014.

Gambar 4.2
Inflasi: 2010-2014

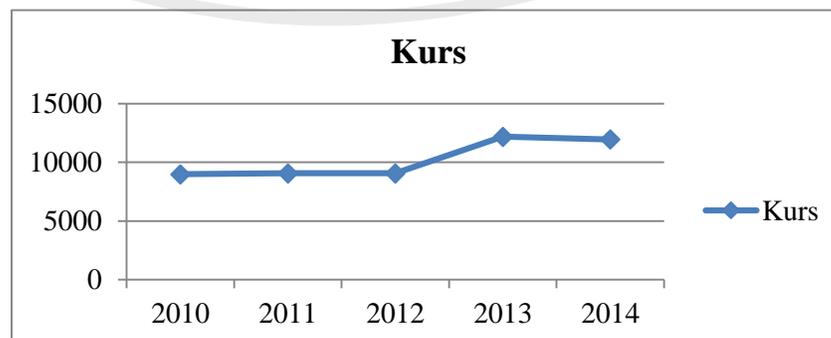


Sumber: BPS (data diolah) 2010-2014

Peningkatan investasi pada tahun 2010 ditandai dengan semakin tingginya peranan investasi yang sifatnya menambah kapasitas ekonomi. Di sisi harga, inflasi Indeks Harga Konsumen (IHK) tahun 2010 tercatat 6.96%, lebih tinggi dari target yang ditetapkan. Sampai dengan pertengahan tahun 2010 stabilitas harga masih cukup terjaga, tercermin dari inflasi yang relatif rendah, yaitu sebesar 5.05% (yoy). Di tengah deras nya arus masuk modal asing dan tekanan apresiasi, kebijakan stabilisasi nilai tukar diarahkan untuk meminimalkan volatilitas nilai tukar agar konsisten dengan pertumbuhan dan perkembangan makroekonomi khususnya dalam upaya pengendalian dan stabilisasi harga.

Pada tahun akhir tahun 2012 inflasi yang terkendali pada tingkat yang rendah (3.56%). Perekonomian Indonesia tahun 2013 menghadapi tantangan yang tidak ringan yang kemudian memberikan tekanan kepada stabilitas makroekonomi dan mengganggu kesinambungan pertumbuhan ekonomi. Inflasi tercatat 8,38% atau berada di atas sasaran inflasi 4.5%. Hingga pada triwulan-II 2014 inflasi tercatat sebesar 3.78%.

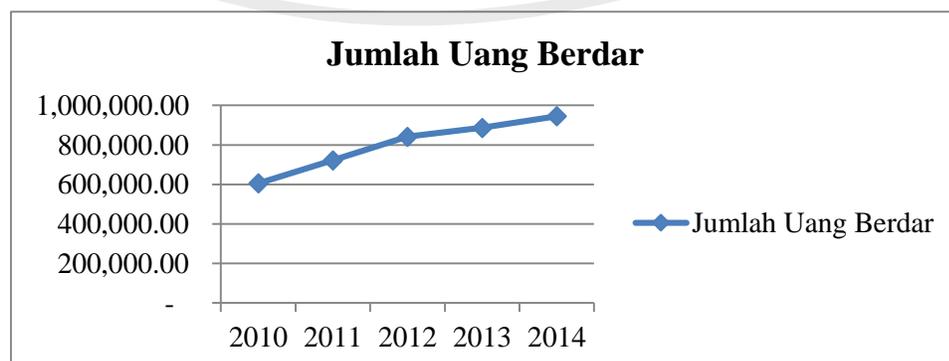
Gambar 4.3
Kurs: 2010-2014



Akhir tahun 2010 nilai tukar rupiah berada pada kisaran Rp 8,991 per USD. Meningkatnya tekanan pada nilai tukar rupiah sejak akhir tahun 2011 sebagai dampak tidak langsung krisis Eropa dan sebagai konsekuensi fundamental dari defisit neraca transaksi berjalan, pada tahun 2011 nilai tukar rupiah mencapai angka Rp 9,068. Hingga akhir tahun 2012 nilai rupiah masih berada pada kisaran Rp 9,065.

Perkembangan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS mengalami penurunan pada awal tahun 2013, meskipun sempat menguat pada bulan Februari 2013. Pada akhir bulan Maret 2013 nilai tukar Rupiah mencapai Rp 9,735 per Dollar AS, terapresiasi sebesar 0.61% dibanding posisi awal tahun 2013 namun terdepresiasi sebesar 0.68% dan 6.44 persen secara bulanan dan tahunan. Kekhawatiran atas tingginya inflasi dan melebarnya defisit fiskal menjadi sentimen negatif bagi pergerakan nilai tukar Rupiah. Tingginya impor yang tidak diimbangi dengan perbaikan ekspor semakin memperparah defisit perdagangan. Nilai tukar rupiah pada tahun 2014 secara rata-rata berada pada level Rp 11,729 per USD.

Gambar 4.4
Jumlah Uang Beredar: 2010-2014



Nilai jumlah uang beredar terus mengalami peningkatan, tercatat pada tahun 2010 jumlah uang beredar (M1) sebesar Rp 605,411 miliar. Pada tahun 2011 terjadi peningkatan nilai jumlah uang beredar (M1) yang nilainya mencapai Rp 722,291 miliar. Hingga tahun 2012 nilai jumlah uang beredar (M1) juga mengalami peningkatan berada pada kisaran Rp 841,722 miliar dan terus meningkat pada tahun 2013 mencapai Rp 887,064. Peningkatan ini terus berlanjut pada triwulan-II tahun 2014, dimana total uang beredar (M1) adalah Rp 945,789 miliar.

4.1.3 Deskripsi Hasil Penelitian

4.1.3.1 Nilai Sukuk Outstanding

Adapun nilai sukuk outstanding yang digunakan dalam penelitian adalah nilai sukuk selama Januari 2010 sampai dengan Juni 2014

Tabel 4.2
Nilai Sukuk Korporasi Outstanding
Januari 2010 – Juni 2014

Bulan	Tahun				
	2010	2011	2012	2013	2014
Januari	5,621	6,121	5,409	6,883	7,260
Februari	5,621	6,121	5,409	7,262	7,260
Maret	5,819	6,121	5,409	8,387	7,149
April	5,819	6,121	5,319	7,817	7,058
Mei	5,819	6,121	5,569	7,817	6,358
Juni	5,819	5,936	6,669	7,538	6,958
Juli	5,876	5,876	6,579	6,974	-
Agustus	5,876	5,876	6,579	6,974	-
September	5,976	5,876	6,579	6,974	-
Oktober	5,976	5,876	6,579	6,974	-
November	6,121	5,876	6,779	6,974	-
Desember	6,121	5,876	6,883	7,553	-

Sejak dikeluarkan pertama kali tahun 2002, nilai emisi sukuk korporasi terus mengalami peningkatan. Sampai akhir tahun 2010 total nilai sukuk outstanding mencapai Rp 6,121 miliar dengan total 32 emiten yang telah menerbitkan sukuk. Pada akhir tahun 2011 nilai sukuk outstanding mengalami penurunan hingga Rp5,876 miliar dengan emiten penerbit berjumlah 31 emiten. Kenaikan nilai sukuk outstanding terjadi pada tahun 2012 dan 2013, dimana pada tahun 2012 total nilai sukuk outstanding mencapai Rp 6,883 miliar dan kemudian naik sejumlah Rp7,553 pada tahun 2014. Hingga pada bulan juni 2014 total nilai sukuk outstanding sejumlah Rp 6,958 dengan 33 emiten perusahaan.

4.1.3.2 Pertumbuhan Ekonomi

Data pertumbuhan ekonomi selama periode Januari 2010 sampai Juni 2014, data diperoleh dari badan pusat statistik. Dapat dilihat dibawah ini:

Tabel 4.3
Pertumbuhan Ekonomi
Januari 2010 – Juni 2014

Triwulan	Tahun				
	2010	2011	2012	2013	2014
Triwulan 1	1.505,857	1.749.387	1.972.939	2.143.672	2.404.035
Triwulan 2	1.588.847	1.822.473	2.047.748	2.359.648	2.480.807
Triwulan 3	1.670.571	1.929.006	2.116.374	2.367.035	-
Triwulan 4	1.681.580	1.918.321	2.092.397	2.367.929	-

Sumber: BPS.co.id (2010-2014)

Perekonomian Indonesia pada tahun 2011 tumbuh sebesar 6,5% dibanding tahun 2010. Nilai Produk Domestik Bruto (PDB) atas dasar konstan pada tahun 2011 sampai triwulan keempat mencapai Rp 1,918,321 miliar dengan jumlah total

Rp 7.419.187 miliar. Pada tahun 2012 nilai Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia atas dasar harga konstan pada triwulan keempat mencapai Rp 2,092,397 miliar dengan total Rp 8,229,439 miliar naik sebesar Rp 810,252 miliar dibandingkan pada tahun 2011. Pada tahun 2013 nilai Produk Domestik Bruto (PDB) atas dasar konstan pada tahun 2013 triwulan keempat mencapai Rp 2,367,929 miliar dengan total Rp 9,083,972. Dan pada tahun 2014 triwulan kedua mencapai Rp 2,480,807 miliar.

4.1.3.3 Tingkat Inflasi

Data tingkat inflasi bulanan selama periode Januari 2010 sampai dengan Juni 2014, data diperoleh dari Badan Pusat Statistik.

Pada tahun 2010, tingkat inflasi tertinggi pada bulan Desember sebesar 6,96% dan tingkat inflasi terendah terjadi pada bulan maret 3,43%. Pada awal tahun 2011 inflasi mengalami kenaikan sebesar 7,02% dan menjadi inflasi yang paling tinggi selama tahun 2011. Tingkat inflasi pada awal tahun 2012 mengalami penurunan sebesar 3,65% dan tingkat inflasi tertinggi terjadi pada bulan Oktober dan inflasi terendah terjadi pada bulan Februari sebesar 4,61% dan 3,56%. Pada tahun 2013 inflasi mengalami peningkatan mulai bulan Juli sebesar 8,61% dan terus bertahan pada angka 8%. Pada awal tahun 2014 tingkat inflasi sebesar 8,22% dan pada akhir Juni 2014 sebesar 6,70%.

Tabel 4.4
Tingkat Inflasi
Januari 2010 - Juni 2014

Bulan	Tahun				
	2010	2011	2012	2013	2014
Januari	3.72%	7.02%	3.65%	4.57%	8.22%
Februari	3.81%	6.84%	3.56%	5.31%	7.75%
Maret	3.43%	6.65%	3.97%	5.90%	7.32%
April	3.91%	6.16%	4.50%	5.57%	7.25%
Mei	4.16%	5.98%	4.45%	5.47%	7.32%
Juni	5.05%	5.54%	4.53%	5.90%	6.70%
Juli	6.22%	4.61%	4.56%	8.61%	-
Agustus	6.44%	4.79%	4.58%	8.79%	-
September	5.80%	4.61%	4.31%	8.40%	-
Oktober	5.67%	4.42%	4.61%	8.32%	-
November	6.33%	4.15%	4.32%	8.37%	-
Desember	6.96%	3.79%	4.30%	8.38%	-

Sumber: Badan Pusat Statistik (2010-2014)

4.1.3.4 Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD

Data tingkat inflasi bulanan selama periode Januari 2010 sampai dengan Juni 2014, data diperoleh dari Bank Indonesia.

Pada tahun 2010, nilai tukar rupiah terhadap USD tertinggi pada bulan Februari sebesar Rp 9,335 dan yang terendah pada bulan November sebesar Rp 9,031. Pada tahun 2011 nilai tukar rupiah terhadap USD tertinggi pada bulan Desember sebesar Rp 9,068 dan yang terendah pada bulan Juli sebesar Rp 8,508. Pada tahun 2012, nilai tukar rupiah terhadap USD terus mengalami pelemahan. Kurs rupiah melemah terhadap USD tertinggi berada pada bulan November sebesar Rp 9,650. Hingga pada tahun 2013 rupiah semakin melemah mencapai

Rp 12,189 pada akhir tahun 2013. Pada tahun 2014 pada akhir bulan Juni nilai tukar mencapai nilai Rp 11,696.

Tabel 4.5
Nilai Tukar Rupiah terhadap USD
Januari 2010 – Juni 2014

Bulan	Tahun				
	2010	2011	2012	2013	2014
Januari	9,365	9,057	9,000	9,698	12,226
Februari	9,335	8,823	9,085	9,667	11,634
Maret	9,115	8,790	9,180	9,791	11,404
April	9,012	8,574	9,190	9,722	11,532
Mei	9,180	8,537	9,565	9,802	11,611
Juni	9,083	8,597	9,480	9,929	11,969
Juli	8,952	8,508	9,485	10,278	-
Agustus	9,041	8,578	9,560	10,924	-
September	8,924	8,823	9,588	11,613	-
Oktober	8,928	8,835	9,615	11,234	-
November	9,013	9,170	9,650	11,977	-
Desember	8,991	9,068	9,600	12,189	-

Sumber: Bank Indonesia (2010-2014)

4.1.3.5 Jumlah Uang Beredar (M1)

Data jumlah uang beredar (M1) bulanan selama periode Januari 2010 sampai dengan Juni 2014, data diperoleh dari Bank Indonesia.

Pada tahun 2010, tingkat jumlah uang beredar (M1) tertinggi pada bulan Desember sebesar Rp 605,411 miliar dan terendah terjadi pada bulan Februari Rp 490,084 miliar. Pada tahun 2011, tingkat jumlah uang beredar tertinggi terjadi pada bulan Desember sebesar Rp 722,991 miliar dan terendah pada bulan Maret Rp 580,601 miliar. Pada tahun 2012 jumlah uang beredar tertinggi pada bulan Desember Rp 841,722 miliar dan terendah pada bulan Februari Rp 683,253

miliar. Pada bulan 2013 jumlah uang beredar tertinggi terdapat pada bulan Desember 2013 Rp 887,064 miliar dan terendah pada bulan Februari Rp 786,549 miliar. Hingga pertengahan tahun 2014, nilai jumlah uang beredar sebesar Rp 945,784 miliar.

Tabel 4.6
Jumlah Uang Beredar (M1) dalam miliar rupiah
Januari 2010 – Juni 2014

Bulan	Tahun				
	2010	2011	2012	2013	2014
Januari	496,527	604,169	696,323	787,860	842,669
Februari	490,084	585,890	683,253	786,549	834,562
Maret	494,461	580,601	714,258	810,055	853,494
April	494,718	584,634	720,924	832,231	880,464
Mei	514,005	611,791	749,450	822,876	906,746
Juni	545,405	616,206	779,416	858,499	945,784
Juli	539,746	639,688	771,792	879,986	-
Agustus	555,595	662,806	772,429	855,783	-
September	549,941	656,096	795,518	867,715	-
Oktober	555,549	665,000	774,983	856,171	-
November	571,337	667,587	801,403	870,455	-
Desember	605,411	722,991	841,722	887,064	-

Sumber: Bank Indonesia (2010-2014)

4.1.4 Hasil Analisis Data

Dalam pengujian metode ECM ini, pengolahan data dilakukan dengan menggunakan *software Microsoft excel* dan *views 6*. Dalam penelitian ini, penulis melakukan transformasi logaritma terhadap seluruh variabel penelitian yang bertujuan agar perbedaan nilai antar variabel menjadi lebih kecil dan data menjadi seragam. Selain itu peneliti juga melakukan transformasi dari data triwulanan PDB

menjadi data bulanan dengan melakukan interpolasi data. Interpolasi dilakukan untuk memperkirakan nilai fungsi diantara point-point data yang sudah diketahui. Dalam melakukan interpolasi, menggunakan metode *quadratic match sum*.

Adapun beberapa tahapan yang dilakukan dalam model ECM adalah sebagai berikut:

1. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi tersebut terdapat masalah serius atau tidak. sehingga model tersebut memenuhi kaidah BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*).

a. Uji Multikolinieritas

Ada atau tidaknya multikolinieritas dapat diketahui atau dilihat dari koefisien kerelasi masing-masing variabel bebas. Jika koefisien korelasi diantara masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0.8 maka terjadi multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas dalam persamaan ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Multikolinieritas

	LPDB	LINFLASI	LKURS	LJUB
LPDB	1	0.3696247	-0.03101693	0.00783142
LINFLASI	0.36962479	1	0.6313922	0.4285647
LKURS	-0.03101693	0.6313922	1	0.7316581
LJUB	0.00783142	0.4285647	0.7316581	1

Sumber: Eviews6

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa hasil uji multikolinieritas menunjukkan tidak ada koefisien variabel bebas yang nilainya lebih dari

0,8. Maka dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terjadi multikolinieritas.

b. Uji Heterokedastisitas

Heterokedastis merupakan keadaan dimana semua gangguan yang muncul dalam fungsi regresi populasi tidak memiliki varians yang sama. Salah satu pengujian yang dapat dilakukan adalah dengan Uji Statistik *White Heteroscedasticity*.

Tabel 4.8
Uji Heterokedastisitas – Uji White

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.057204	Prob. F(4,47)	0.1016
Obs*R-squared	7.747738	Prob. Chi-Square(4)	0.1013
Scaled explained SS	10.17896	Prob. Chi-Square(4)	0.0375

Sumber: Eview 6

Hipotesis:

H_0 : tidak ada heterokedastisitas

H_1 : ada heterokedastisitas

Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai probabilitas $Obs \cdot R^2$ yaitu sebagai berikut:

- Jika $p\text{-value } Obs \cdot R\text{-square} < \alpha$ maka H_0 ditolak.
- Jika $p\text{-value } Obs \cdot R\text{-square} > \alpha$ maka H_0 diterima

Dari tabel diatas diketahui dengan nilai signifikansi α 5% bahwa $p\text{-value } Obs \cdot R\text{-square} = 0.1013 > 0.05$ maka H_0 diterima. Kesimpulannya

adalah dengan tingkat keyakinan 95% bahwa model regresi ini tidak ada heterokedastisitas.

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah ada korelasi dalam model regresi linier antar variabel independen. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada masalah autokorelasi. Untuk melihat adanya autokorelasi atau tidak dapat dilakukan uji *Langrange Multipler*.

Tabel 4.9
Uji Autokorelasi – Uji LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.88326	Prob. F(2.45)	0.2216
Obs*R-squared	3.96001	Prob. Chi-Square(2)	0.1778

Sumber: Eview 6

Hipotesis:

H_0 : tidak ada korelasi serial (*no serial correlations*)

H_1 : ada korelasi serial (*serial correlations*)

- Jika Prob Obs*R-squared < 0.05 H_0 ditolak. Maka terdapat autokorelasi
- Jika Prob Obs*R-squared > 0.05 H_0 diterima. Maka tidak terdapat autokorelasi

Dari tabel diatas diketahui dengan nilai signifikansi α 5% bahwa *p-value* Obs*Square = 0.1778 > 0.05 maka H_0 diterima. Kesimpulannya

adalah dengan tingkat keyakinan 95% bahwa model regresi ini tidak terdapat autokorelasi.

2. Uji Linieritas

Uji Linieritas adalah pengujian yang dilakukan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai probabilitas $Obs \cdot R^2$.

Tabel 4.10
Uji Linieritas – Uji Ramsey (RESET)

Ramsey RESET Test:

F-statistic	0.512716	Prob. F(1.46)	0.4776
Log likelihood ratio	0.576386	Prob. Chi-Square(1)	0.4477

Sumber: Eview 6

Hipotesis:

Ho: model tidak linier

Ha: model linier

- Bila probabilitas *Chi-Square* > 0.05 maka signifikan dan menolak Ho. Dengan demikian model dikatakan linier.
- Bila probabilitas *Chi-Square* < 0.05 maka tidak signifikan dan menerima Ho. Dengan demikian model dikatakan tidak linier.

Dari tabel diatas diketahui dengan nilai signifikansi $\alpha 5\%$ probabilitas *Chi-Square* = $0.4477 > 0.05$ maka H_0 ditolak. Kesimpulannya adalah dengan tingkat keyakinan 95% bahwa model regresi ini tidak ada permasalahan linieritas. Dengan kata lain bentuk fungsi dalam penelitian ini adalah linier.

3. Uji Stasioner

Uji akar unit merupakan pengujian yang formal yang dikenalkan oleh David Dickey dan Wayne Fuller. Pengujian akar unit ini dilakukan untuk mengetahui apakah data yang digunakan stasioner apa tidak. Data stasioner adalah data *time series* yang tidak mengandung akar unit dan sebaliknya. Pengujian data dilakukan dengan menggunakan uji *Augmented Dickey Fuller* (DF) dengan membandingkan nilai signifikansi α 5%.

Hipotesis:

Ho: data tidak stasioner

Ha: data stasioner

Apabila hasil uji *Augmented Dickey-Fuller* menyatakan bahwa:

- Nilai Prob > 0.05 maka data stasioner Ho diterima
- Nilai Prob < 0.05 maka data tidak stasioner Ho ditolak

Tabel 4.11
Unit Root Test - Augmented Dickey Fuller (DF)
Pada Level

Variabel	Nilai t-Statistik ADF	Test critical values 5%	Prob.*	Kesimpulan
LSUKUK	-1.640383	-2.917650	0.4552	Tidak Stasioner
LPDB	1.497543	-1.955020	0.9629	Tidak Stasioner
LINFLASI	-0.712902	-1.947248	0.4031	Tidak Stasioner
LKURS	1.550212	-1.947119	0.9688	Tidak Stasioner
LJUB	3.011162	-1.947119	0.9992	Tidak Stasioner

Sumber: Eview 6

Dari tabel diatas menunjukkan jika semua variabel tidak stasioner pada level artinya terdapat *unit root*. Maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji derajat integrasi dimana tes pada tingkat 1st *Different*.

Tabel 4.12
Unit Root Test - Augmented Dickey Fuller (DF)
Pada 1st Different

Variabel	Nilai t-Statistik ADF	Test critical values 5%	Prob.*	Kesimpulan
LSUKUK	-7.067982	-4.144584	0.0000	Stasioner
LPDB	-9.210069	-3.595026	0.0000	Stasioner
LINFLASI	-5.036169	-3.498692	0.0008	Stasioner
LKURS	-6.592101	-3.498692	0.0000	Stasioner
LJUB	-6.829022	-3.500495	0.0000	Stasioner

Sumber: Eview 6

Pada tabel diatas setelah dilakukan pengujian pada tingkat 1st *Different* didapatkan hasil bahwa semuanya telah stasioner. Karena seluruh variabel stasioner pada *difference* pertama, maka pengujian ini dapat diteruskan ke dalam model ECM.

4. Uji Kointegrasi

Uji Kointegrasi merupakan kelanjutan dari uji *unit root* dan uji derajat integrasi. Tujuan utama uji kointegrasi ini adalah untuk mengetahui apakah residual regresi terkointegrasi stasioner atau tidak. Apabila variabel terkointegrasi maka terdapat hubungan yang stabil dalam jangka panjang. Dan sebaliknya jika tidak terdapat kointegrasi antar variabel maka implikasi tidak adanya keterkaitan hubungan dalam jangka panjang.

Tabel 4.13
Hasil Uji Kointegrasi

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.105022	0.0025
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Sumber: Eview 6

Hipotesis yang digunakan adalah:

Ho: nilai ADF < nilai kritis maka model tidak terkointegrasi

Ha: nilai ADF > nilai kritis maka model terkointegrasi

Dari hasil estimasi tabel diatas dilihat bahwa t-Statistik ADF sebesar -3.105002 sedangkan nilai kritis pada tingkat signifikansi 5% yaitu -2.609324. Oleh karena itu t-statistik lebih besar nilai kritis $-3.105002 > -2.609324$ maka residul dari persamaan telah stasioner. Artinya model tersebut terkointegrasi atau terdapat indikasi hubungan jangka panjang.

Setelah uji kointegrasi dilakukan dan hasilnya terdapat kointegrasi hubungan jangka panjang. Maka selanjutnya adalah mengestimasi persamaan jangka panjangnya. Adapun bentuk persamaan regresi atau model jangka panjang yang terbentuk adalah :

Tabel 4.14
Uji Persamaan Jangka Panjang

Dependent Variable: LSUKUK
Method: Least Squares
Date: 12/09/14 Time: 20:54
Sample: 2010M01 2014M06
Included observations: 54

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.939337	1.551260	5.117991	0.0000
LPDB	1.363675	0.398589	-3.421255	0.0013
LINFLASI	-0.170991	0.044250	3.864170	0.0003
LKURS	-0.157295	0.160614	-0.979339	0.3322
LJUB	1.414610	0.316921	4.463609	0.0000
R-squared	0.680683	Mean dependent var		8.759929
Adjusted R-squared	0.654616	S.D. dependent var		0.109521
S.E. of regression	0.064365	Akaike info criterion		-2.560479
Sum squared resid	0.202998	Schwarz criterion		-2.376314
Log likelihood	74.13294	Hannan-Quinn criter.		-2.489454
F-statistic	26.11309	Durbin-Watson stat		0.626178
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Eviews

$$\text{LSUKUK} = 7.939337 + 1.363675 \text{ LPDB} - 0.170991 \text{ LINFLASI} \\ - 0.157295 \text{ LKURS} + 1.414610 \text{ LJUB}$$

Dari hasil uji persamaan jangka panjang, diperoleh estimasi data sebagai berikut:

1. C = Konstanta sebesar 7.939337 satuan, artinya apabila seluruh variabel independen konstan. Maka pertumbuhan sukuk korporasi *outstanding* secara jangka panjang adalah 7.939337 satuan.
2. LPDB = 1.363675, artinya setiap kenaikan perubahan LPDB Sebesar 1 satuan, maka akan menyebabkan kenaikan perubahan LSUKUK sebesar 1.363675 satuan.

3. LINFLASI = -0.170991, artinya setiap kenaikan perubahan LINFLASI sebesar 1 satuan, maka akan menyebabkan penurunan perubahan LSUKUK sebesar -0.170991 satuan.
4. LKURS = -0.157295, artinya setiap kenaikan perubahan LKURS sebesar 1 satuan, maka akan menyebabkan penurunan perubahan LSUKUK sebesar -0.157295 satuan.
5. LJUB = 1.414610, artinya setiap kenaikan perubahan LJUB Sebesar 1 satuan, maka akan menyebabkan kenaikan perubahan LSUKUK sebesar 1.414610 satuan.

Persamaan diatas memberikan kesimpulan bahwa dalam jangka panjang LPDB, LINFLASI, dan LJUB memiliki pengaruh signifikan jangka panjang terhadap pertumbuhan LSUKUK. Nilai *Adjusted R-squared* adalah 0.654616 atau sebesar 65%. Artinya, pengaruh jangka panjang antara PDB, inflasi, kurs dan JUB dalam jangka panjang sebesar 65%, sisanya 35% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini.

5. Uji *Error Correction Model*

Pada uji kointegrasi sebelumnya, ditemukan bahwa data dalam penelitian stasioner artinya memiliki hubungan jangka panjang antara variabel independen dan variabel dependen. Setelah itu, model ECM dapat dibentuk

dengan menggunakan residual dari persamaan jangka pangjangnya atau persamaan yang terkointegrasi. Uji model ECM ini dilakukan untuk mengetahui persamaan jangka pendeknya. Pembentukan model ECM dimaksudkan untuk mengetahui perubahan variabel mana diantara pdb, inflasi, kurs, dan jub yang memiliki pengaruh signifikan (dalam jangka pendek) terhadap pertumbuhan nilai sukuk korporasi. Berikut adalah persamaan ECM yang dapat terbentuk :

Tabel 4.15
Uji Persamaan Jangka Pendek

Dependent Variable: DLSUKUK
Method: Least Squares
Date: 12/09/14 Time: 21:18
Sample (adjusted): 2010M02 2014M06
Included observations: 53 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007949	0.008739	0.909599	0.3677
DLPDB	0.858677	0.349613	-2.456079	0.0178
DLINFLASI	0.050996	0.066857	0.762759	0.4494
DLKURS	-0.228628	0.275513	-0.829828	0.4108
DLJUB	0.408301	0.418865	0.974779	0.3347
RESLAG1	-0.262656	0.095413	-2.752841	0.0084
R-squared	0.238540	Mean dependent var		0.004026
Adjusted R-squared	0.157533	S.D. dependent var		0.045731
S.E. of regression	0.041974	Akaike info criterion		-3.397242
Sum squared resid	0.082807	Schwarz criterion		-3.174190
Log likelihood	96.02691	Hannan-Quinn criter.		-3.311467
F-statistic	2.944704	Durbin-Watson stat		1.783651
Prob(F-statistic)	0.021550			

Sumber: Eviews6

$$\begin{aligned} \text{DLSUKUK} &= 0.002533 + 0.858677 \text{ DLPDB} + 0.050996 \text{ DLINFLASI} \\ &\quad - 0.228628 \text{ DLKURS} + 0.408301 \text{ DLJUB} \\ &\quad - 0.2624656 \text{ RESLAG1} \end{aligned}$$

Dari hasil uji persamaan jangka panjang, diperoleh estimasi data sebagai berikut:

1. C = Konstanta sebesar 0.002533, artinya apabila seluruh variabel independen konstan. maka pertumbuhan sukuk korporasi *outstanding* secara jangka pendek adalah 0.002533 satuan
2. $DLPDB$ = 0.858677, artinya setiap kenaikan perubahan $DLPDB$ sebesar satu satuan, maka akan menyebabkan kenaikan perubahan $DLSUKUK$ sebesar 0.858677 satuan.
3. $DLINFLASI$ = 0.050996, artinya setiap kenaikan perubahan $DLINFLASI$ sebesar 1 satuan, maka akan menyebabkan kenaikan perubahan $DLSUKUK$ sebesar 0.050996 satuan.
4. $DLKURS$ = -0.228628, artinya setiap kenaikan perubahan $DLKURS$ sebesar 1 satuan, maka akan menyebabkan penurunan perubahan $DLSUKUK$ sebesar -0.228628 satuan.
5. $DLJUB$ = 0.408301, artinya setiap kenaikan perubahan $DLJUB$ Sebesar 1 satuan, maka akan menyebabkan kenaikan perubahan $DLSUKUK$ sebesar 0.408301 satuan.
6. $RESLAG1$ = - 0.2624656, artinya kecepatan *error correction*

untuk mengoreksi perilaku tiap variabel dalam jangka panjang adalah 26%.

Dari persamaan di atas, terlihat bahwa besarnya koefisien kointegrasi yang berfungsi sebagai elemen penyesuaian (*speed of adjustment*) yakni ECT yang digambarkan pada RESLAG1 bernilai negatif sebesar -0.2624656 dan probabilitasnya signifikan pada taraf uji 5% yaitu sebesar 0.00084. Oleh karena itu model pengujian ECM ini dapat dikatakan valid.

Kecepatan *error correction* untuk mengoreksi perilaku tiap variabel dalam jangka pendek agar dapat menuju keseimbangan yang baru (jangka panjang) sebesar 26%. Hal ini menunjukkan bahwa nilai *speed of adjustment* memiliki pengaruh yang tidak cukup besar dalam model. Artinya dengan pengaruh yang kecil, semua variabel akan menuju pada titik keseimbangan dalam jangka panjangnya tetapi membutuhkan waktu yang lama mengingat nilai dari koefisien *speed of adjustment*nya kecil.

Nilai *Adjusted R-squared* adalah 0.157533 atau sebesar 15%. Artinya, pengaruh jangka pendek antara PDB, inflasi, kurs dan JUB dalam jangka pendek hanya 15%, sisanya 55% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini.

4.1.5 Uji Hipotesis

Persamaan jangka panjang

$$\begin{aligned} \text{LSUKUK} &= 7.939337 C + 1.363675 \text{LPDB} - 0.170991 \text{LINFLASI} \\ &\quad - 0.157295 \text{LKURS} + 1.414610 \text{LJUB} \end{aligned}$$

Persamaan jangka pendek

$$\begin{aligned} \text{DLSUKUK} &= 0.007494 C + 0.858677 \text{DLPDB} + 0.050996 \text{DLINFLASI} \\ &\quad - 0.228628 \text{DLKURS} + 0.408301 \text{DLJUB} \\ &\quad - 0.2624656 \text{RESLAG1} \end{aligned}$$

Hasil uji hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- a. H1= Terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara PDB dan pertumbuhan sukuk korporasi.**

Hipotesis pertama mengenai hubungan jangka panjang antara PDB dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka panjang nilai LPDB menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.00013 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien positif sebesar 1.363675. Sehingga dalam jangka panjang pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H1 dapat diterima karena terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara PDB dan pertumbuhan sukuk korporasi.

b. H2= Terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara PDB dan pertumbuhan sukuk

Hipotesis kedua mengenai hubungan jangka pendek antara PDB dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka pendek nilai DLPDB menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.0178 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.858677. Sehingga dalam jangka pendek pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H2 dapat diterima karena terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara PDB dan pertumbuhan sukuk korporasi.

c. H3= Terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara inflasi dan pertumbuhan sukuk

Hipotesis ketiga mengenai hubungan jangka panjang antara inflasi dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka panjang nilai LINFLASI menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.0003 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0.170991. Sehingga dalam jangka panjang inflasi memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H3 dapat diterima karena terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara inflasi dan pertumbuhan sukuk korporasi.

d. H4= Terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara inflasi dan pertumbuhan sukuk

Hipotesis keempat mengenai hubungan jangka pendek antara inflasi dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka pendek nilai DLINFLASI menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.4494 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.050996. Sehingga dalam jangka pendek inflasi memiliki pengaruh tidak signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H4 ditolak karena tidak terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara inflasi dan pertumbuhan sukuk korporasi.

e. H5= Terdapat pengaruh jangka panjang antara kurs dan pertumbuhan sukuk korporasi

Hipotesis kelima mengenai hubungan jangka panjang antara kurs dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka panjang nilai LKURS menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.3322 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0.157295. Sehingga dalam jangka panjang kurs memiliki pengaruh yang tidak signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H5 ditolak karena tidak terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara LKURS dan pertumbuhan sukuk korporasi.

f. H6= Terdapat pengaruh jangka pendek antara kurs dan pertumbuhan sukuk korporasi

Hipotesis keenam mengenai hubungan jangka pendek antara kurs dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka pendek nilai DLKURS menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.4108 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0.228628. Sehingga dalam jangka pendek kurs memiliki pengaruh yang tidak signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H6 ditolak karena tidak terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara DLKURS terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

g. H7= Terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk

Hipotesis ketujuh mengenai hubungan jangka panjang antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka panjang nilai LJUB menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.00000 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien positif sebesar 1.414610. Sehingga dalam jangka panjang jumlah uang beredar memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H7 dapat diterima karena terdapat pengaruh hubungan jangka panjang antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk korporasi.

h. H8= terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk

Hipotesis kedelapan mengenai hubungan jangka pendek antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk korporasi. Dalam jangka pendek nilai DLJUB menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.3347 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ dan memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.408301. Sehingga dalam jangka pendek jumlah uang beredar memiliki pengaruh tidak signifikan negatif terhadap pertumbuhan sukuk. Maka hipotesis penelitian H8 ditolak karena tidak terdapat pengaruh hubungan jangka pendek antara jumlah uang beredar dan pertumbuhan sukuk korporasi.

i. H9= Pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh dominan terhadap pertumbuhan sukuk

Hipotesis kesembilan ini mengenai pengaruh dominan yang dimiliki oleh pertumbuhan ekonomi (PDB). Dari hasil uji ECM diatas, terlihat jika dalam jangka panjang maupun jangka pendek PDB menunjukkan nilai yang positif signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Terlihat dalam nilai probabilitas pada jangka panjang sebesar 0.0013 yang lebih kecil dari 5%. Dan dalam jangka pendek sebesar 0.0178 yang lebih kecil dari 5%. Maka hipotesis penelitian tersebut dapat diterima, karena pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh yang paling dominan.

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

4.2.1 Pengaruh jangka panjang dan jangka pendek antara variabel makro ekonomi dan pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia.

Dalam hasil pengujian kointegrasi terhadap produk domestik bruto yang menyatakan jika Produk Domestik Bruto (PDB) memiliki pengaruh signifikan positif jangka panjang terhadap pertumbuhan sukuk. Hal ini sesuai dengan teori yang disampaikan oleh Tandelilin (2001: 212) bahwa pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Pengaruh yang signifikan positif ini dikarenakan jika pertumbuhan ekonomi membaik, maka daya beli masyarakat pun akan meningkat, dan ini merupakan kesempatan bagi perusahaan-perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Dengan meningkatnya penjualan perusahaan, maka kesempatan perusahaan memperoleh keuntungan juga akan semakin meningkat.

Selain itu, penerbitan sukuk memberikan dampak terhadap pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang. Hal ini karena sukuk merupakan instrument investasi yang diperuntukkan bagi pembangunan sektor *riil*. Korporasi selaku emiten menerbitkan sukuk dengan tujuan memperoleh dana dari masyarakat untuk perluasan usaha dan pembangunan infrastruktur yang dampak jangka panjangnya akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Dalam jangka pendek pertumbuhan ekonomi juga memiliki pengaruh yang signifikan positif. Hal ini disebabkan tingkat perekonomian yang stabil

akan mendorong perusahaan untuk mengeluarkan sukuk yang nantinya menjadi alternatif pembiayaan atau pendanaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rani (2012) yang menyebutkan jika pada jangka panjang pertumbuhan sukuk korporasi dan SBSN di Indonesia dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi. Kestabilan ekonomi ini jelas diperlukan untuk melihat pasar modal yang kondusif. Hal yang sama diungkapkan oleh Grassa dan Said (2013), Pratiwi dan Asrori (2014) yang menyebutkan jika GDP memiliki pengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. Namun, hasil penelitian ini menolak penelitian yang dilakukan oleh Melati (2013) dan Saputra (2013) karena hasil penelitian yang telah dilakukan menyebutkan jika PDB memiliki pengaruh yang negatif. Dan tidak sesuai dengan penelitian Kewal (2012) menyebutkan bahwa PDB tidak memiliki pengaruh terhadap pasar modal.

Pengaruh signifikan positif ini digambarkan dengan pertumbuhan PDB selama tahun 2010-Juni 2014 dikatakan cukup baik meskipun tidak signifikan mengalami pertumbuhan yang membaik. Dampak dari perekonomian global masih sangat dirasakan oleh Indonesia. Selama triwulan ketiga tahun 2013, pasar modal domestik juga mengalami tekanan sebagai imbas dari perekonomian. Jumlah sukuk korporasi yang masih *outstanding* mencapai 8.8% dari total jumlah 375 surat utang (obligasi korporasi dan sukuk korporasi). Jika dilihat dari nilai nominal, proporsi sukuk korporasi *outstanding* mencapai

3.23% dari total nilai obligasi korporasi dan sukuk korporasi *outstanding*. (Laporan Triwulan OJK: 2013)

Sejalan dengan pertumbuhan ekonomi, inflasi juga memiliki pengaruh jangka panjang terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada pengaruh negatif yang signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. Ketika terjadi peningkatan inflasi maka daya beli masyarakat berkurang yang pada akhirnya kondisi pasar modal juga mengalami penurunan. Artinya, kondisi ekonomi mengalami peningkatan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan. Dampak negatif ini sesuai dengan teori yang disampaikan oleh Murni (2206: 206) jika inflasi menyebabkan biaya produksi naik dan akan merugikan pengusaha dan ini menyebabkan kegiatan investasi beralih pada kegiatan yang kurang mendorong produk nasional.

Menurut Tandelilin (2001: 212) inflasi yang tinggi bisa mengurangi tingkat pendapatan *riil* yang diperoleh investor dari investasinya. Sebaliknya jika tingkat inflasi suatu negara mengalami penurunan, maka hal ini akan merupakan sinyal yang positif bagi investor seiring dengan turunnya risiko daya beli uang dan risiko penurunan pendapatan *riil*. Dengan melonjaknya harga dan menurunnya daya beli masyarakat maka inflasi juga berimbas pada perusahaan. Karena harga yang terus melambung namun pendapatan masyarakat yang tetap. Inflasi menyebabkan naiknya biaya produksi hingga pada akhirnya merugikan perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Prasetion (2013), Elkarim (2012) dan Kalingga (2014) yang menyebutkan jika inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Selain itu, hasil ini menolak penelitian yang dilakukan Basyariah (2014) dan Saputra (2013) yang menyebutkan jika inflasi memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi dan *yield* obligasi konvensional.

Tingkat inflasi yang tinggi pada tahun 2013 hingga mencapai 8%, juga berdampak pada pertumbuhan sukuk. Dalam periode ini tidak terdapat perusahaan yang melakukan penawaran umum berupa sukuk. Dengan total emisi yang tetap sebesar Rp.11.994,4 miliar dengan jumlah 64 emiten penerbit. Sementara itu, terdapat 2 (dua) sukuk korporasi yang jatuh tempo dan 1 (satu) sukuk korporasi pelunasan dipercepat dengan total nilai Rp 564 miliar, sehingga jumlah sukuk korporasi *outstanding* menjadi sebanyak 33 dengan nilai sebesar Rp 6,97 triliun. (Laporan Triwulan OJK: 2013). Percepatan pelunasan ini untuk menghindari tingkat inflasi yang semakin tinggi dan dikhawatirkan perusahaan terus mengalami kerugian hingga tidak bisa melakukan pelunasan.

Dalam jangka pendek, inflasi tidak mempengaruhi pertumbuhan sukuk. Pengaruh ini disebabkan karena selama tahun pengamatan inflasi yang terjadi setiap bulan masih bisa dikendalikan dengan nilai inflasi yang tidak melebihi 10%. Rata-rata inflasi perbulan pada saat waktu pengamatan adalah sebesar 4%-8%. Dengan tingkat inflasi yang masih bisa dikendalikan, maka perusahaan masih bisa menerima dan tidak memberikan efek terhadap pertumbuhan sukuk.

Selain itu menurut Fahmi (2006: 84) pertumbuhan inflasi ini berkaitan dengan pengaruh pertumbuhan suku bunga Bank Indonesia, sehingga ketika inflasi mengalami kenaikan berpengaruh terhadap kondisi pasar modal di Indonesia. Sukuk merupakan instrument syariah yang tidak tergantung pada bunga dalam setiap transaksi. Maka dari itu pengaruh inflasi tidak dapat secara langsung dirasakan oleh korporasi yang menerbitkan sukuk. Jadi tingkat pengembalian sukuk relatif lebih aman karena menggunakan sistem bagi hasil yang nilainya tetap dan tidak terpengaruh oleh tingkat suku bunga.

Hasil penelitian tentang pengaruh nilai tukar, menunjukkan bahwa kurs memiliki hubungan yang tidak signifikan negatif jangka panjang dan jangka pendek terhadap pertumbuhan sukuk. Artinya, pertumbuhan sukuk tidak dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar terhadap USD. Hal ini mengindikasikan bahwa hubungan antara kurs rupiah dan sukuk korporasi adalah berlawanan arah, artinya semakin kuat kurs rupiah terhadap USD (rupiah terapresiasi) maka akan meningkatkan pertumbuhan sukuk korporasi. Sebaliknya jika rupiah mengalami depresiasi maka pertumbuhan sukuk mengalami penurunan.

Kesimpulan ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fadli (2014) yang menyatakan jika dalam jangka pendek kurs memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap obligasi syariah negara. Hasil yang sama juga diperoleh dalam penelitian yang dilakukan oleh Kewal (2012) yang menyatakan jika variabel kurs rupiah menunjukkan hasil yang negatif. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Harun (2013) yang menyimpulkan jika

sukuk saling beresab akibat dengan nilai tukar rupiah. Artinya sukuk memiliki hubungan timbal balik dengan nilai tukar rupiah. Selain itu tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kalingga (2014) yang menyatakan jika perubahan kurs rupiah terhadap dollar memiliki pengaruh terhadap spread harga sukuk ritel.

Perubahan nilai kurs dalam jangka pendek lebih memberikan pengaruh pada perusahaan yang bergerak di bidang ekspor dan impor. Perubahan-perubahan nilai tukar secara langsung dapat mempengaruhi harga-harga domestik dan secara tidak langsung mempengaruhi harga produsen dan konsumen domestik yang menyebabkan perubahan-perubahan biaya produksi suatu perusahaan.

Selain itu, dalam jangka pendek meningkatnya nilai tukar (depresiasi nilai rupiah) mempunyai efek positif pada harga saham keseluruhan jangka pendek. Karena kebijakan pemerintah yang ditempuh adalah ketika nilai tukar domestik terdepresiasi maka pemerintah akan menaikkan suku bunga yang ditujukan guna menghindari masyarakat untuk membeli valas dan mendorong masyarakat untuk menyimpan uangnya di bank. (Fahmi, 2006:32).

Karena kebutuhan pembiayaan atau modal yang cukup besar. Perusahaan lebih tertarik untuk mendorong pengembangan pasar sukuk yang bisa menarik berbagai pihak investor. Karena beberapa proyek yang didanai dengan mata uang lokal, maka akan mengalami kesulitan dalam menarik modal asing karena risiko mata uang yang ada. Sehingga sukuk dapat dibuktikan sebagai metode

pembiayaan yang lebih murah daripada pinjaman luar negeri. (Huda dan Mustafa: 2008, 177).

Perubahan nilai kurs menimbulkan berbagai spekulasi terkait nilai mata uang suatu negara. *OIC Fiqh Council* dalam sesi kesebelasnya memutuskan jika tidak diperbolehkan dalam Syariah untuk menjual valuta dengan penjualan yang ditunda, dan tidak diperbolehkan pula menetapkan tanggal untuk menukarnya (Ayub, 2009: 136). Tingkat spekulasi nilai tukar adalah haram karena mengandung unsur riba dan *maysir*, serta menimbulkan dampak negatif (*mudarat*) bagi perekonomian dan masyarakat umum. Maka selain tingkat inflasi yang tidak memiliki pengaruh jangka pendek karena inflasi sangat bergantung pada bunga yang dalam Islam adalah riba, begitu juga sengan nilai tukar yang hanya menimbulkan spekulasi yang belum jelas. Hal ini sesuai dengan Firman Allah SWT:

وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ

(٢٧٥)

Artinya:

“.....Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah

diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya” (QS. Al:-Baqarah [2]: 275)

Dalam variabel jumlah uang beredar hasil penelitian diatas menyimpulkan jika dalam jangka panjang jumlah uang beredar memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Hal ini terjadi karena semakin meningkatkan jumlah uang beredar, masyarakat akan cenderung menggunakan uangnya selain untuk tujuan transaksi juga menggunakan untuk tujuan spekulatif yaitu dengan membeli surat-surat berharga atau sukuk.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rani (2012), Firdaus dan Pasaribu (2013) dan Prasetio (2013) yang menyatakan jika jumlah uang beredar berpengaruh jangka panjang terhadap pertumbuhan sukuk. Hal tersebut dikarenakan bank sentral dalam hal ini Bank Indonesia meningkatkan penawaran uang dengan cepat, sehingga tingkat harga akan meningkat dengan cepat dan perusahaan akan memperoleh profitabilitas yang tinggi sehingga menyebabkan perusahaan untuk melakukan perluasan usaha atau pembangunan infrastruktur perusahaan. Penelitian ini tidak sependapat dengan hasil ini didukung oleh Fadhli (2014) yang menyebutkan jika jumlah uang beredar dalam jangka pendek dan jangka panjang tidak memiliki pengaruh terhadap SBSN.

Sedangkan dalam jangka pendek jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. Hal ini disebabkan karena dalam jangka pendek jumlah uang beredar tidak secara langsung mempengaruhi respon investor terhadap investasi.

Kesimpulan yang dapat ditarik adalah dalam jangka panjang PDB, inflasi dan jumlah uang beredar memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Dan dalam jangka pendek hanya pertumbuhan ekonomi yang memiliki pengaruh yang signifikan sedangkan variabel makro ekonomi seperti inflasi, kurs dan jumlah uang beredar tidak memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

Berdasarkan teori ekonomi, dalam jangka pendek suatu kebijakan ekonomi tidak banyak memiliki pengaruh karena hanya satu variabel saja yang mungkin bisa berubah. Sedangkan jangka panjang semua variabel bisa berubah atau menyesuaikan. Karena seluruh kebijakan yang dilakukan oleh pemerintah tidak dapat secara langsung dirasakan. Maka dari itu, tingkat keseimbangan jangka panjang lebih mempengaruhi kondisi umum dari perusahaan sehingga berdampak pada penerbitan sukuk jangka panjang. Selain itu sukuk merupakan investasi jangka panjang yang dampaknya baru akan dirasakan saat jatuh tempo atau saat pelunasan sukuk.

4.2.2 Faktor makro ekonomi yang paling dominan mempengaruhi pertumbuhan sukuk

Berdasarkan hasil estimasi diatas, diperoleh bahwa variabel makro ekonomi yang memiliki pengaruh yang dominan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi adalah pertumbuhan ekonomi. Hasil ini menguatkan bahwa meningkatnya PDB merupakan sinyal yang baik (positif) untuk investasi dan sebaliknya. Meningkatkan PDB mempunyai pengaruh positif terhadap daya beli konsumen sehingga dapat meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan. Adanya peningkatan permintaan terhadap produk perusahaan akan meningkatkan profit perusahaan dan pada akhirnya dapat meningkatkan tingkat sewa sukuk perusahaan.

Kesimpulan ini juga memperkuat kesimpulan beberapa peneliti sebelumnya seperti Rani (2012), Said dan Grassa (2013), Elkarim (2012), Handayani dan Artini (2013) dan Grassa dan Gadzar (2012) kesimpulan dari penelitian mereka adalah bahwa pertumbuhan ekonomi (PDB) memiliki pengaruh yang dominan terhadap pertumbuhan sukuk. Hal ini disebabkan PDB merupakan indikator makroekonomi yang melihat secara keseluruhan bagaimana kondisi perekonomian di Indonesia. Ketika perekonomian dalam keadaan baik, pasti akan mendorong pertumbuhan penerbitan sukuk oleh emiten penerbit.

Dan menolak penelitian Basyariah (2014) menyebutkan jika variabel yang paling mempengaruhi nilai emisi sukuk adalah dengan urutan nilai emisi sukuk itu sendiri, inflasi, nilai emisi obligasi, IHSG, BI-rate, dan nilai emisi saham.

Peningkatan PDB mencerminkan peningkatan daya beli konsumen di suatu negara. Adanya peningkatan daya beli konsumen menyebabkan peningkatan permintaan masyarakat terhadap barang dan jasa perusahaan yang nantinya akan meningkatkan profit perusahaan. Peningkatan profit perusahaan akan mendorong perusahaan untuk terus melakukan perluasan baik itu dari segi pembangunan infrastruktur ataupun operasional. Sehingga perusahaan memerlukan pendanaan pembiayaan yang lebih. Dengan berpengaruh pertumbuhan perekonomian yang baik, akan mendorong perusahaan untuk menerbitkan sukuk sebagai alternatif pendanaan mereka. Selain akan mendorong perusahaan untuk mengeluarkan sukuk, kondisi perekonomian yang membaik akan mendorong masyarakat untuk berinvestasi pada pasar modal. Islam telah dianjurkan untuk menafkahkan sebagian harta, artinya melakukan kegiatan investasi yang sesuai dengan syariat Islam.

ءَامِنُوا بِاللّٰهِ وَرَسُوْلِهِ وَاَنْفِقُوْا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُّسْتَخْلِفِيْنَ فِيْهِۦۗ فَاَلَّذِيْنَ ءَامَنُوْا مِنْكُمْ
وَاَنْفَقُوْا لَهُمْ اَجْرٌ كَبِيْرٌ (٧)

Artinya:

“Berimanlah kamu kepada Allah dan Rasul-Nya dan nafkahkanlah sebagian dari hartamu yang Allah telah menjadikan kamu menguasainya. Maka orang-orang yang beriman di antara kamu dan menafkahkan (sebagian) dari hartanya memperoleh pahala yang besar” (QS. Al-Hadid [57] : 7)

Dalam Islam pertumbuhan ekonomi menggunakan parameter falah dalam tujuan kegiatan perekonomian, yang artinya kesejahteraan yang hakiki. Membaiknya kondisi perekonomian menunjukkan bahwa tingkat ksesjahteraan masyarakat telah meningkat. Daya beli masyarakat yang tinggi pada tingkat ekonomi yang baik mengindikasikan jika bahwa perusahaan akan mengalami peningkatan dalam penjualan dan juga laba yang diperoleh. Pada intinya, ekonomi islam harus mampu menyediakan suatu cara untuk mengukur kesejahteraan ekonomi dan kesejahteraan sosial berdasarkan sistem moral dan sosial Islam. (Huda *et all*, 2008: 32).

Penerbitan sukuk berdampak pada tingkat pengangguran suatu negara. Hal ini dikarenakan sukuk merupakan instrumen diversifikasi sumber pendanaan yang diperuntukkan dalam pembangunan infrastruktur dan ekspansi usaha. Pembangunan infrastruktur memerlukan tenaga kerja yang banyak. Perluasan usaha bertujuan untuk meningkatkan output dan produktivitas sehingga memerlukan tenaga kerja yang lebih banyak. Kedua hal ini juga dapat menyerap

angka pengangguran dan akan memberikan manfaat bagi orang lain. Allah SWT menjelaskan dalam firman dalam QS. Al-Anbiya': 107.

وَمَا أَرْسَلْنَاكَ إِلَّا رَحْمَةً لِّلْعَالَمِينَ (١٠٧)

Artinya:

Dan tiadalah Kami mengutus kamu, melainkan untuk (menjadi) rahmat bagi semesta alam. (QS. Al-Anbiya':107)

Penerbitan sukuk korporasi semakin mempengaruhi pertumbuhan ekonomi Indonesia walau pengaruhnya masih kecil dan masih jauh dibawah penerbitan surat berharga syariah negara dan juga obligasi konvensional. Hal ini dikarenakan sukuk merupakan instrumen investasi halal dengan *underlying asset* sehingga memiliki risiko yang lebih rendah pada akhirnya diminati oleh masyarakat. Sukuk juga digunakan pemerintah dan korporasi sebagai diversifikasi sumber pendanaan yang diperuntukkan dalam pembangunan infrastruktur dan ekspansi usaha.