

**ANALISIS PENGARUH HARGA SUKUK NEGARA RITEL
SERI SR-007, *YIELD*, NILAI TUKAR, TINGKAT BAGI
HASIL DEPOSITO MUDHARABAH, BI RATE, DAN
INFLASI TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN
SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007**

SKRIPSI



Oleh
LAILY FARIKHATUN NI'MAH
NIM: 15540033

**JURUSAN PERBANKAN SYARIAH (S1)
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)
MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG
2019**

**ANALISIS PENGARUH HARGA SUKUK NEGARA RITEL
SERI SR-007, *YIELD*, NILAI TUKAR, TINGKAT BAGI
HASIL DEPOSITO MUDHARABAH, BI RATE, DAN
INFLASI TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN
SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007**

SKRIPSI

Diajukan Kepada:

Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang
untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan
dalam Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)



Oleh

LAILY FARIKHATUN NI'MAH

NIM: 15540033

**JURUSAN PERBANKAN SYARIAH (S1)
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)
MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG
2019**

LEMBAR PERSETUJUAN

ANALISIS PENGARUH HARGA SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007, *YIELD*, NILAI TUKAR, TINGKAT BAGI HASIL DEPOSITO MUDHARABAH, *BI RATE*, DAN INFLASI TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007

Oleh

LAILY FARIKHATUN NI'MAH

NIM: 15540033

Telah disetujui pada tanggal 26 Maret 2019

Dosen Pembimbing,



Ahmad Sidi Pratomo, S.Ei., M.A

NIDT. 19840419 20160801 1 050

Mengetahui:

Ketua Jurusan

Perbankan Syariah (S1)



Eko Suprayitno, S.E., M.Si., Ph.D

NIP. 1975109 199903 1 003

LEMBAR PENGESAHAN

**ANALISIS PENGARUH HARGA SUKUK NEGARA RITEL
SERI SR-007, *YIELD*, NILAI TUKAR, TINGKAT BAGI
HASIL DEPOSITO MUDHARABAH, BI *RATE*, DAN
INFLASI TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN
SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007**

SKRIPSI

Oleh
LAILY FARIKHATUN NI'MAH
NIM : 15540033

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)
Pada 05 April 2019

Susunan Dewan Penguji

1. Ketua Penguji
Yayuk Sri Rahayu, S.E., M.M :
NIP. 19770826 200801 2 011
2. Sekretaris/Pembimbing
Ahmad Sidi Pratomo, S.Ei., M.A :
NIDT. 19840419 20160801 1 050
3. Penguji Utama
Dr. Vivin Maharani Ekowati, M.Si., M.M :
NIDT. 19750426 20160801 2 042

Tanda Tangan



Disahkan Oleh:
Ketua Jurusan,

Eko Suprayitno, S.E., M.Si., Ph.D
NIP. 19751109 199903 1 003

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Laily Farikhatun Ni'mah
 NIM : 15540033
 Fakultas/ Jurusan : Ekonomi/ Perbankan Syariah (S1)

menyatakan bahwa skripsi yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada jurusan Perbankan Syariah (S1) Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:

ANALISIS PENGARUH HARGA SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007, YIELD, NILAI TUKAR, TINGKAT BAGI HASIL DEPOSITO MUDHARABAH, BI RATE, DAN INFLASI TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-007

adalah hasil karya saya sendiri, bukan “duplikasi” dari karya orang lain.

Selanjutnya apabila di kemudian hari ada “klaim” dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 25 Maret 2019

Hormat saya,



Laily Farikhatun Ni'mah
NIM : 15540033

HALAMAN PERSEMBAHAN

Karya ilmiah ini kupersembahkan kepada:

Ayahanda dan Ibunda tercinta:

H. Ahmad Syuhudi dan Hj. Sunarwati

Saudara laki-laki tercinta:

Muhammad Ghufron Mubarok

Guruku:

Bapak Ahmad Sidi Pratomo, S.Ei., M.A

My best friends:

Yulinda Nordiana Maulidah, Khulaifatur Rifki, Ervina Rahmadila,
Pratiwi Desika dan Bashiroh Al Hawas

Teman-temanku di Pondok Pesantren Roudhotul Jannah:

Arty, Nailly, Ninik, Ais, Yunia, Danik, Indah, Icha, Hazl, Lisa, Sarah,
Hanum, Malfin dan Anazmil.

MOTTO

“Karunia Allah yang Paling Lengkap Adalah Kehidupan yang
Didasarkan Pada Ilmu Pengetahuan”

(Ali bin Abi Thalib)

“Hidup Ini Seperti Sepeda. Agar Tetap Seimbang, Kau Harus Terus
Bergerak”

(Albert Einstein)



KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr. Wb.

Segala puji syukur kehadirat Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayah-Nya penelitian ini dapat terselesaikan dengan judul “**Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-007, Yield, Nilai Tukar, Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah, BI Rate, dan Inflasi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007.**”

Shalawat dan salam semoga tetap tercurahkan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW yang telah membimbing kita dari kegelapan menuju jalan kebaikan, yakni Din al-Islam.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini tidak akan berhasil dengan baik tanpa adanya bimbingan dan sumbangan pemikiran dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang tak terhingga kepada:

1. Prof. Dr. Abdul Haris, M.Ag. selaku Rektor Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Bapak Dr. H. Nur Asnawi, M.Ag. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Bapak Eko Suprayitno, S.E., M.Si., Ph.D. selaku Ketua Jurusan Perbankan Syariah (S1) Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
4. Bapak Ahmad Sidi Pratomo, S.Ei., M.A selaku dosen pembimbing yang telah banyak meluangkan waktu dan sumbangan pemikiran guna memberi bimbingan, petunjuk, dan pengarahan kepada Penulis dalam menyusun skripsi ini.
5. Bapak Ibu dosen Jurusan Perbankan Syariah (S1) yang telah meluangkan waktu dan memberi banyak ilmu dan informasi terkait skripsi ini.
6. Ayah dan Ibu serta keluarga tercinta yang dengan sepenuh hati memberikan motivasi serta doa yang selalu terpanjatkan sehingga penulisan skripsi ini dapat terselesaikan.

7. Yulinda Noordiana, Khulaifatur Rifki, Bashiroh alhawas yang telah banyak memberikan dukungan berupa moral dan spiritual dalam penyelesaian skripsi ini.
8. Teman-teman jurusan Perbankan Syariah (S1) UIN Maulana Malik Ibrahim Malang angkatan 2015 yang telah memberikan semangat dan motivasi dalam menyelesaikan skripsi.
9. Serta semua pihak yang telah banyak membantu penulis sehingga tidak dapat disebutkan satu persatu.

Akhirnya, dengan segala kerendahan hati penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini masih jauh dari kata sempurna, oleh karena itu penulis mengharapkan kritik dan saran demi kesempurnaan penulisan ini. Penulis berharap semoga karya yang sederhana ini dapat bermanfaat dengan baik bagi semua pihak. Aamiin ya Robbal Alamin.

Malang, 27 Maret 2019

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL DEPAN	
HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PERSETUJUAN	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
SURAT PERNYATAAN	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN	iv
MOTTO	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
ABSTRAK (BAHASA INDONESIA)	xv
ABTRACT (BAHASA INGGRIS).....	xvi
المستخلص (BAHASA ARAB)	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian.....	13
1.4 Manfaat Penelitian.....	13
1.5 Batasan Penelitian	14
BAB II KAJIAN PUSTAKA	15
2.1 Penelitian Terdahulu	16
2.2 Kajian Teoritis	23
2.2.1 Surat Berharga Syariah Negara.....	23
2.2.2 Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara.....	25
2.2.3 Investasi Syariah	26
2.2.4 Pasar Modal Syariah	28
2.2.5 Sukuk	29
2.2.6 Sukuk Negara Ritel SR-007.....	33
2.2.7 Volume Perdagangan Sukuk.....	36
2.2.8 Harga Sukuk.....	38
2.2.9 <i>Yield</i>	41
2.2.10 Nilai Tukar	41

2.2.11	Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah.....	43
2.2.12	BI rate	45
2.2.13	Inflasi	47
2.3	Hubungan Antar Variabel	48
2.3.1	Harga terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007.....	48
2.3.2	Yield terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007	49
2.3.3	Nilai Tukar terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007 .	50
2.3.4	Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007	51
2.3.5	BI Rate terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007	52
2.3.6	Inflasi terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007	52
2.4	Kerangka Konseptual	53
2.5	Hipotesis.....	55
BAB III METODE PENELITIAN		57
3.1	Jenis dan Pendekatan Penelitian.....	57
3.2	Lokasi Penelitian	57
3.3	Populasi dan Sampel	58
3.4	Tehnik Pengambilan Sampel.....	58
3.5	Data dan Jenis Data	59
3.6	Tehnik Pengumpulan Data	59
3.7	Definisi Operasional.....	60
3.7.1	Harga Sukuk (X1)	60
3.7.2	Yield (X2).....	61
3.7.3	Nilai Tukar (X3).....	62
3.7.4	Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah (X4)	62
3.7.5	BI Rate (X5).....	63
3.7.6	Inflasi (X6).....	63
3.7.7	Volume Perdagangan Sukuk SR-007 (Y)	64
3.8	Analisis Data	65
3.8.1	Vector Autoregressive (VAR)	65
3.8.2	Vector Error Corection Model (VECM)	66
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....		71
4.1	Hasil Penelitian	71
4.1.1	Gambaran Umum Obyek Penelitian	71
4.1.2	Hasil Analisis Deskriptif.....	75
4.1.3	Pengujian Stasioneritas	76
4.1.4	Penentuan Lag Optimum	78
4.1.5	Pengujian Kointegrasi	79
4.1.6	Estimasi VECM	80
4.1.7	Analisis Impulse Respon Function (IRF).....	84
4.1.8	Analisis Variance Decomposition atau Forecast Error Variance Decomposition (FEVD).....	88
4.2	Pembahasan.....	89

BAB V PENUTUP	98
5.1 Kesimpulan.....	98
5.2 Saran.....	99
DAFTAR PUSTAKA	
LAMPIRAN-LAMPIRAN	



DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Sukuk Negara Ritel	2
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	16
Tabel 3.1 Kriteria Penentuan Sampel.....	59
Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel.....	64
Tabel 4.1 Agen Penjual Sukuk Perbankan.....	71
Tabel 4.2 Agen Penjual Sukuk Perusahaan Sekuritas.....	72
Tabel 4.3 Penyebaran Investor Sukuk Berdasarkan Profesi	73
Tabel 4.4 Penyebaran Investor Sukuk Berdasarkan Usia	73
Tabel 4.5 Penyebaran Investor Sukuk Berdasarkan Geografis.....	74
Tabel 4.6 Analisis Deskriptif	75
Tabel 4.7 Pengujian Stasioneritas Tingkat Level.....	77
Tabel 4.8 Pengujian Stasioneritas Tingkat <i>First Difference</i>	78
Tabel 4.9 Hasil Lag optimum	78
Tabel 4.10 Stabilitas Lag optimum	79
Tabel 4.11 Hasil Uji Kointegrasi	80
Tabel 4.12 Hasil Estimasi Jangka Pendek.....	81
Tabel 4.13 Hasil Estimasi Jangka Panjang	82
Tabel 4.14 Analisis <i>Impulse Respon Function</i> (IRF).....	84
Tabel 4.15 Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i>	88

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-007	4
Gambar 1.2 Harga Sukuk Negara Ritel SR-007	5
Gambar 1.3 Fluktuasi <i>Yield to Maturity</i> (YTM)	6
Gambar 1.4 Fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap dollar AS	7
Gambar 1.5 Fluktuasi Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah	9
Gambar 1.6 Fluktuasi BI Rate	10
Gambar 1.7 Fluktuasi Tingkat Inflasi	11
Gambar 2.1 Skema SBSN	33
Gambar 2.2 Kurva IS-LM	539
Gambar 2.3 Kurva MEI (<i>Marginal Eficiency of Investment</i>)	46
Gambar 2.4 Kerangka Konseptual	53
Gambar 2.3 Kerangka Hipotesis	55
Gambar 3.1 UJI VAR VECM	67

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Data Penelitian
- Lampiran 2 Analisis Deskriptif
- Lampiran 3 Pengujian Stasioneritas
- Lampiran 4 Pengujian Lag Optimum
- Lampiran 5 Pengujian Stabilitas
- Lampiran 6 Pengujian Kointegrasi
- Lampiran 7 Uji VECM
- Lampiran 8 Analisis *Impulse Respon Function* (IRF)
- Lampiran 9 Analisis *Variance Decomposition*
- Lampiran 10 Biodata Peneliti
- Lampiran 11 Surat Izin Penelitian
- Lampiran 12 Bukti Konsultasi
- Lampiran 13 Surat Keterangan Bebas Plagiarisme
- Lampiran 14 Hasil Turnitin

ABSTRAK

Ni'mah, Laily Farikhatun. 2019. SKRIPSI. Judul: Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri Sr-007, *Yield*, Nilai Tukar, Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah, *BI Rate*, dan Inflasi terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007.

Pembimbing : Ahmad Sidi Pratomo, S.Ei., M.A

Kata Kunci : Volume Perdagangan Sukuk, Sukuk Negara Ritel, Faktor Internal dan Faktor Eksternal

Volume perdagangan sukuk negara ritel merupakan jumlah lembar sukuk negara ritel yang diperdagangkan di bursa. Sukuk negara ritel diterbitkan untuk membiayai defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh Faktor internal dan faktor eksternal terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif deskriptif. Peneliti menggunakan data bulanan periode April 2015 hingga Maret 2018. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Harga, *Yield to Maturity* (YTM), Nilai Tukar, Bagi Hasil Deposito Mudharabah, *BI rate*, Inflasi dan Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007. Alat analisis dalam penelitian ini yaitu *Vector Error Correction Model* (VECM) dengan menggunakan Eviews 9.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka pendek antara variabel YTM yang berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Pada hubungan jangka panjang variabel YTM, Nilai Tukar, *BI Rate*, dan Inflasi memberikan pengaruh yang positif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Variabel Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah pada jangka panjang berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007.

ABSTRACT

Ni'mah, Laily Farikhatun. 2019. THESIS “*Analysis of the influence of the price of the Retail Sukuk Series Sr-007, Yield, exchange rate, the rate For Deposits Mudharabah Results, the BI Rate, and inflation against a trading Volume of Sukuk Retail Series SR-007*”

Advisor : Ahmad Sidi Pratomo, S.Ei., M.A

Keywords : *Trading Volume of Sukuk, Retail Sukuk, Internal Factors and External Factors*

Trading volume of retail sukuk is the number of sheets of the State retail sukuk listed on the stock exchange. The country's retail sukuk issued to finance a deficit Budget of income and Expenditure of the State (STATE BUDGET) the purpose of this research is to examine and analyze the influence of internal factors and external factors against the trading volume of sukuk country retail series SR-007.

This research uses descriptive quantitaif approach. Researchers use the data monthly on the period April 2015 until March 2018. The variables used in this study is the price, the Yield to Maturity (YTM), Exchange Rates, Rate For Deposits Mudharabah Results, the BI rate, inflation and trading Volume of Sukuk Retail Series SR-007. The research analytical tool is Vector Error Correction models (VECM) using Eviews 9.

The results of this research show that there is a short-term relationship between variables YTM negatively to trading volume of sukuk retail series SR-007 that influence positive . In a long term relationship variables YTM, the exchange rate, the BI Rate, and inflation provide a positive influence against the trading volume of sukuk retail series SR-007. Variable Rate For Deposits Mudharabah Results on the long run effect negatively to trading volume of sukuk retail series SR-007.

المستخلص

النعمة، ليلي فريجة. 2019. بحث جامعي. العنوان: تحليل أثر سعر صكوك الدولة التجزئة رقم التسلسل Sr-007، المحصول، العملة، درجة تقاسم الأرباح من ودیعة المضاربة، معدل البنك الإندونيسي، والتضخم إلى كمية التجارة لصكوك الدولة التجزئة رقم التسلسل Sr-007.

المشرف : أحمد سيدي براطاما، الماجستير

الكلمات الدلالية : كمية تجارة الصكوك، صكوك الدولة التجزئة، ميكرو الاقتصاد، ضخامة الاقتصاد

كمية التجارة لصكوك الدولة التجزئة هي عدد الصفحات لصكوك الدولة التجزئة المباعة في بورصة. وصدر هذا الصكوك لتمويل تدهور ميزانية الدولة. يهدف هذا البحث إلى اختبار تأثير متغير ميكرو الاقتصاد إلى كمية التجارة لصكوك الدولة التجزئة رقم التسلسل Sr-007 وتحليلها.

استخدم هذا البحث المدخل الكمي الوصفي. استخدمت الباحثة البيانات الشهرية فترة أبريل 2015 حتى مارس 2018. وأما المتغيرات المستخدمة هي السعر، محصول النضوج، العملة، تقاسم الأرباح من ودیعة المضاربة، معدل البنك الإندونيسي، والتضخم وكمية التجارة لصكوك الدولة التجزئة رقم التسلسل Sr-007. وأدوات التحليل في هذا البحث هي نموذج تعديل الأخطاء الموجه باستخدام 9 eviews.

ونتائج البحث هي أن هناك العلاقة لمدة قصيرة بين متغير محصول النضوج الإيجابي إلى وكمية التجارة لصكوك الدولة التجزئة رقم التسلسل Sr-007. وفي العلاقة لمدة طويلة بين ، محصول النضوج، العملة، معدل البنك الإندونيسي، والتضخم تؤثر إيجابيا إلى وكمية التجارة لصكوك الدولة التجزئة رقم التسلسل Sr-007. ومتغير درجة تقاسم الأرباح لمدة طويلة تؤثر سلبيا إلى كمية التجارة لصكوك الدولة التجزئة رقم التسلسل Sr-007.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Industri keuangan syariah di Indonesia mengalami pertumbuhan yang sangat pesat. Berdasarkan data statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK), pada tahun 2017 Indonesia berada pada posisi ke-9 dalam kategori total aset keuangan syariah terbesar dunia. Pada saat ini, Indonesia berada di posisi ke-7 dunia dengan total aset keuangan syariah sebesar 81,84 milyar dollar. Pada akhir bulan Juni 2018, pasar modal syariah memberikan kontribusi paling besar bagi aset keuangan syariah. Pasar modal syariah memberikan kontribusi sebesar 55 persen. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah mengalami pertumbuhan lebih besar dibandingkan lembaga keuangan syariah lainnya (Otoritas Jasa Keuangan, 2018).

Defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) tahun 2017 sebesar 2,57 persen atau senilai Rp 345,8 triliun. Realisasi penerimaan negara selama tahun 2017 sebesar Rp 1.655,8 triliun telah mencapai 9,54 persen dari target sebesar 1.736,1 triliun, sedangkan realisasi belanja negara sebesar 93,8 persen dari APBN-Perubahan (Situmorang, 2018). Defisit APBN ditutupi oleh pembiayaan baik pembiayaan utang maupun non utang. Khusus untuk pembiayaan utang, Pemerintah akan melakukan pinjaman luar negeri dan pinjaman dalam negeri serta penerbitan surat berharga negara dalam bentuk surat utang negara dan surat berharga syariah negara (Manab & Sujianto, 2016:15).

Sukuk merupakan surat berharga syariah negara yang dikeluarkan oleh kementerian keuangan melalui Direktorat Jenderal Pengelola Pembiayaan dan Risiko (DJPPR). Sampai saat ini terdapat tujuh jenis sukuk negara yang dikeluarkan oleh Pemerintah yaitu: Sukuk Ritel (SR), *Islamic Fixed Rate* (IFR), Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPNS), Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI), *Project Based Sukuk* (PBS), sukuk valas dan sukuk tabungan. Jumlah tersebut mengalahkan produk Surat Utang Negara (SUN) yang hanya memiliki lima jenis produk sukuk. Sukuk negara ritel merupakan salah satu dari jenis sukuk yang dikeluarkan oleh pemerintah. Sukuk negara ritel yang pertama kali dikeluarkan yaitu pada tahun 2009 dengan seri SR-001. Akad yang digunakan yaitu *ijarah sale and lease back*. Sukuk SR-001 mempunyai imbal hasil kepada investor sebesar 12 persen. Hingga saat ini, pemerintah telah mengeluarkan sukuk negara SR-011 yang berarti pemerintah telah menerbitkan sukuk negara ritel sebanyak 11 seri. Berikut ini merupakan 11 seri sukuk yang telah diterbitkan oleh pemerintah (Kementerian Keuangan, 2019):

Tabel 1. 1
Sukuk Negara Ritel

Sukuk Negara Ritel	Tanggal Penerbitan	Tanggal Jatuh Tempo	Tenor	Volume Penerbitan	Kupon
SR-001	25 Februari 2009	25 Februari 2012	3 tahun	5,565 triliun	12,00%
SR-002	10 Februari 2010	10 Februari 2013	3 tahun	8,033 triliun	8,70%
SR-003	23 Februari 2011	23 Februari 2014	3 tahun	7,341 triliun	8,15%
SR-004	21 Maret 2012	21 September 2015	3 tahun	13,6 triliun	6,25%
SR-005	27 Februari 2013	27 Februari 2016	3 tahun	14,968 triliun	6,00%

SR-006	05 Maret 2014	05 Maret 2017	3 tahun	19,323 triliun	8,75%
SR-007	11 Maret 2015	11 Maret 2018	3 tahun	21,965 triliun	8,25%
SR-008	10 Maret 2016	10 Maret 2019	3 tahun	31,5 triliun	8,30%
SR-009	22 Maret 2017	10 Maret 2020	3 tahun	14,037 triliun	6,90%
SR-010	21 Maret 2018	10 Maret 2021	3 tahun	8,437 triliun	5,90%
SR-011	28 Maret 2019	10 Maret 2022	3 tahun	21.11 triliun	8,05%

Sumber: Kemeterian Keuangan, 2019

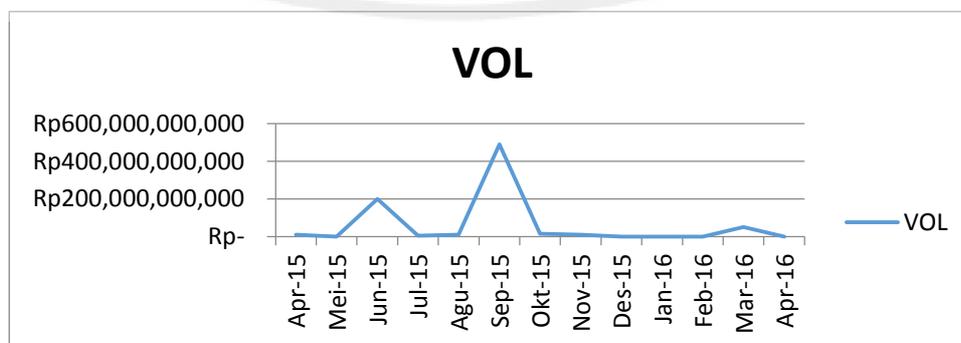
Sukuk negara ritel SR-007 merupakan sukuk negara yang diterbitkan pada tanggal 11 Maret 2015 dan jatuh tempo pada tanggal 11 Maret 2018. Akad yang digunakan dalam SR-007 adalah *ijarah asset to be leased*. Imbal hasil yang diberikan kepada investor sebesar 8,25 persen per tahun. Sukuk negara ritel SR-007 diterbitkan melalui perusahaan penerbit SBSN diseluruh Indonesia (Suminto, 2015). Penerbitan sukuk negara ritel SR-007 ditetapkan pada tanggal 9 Maret 2015 sebesar Rp 21,965 triliun. Penerbitan sukuk SR-007 mengalami kenaikan dari tahun sebelumnya yang hanya sebesar Rp 19,3 triliun. Jumlah investor sukuk SR-007 sebesar 29.706 orang. Sementara itu sukuk SR-006 memiliki jumlah investor sebesar 34.000 orang (Amali, 2018). Jumlah investor mengalami penurunan, namun jumlah penerbitan sukuk mengalami kenaikan. Hal ini menunjukkan bahwa jumlah sukuk yang dibeli oleh investor semakin banyak. Minat beli investor semakin besar, hal ini disebabkan oleh semakin baiknya pemahaman masyarakat tentang investasi sukuk negara ritel. Hal ini juga bisa disebabkan oleh semakin inovatifnya agen penjual sukuk dalam memasarkan produknya. Pemerintah juga selalu menekankan bahwa investasi sukuk

merupakan investasi yang aman dan menguntungkan. Selain itu masyarakat dapat berpartisipasi dalam membiayai pembangunan infrastruktur negara.

Investor melakukan investasi untuk mencari keuntungan. Berikut ini merupakan faktor-faktor utama yang menentukan tingkat investasi adalah: tingkat keuntungan yang diramalkan akan diperoleh, suku bunga, ramalan mengenai keadaan ekonomi di masa depan, kemajuan teknologi, tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya serta keuntungan yang diperoleh perusahaan-perusahaan (Sukirno, 2011:112).

Investor menggunakan volume perdagangan untuk melihat bagaimana perkembangan sukuk yang diperdagangkan di pasar sekunder (Yusiarmayanti, 2017). Pergerakan volume perdagangan ini bersifat fluktuatif. Hal tersebut disebabkan oleh variabel-variabel ekonomi yang dapat mempengaruhi volume perdagangan sukuk. Likuiditas obligasi dipengaruhi oleh faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal yang mempengaruhi obligasi adalah karakteristik obligasi itu sendiri, sedangkan faktor eksternal yang mempengaruhi likuiditas adalah faktor dari luar obligasi yaitu faktor makroekonomi (Rosetika, 2018).

Gambar 1.1
Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-007



Sumber: *The Indonesia Capital Market* (2018)

Dari grafik diatas dapat diketahui volume perdagangan sukuk SR-007 mengalami naik turun. Volume perdagangan tertinggi yaitu pada bulan September 2015 yaitu sebesar Rp 490 miliar. Sementara volume perdagangan terendah terdapat pada bulan Desember 2015 yaitu sebesar Rp 24 juta.

Harga merupakan salah satu faktor internal yang digunakan sebagai pertimbangan dalam membeli suatu produk. Harga juga menjadi indikator terhadap permintaan suatu barang. Dalam hukum permintaan menurut Sukirno (2014:76) disebutkan bahwa semakin tinggi harga suatu barang maka semakin sedikit permintaan terhadap barang tersebut. Sebaliknya semakin rendah harga suatu barang semakin banyak jumlah barang yang diminta. Berikut ini merupakan fluktuasi harga sukuk negara ritel SR-007:

Gambar 1.2
Harga Sukuk Negara Ritel SR-007



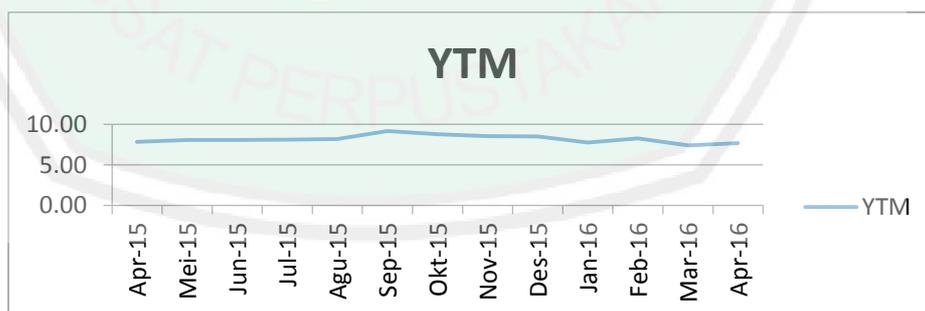
Sumber: *The Indonesia Capital Market Institute* (2018)

Berdasarkan grafik diatas dapat diketahui bahwa harga sukuk SR-007 memiliki fluktuasi yang tidak terlalu signifikan. Harga sukuk tertinggi terjadi pada bulan Maret 2016 yaitu sebesar 101,55 persen dari nilai nominal. Sementara itu, harga terendah sukuk terjadi pada bulan September 2015 yaitu sebesar 98,00 persen dari nilai nominal. Berdasarkan hukum permintaan seharusnya harga

terendah sukuk terjadi pada bulan September 2015, dikarenakan volume perdagangan memiliki batas paling tinggi. Namun hal tersebut tidak sesuai dengan teori permintaan. Perubahan harga memiliki pengaruh terhadap volume perdagangan sukuk. Hal ini sesuai dengan penelitian Amali (2018), Syaifudin (2015), dan Wulandari (2015) yang menyatakan bahwa harga sukuk berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk, namun dalam penelitian Rahman dkk., (2016) harga berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk.

Tingkat imbal hasil sukuk (*yield*) juga merupakan faktor internal yang memiliki kecenderungan untuk mempengaruhi volume perdagangan sukuk. Investor akan menjadikan *yield* sebagai pertimbangan dalam membeli sukuk. Investor hanya akan melaksanakan keinginan untuk menanamkan modalnya apabila tingkat pengembalian modal (keuntungan) yang akan diperolehnya lebih besar dari suku bunga yang harus dibayarnya (Sukirno, 2011:123).

Gambar 1.3
Fluktuasi Yield to Maturity (YTM)



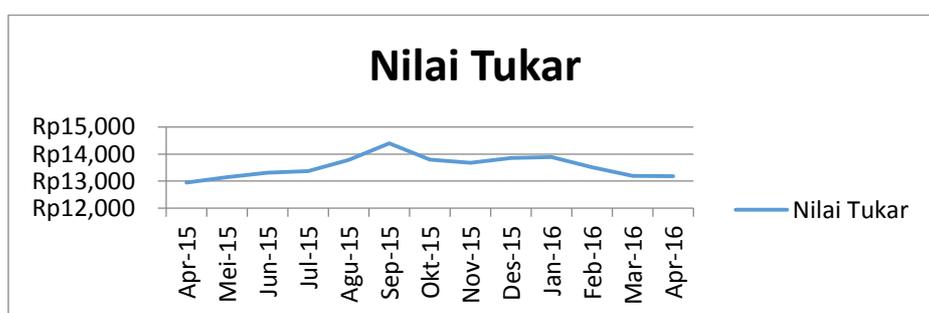
Sumber: *The Indonesia Capital Market Institute* (2018)

Berdasarkan grafik diatas dapat diketahui bahwa *yield* sukuk SR-007 memiliki fluktuasi yang tidak terlalu signifikan. YTM sukuk tertinggi terjadi pada bulan September 2015 yaitu sebesar 6,42 persen. Sementara itu, YTM terendah sukuk terjadi pada bulan Maret 2016 yaitu sebesar 7,39 persen. Putri (2018)

menyatakan bahwa YTM berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk, namun dalam penelitian Syaifudin (2015) YTM tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk.

Selain faktor internal, faktor eksternal yang merupakan variabel makroekonomi juga memiliki kecenderungan untuk memberikan pengaruh terhadap volume perdagangan sukuk, diantaranya adalah nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, BI *rate* dan inflasi.. Kondisi perekonomian suatu negara dapat dilihat dari nilai tukar mata uangnya. Suatu mata uang dikatakan kuat apabila transaksi kredit lebih besar dari transaksi debit. Sebaliknya mata uang dikatakan lemah apabila neraca pembayarannya mengalami defisit. Jika nilai tukar rupiah menguat, maka investor domestik ataupun investasi asing akan tertarik untuk berinvestasi khususnya investasi terhadap sukuk (Putri, 2018). Pengertian nilai tukar menurut Sukirno (2011:397) dijelaskan bahwa nilai tukar adalah jumlah uang domestik yang dibutuhkan, yaitu banyaknya rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Dalam hal ini nilai tukar yang digunakan adalah nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat. Berikut ini merupakan fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap dollar AS:

Gambar 1.4
Fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap dollar AS

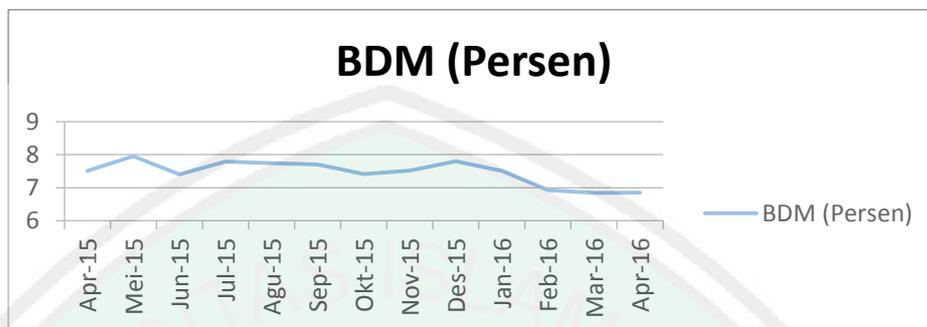


Sumber: www.bi.go.id (2018)

Dalam grafik diatas dapat diketahui bahwa nilai tukar mengalami perubahan dalam setiap bulan. Nilai tukar rupiah terhadap dollar AS yang paling kuat terjadi pada bualan April 2015 yaitu sebesar Rp 12.947. Nilai tukar rupiah terhadap dollar AS yang paling lemah terjadi pada bulan Januari 2016 yaitu Rp 13.889. Hal ini tidak sesuai dengan teorinya, apabila nilai tukar rupiah menguat maka investor akan tertarik untuk membeli sukuk. Volume perdagangan tertinggi yaitu pada bulan September 2015 diikuti dengan nilai tukar rupiah terhadap dollar AS yang melemah. Berdasarkan hasil penelitian Putri (2018) dan Widianti (2015), nilai tukar memiliki pengaruh yang signifikan terhadap permintaan sukuk.

Faktor makroekonomi lainnya yang kecenderungan untuk mempengaruhi volume perdagangan sukuk SR-007 adalah tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah. Investor akan melihat perbandingan antara nisbah bagi hasil dalam sukuk dan nisbah bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah. Semakin banyak nisbah bagi hasil yang diberikan kepada investor, maka investor akan tertarik dengan instrumen investasi tersebut. Hal ini sesuai dengan penelitian Amali (2018), Widianti (2015) dan Wulandari (2015) yang menyatakan bahwa tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk. Berikut ini merupakan tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah:

Gambar 1.5
Fluktuasi Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah



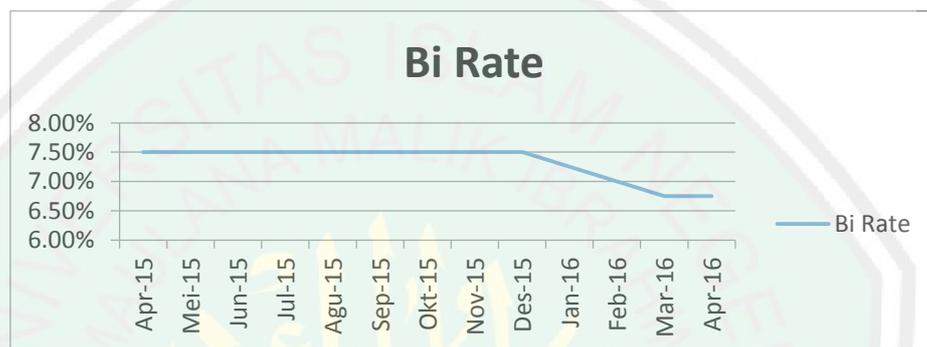
Sumber: www.ojk.go.id (2018)

Berdasarkan grafik diatas dapat diketahui bahwa tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah mengalami fluktuasi. Tingkat bagi hasil tertinggi terjadi pada bulan Mei 2015 yaitu sebesar 7,95 persen per tahun. Amali (2018) menyatakan bahwa dalam jangka pendek tingkat imbal hasil deposito mudharabah berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk, namun Yusiarmayanti (2017) menyatakan bahwa dalam jangka pendek tingkat imbal hasil deposito mudharabah tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk

Faktor makroekonomi lainnya yang memiliki kecenderungan untuk mempengaruhi volume perdagangan sukuk SR-007 adalah BI *rate*. Faktor utama yang menentukan tingkat investasi adalah tingkat suku bunga. Apabila suku bunga tinggi maka jumlah investasi akan berkurang, sebaliknya suku bunga yang rendah akan mendorong lebih banyak investasi (Sukirno, 2011:127). Suku bunga acuan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia ini merupakan salah satu acuan yang dijadikan setiap individu dalam menentukan pilihannya untuk membelanjakan uangnya lebih banyak atau menyimpan uangnya dalam bentuk tabungan. BI *rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan

moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia kepada publik (Bank Indonesia, 2016). Berikut ini merupakan fluktuasi BI rate:

Gambar 1.6
Fluktuasi BI Rate



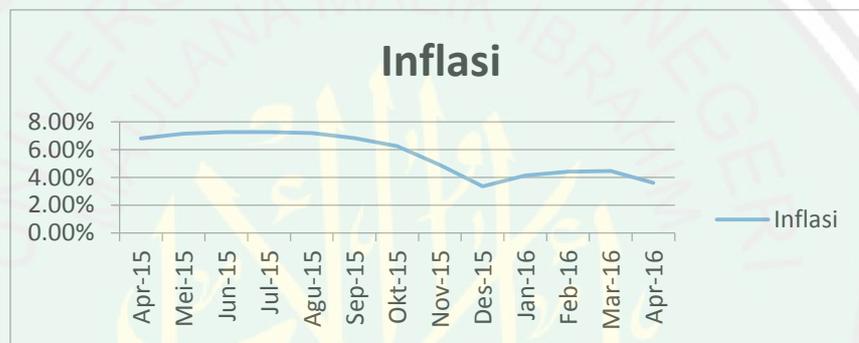
Sumber: www.bi.go.id (2018)

Berdasarkan grafik diatas dapat diketahui bahwa BI rate mengalami fluktuasi, namun cenderung stabil pada tingkat 7,5 persen. BI rate mengalami penurunan secara terus menerus hingga bulan April 2016. Penelitian tentang pengaruh variabel BI rate terhadap volume perdagangan sukuk banyak dilakukan, diantaranya Amali (2018), Rahman dkk., (2016) dan Widianti (2015) yang menyatakan bahwa BI rate berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk.

Faktor makroekonomi lainnya yang memiliki kecenderungan dalam mempengaruhi volume perdagangan sukuk SR-007 adalah inflasi. Inflasi merupakan kenaikan harga secara terus menerus. Inflasi yang rendah akan mempengaruhi masyarakat untuk berinvestasi dalam instrumen sukuk. Semakin rendah tingkat inflasi, maka investor akan semakin tertarik untuk membeli instrumen investasi. Menurut Raharja (2004) dalam Bella (2018) inflasi yang rendah mengakibatkan tingkat daya beli terhadap produk investasi menjadi sangat

bagus, sehingga hal tersebut juga akan memberikan dampak positif terhadap volume perdagangan sukuk. Hal ini sesuai dengan penelitian Widianti (2015), Al-raeai et al., (2018) dan Sin Yee et al., (2015) yang menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap sukuk. Adapun tingkat inflasi di Indonesia pada tahun 2015 hingga 2016 sebagaimana grafik berikut:

Gambar 1.7
Fluktuasi Tingkat Inflasi



Sumber: www.bi.go.id (2018)

Berdasarkan grafik tersebut dapat diketahui bahwa inflasi di Indonesia paling rendah terjadi pada bulan Desember 2015 yaitu 3,35 persen. inflasi yang paling tinggi terjadi pada bulan Juni dan Juli 2015 yaitu sebesar 7,26 persen. hal ini tidak sesuai dengan teori yang ada. Berdasarkan grafik volume perdagangan SR-007 pada bulan Desember 2015 mengalami penurunan, padahal inflasi pada waktu itu rendah. Berdasarkan hasil penelitian Widianti (2015) dan Sin Yee et al., (2015) inflasi berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk, sementara berdasarkan hasil penelitian Rahman dkk., (2016) inflasi tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk.

Sukuk yang dipilih sebagai sampel adalah sukuk negara ritel seri SR-007. Hal ini dikarenakan sukuk SR-007 merupakan sukuk yang telah jatuh tempo

dengan periode waktu yang diinginkan oleh peneliti. Berdasarkan hasil penelitian terjadi ketidaksesuaian antara teori dengan fenomena yang ada serta inkonsistensi terhadap hasil penelitian sehingga peneliti bermaksud untuk mengkaji ulang mengenai hal tersebut. Oleh karena itu berdasarkan pemaparan dan *gap* fenomena dan *gap research* diatas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul ”Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-007, *Yield*, Nilai Tukar, Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah, *BI Rate*, dan Inflasi terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel Seri SR-007”.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah diuraikan, maka rumusan masalahnya adalah sebagai berikut:

1. Apakah harga sukuk negara ritel SR-007 berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007?
2. Apakah *yield* berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007?
3. Apakah nilai tukar berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007?
4. Apakah tingkat bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007?
5. Apakah *BI rate* berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007?
6. Apakah inflasi berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah diuraikan diatas, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis pengaruh harga sukuk negara ritel SR-007 terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.
2. Untuk menganalisis pengaruh *yield* terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.
3. Untuk menganalisis pengaruh nilai tukar terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.
4. Untuk menganalisis pengaruh tingkat bagi hasil deposito mudharabah terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.
5. Untuk menganalisis pengaruh BI *rate* terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007
6. Untuk menganalisis pengaruh inflasi terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi Pemerintah

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan informasi dan menjadi bahan pertimbangan dalam meningkatkan volume perdagangan sukuk negara ritel.

2. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi dan untuk menambah wawasan ilmu pengetahuan bagi pihak-pihak yang ingin meneliti lebih lanjut tentang sukuk negara ritel.

3. Bagi Masyarakat

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi dalam berinvestasi pada sukuk negara ritel.

1.5 Batasan Penelitian

1. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa dokumen bulanan sukuk negara ritel SR-007, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah, *BI rate* dan inflasi.
2. Objek penelitian ini adalah sukuk negara ritel yang dikeluarkan tahun 2015 dan jatuh tempo pada tahun 2018 yaitu sukuk negara ritel SR-007.
3. Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.
4. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga sukuk negara ritel SR-007, *yield*, nilai tukar (dari rupiah terhadap dollar AS), tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah, *BI rate* dan inflasi yang dilihat dari Indeks Harga Konsumen (IHK).

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai pengaruh variabel harga, *yield*, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, *BI rate*, dan inflasi terhadap volume perdagangan sukuk sudah sering dilakukan oleh beberapa penelitian dengan hasil penelitian dan teknik analisis data yang berbeda-beda dalam penelitiannya. Secara keseluruhan dapat dijelaskan bahwa hasil penelitian terdahulu menunjukkan adanya pengaruh antara variabel harga, *yield*, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, *BI rate*, dan inflasi terhadap volume perdagangan sukuk. Beberapa penelitian terdahulu yang terkait dengan topik dalam penelitian merupakan suatu acuan yang penting, sehingga peneliti mengumpulkan beberapa penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian ini. Berikut ini merupakan beberapa penelitian terdahulu yang terkait:

Tabel 2. 1
Penelitian Terdahulu

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel dan indikator / fokus penelitian	Metode/ Analisis Data	Hasil Penelitian
1.	Arafat Mansoor Al-raeai et all., 2018. <i>The Role of Macroeconomic Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council Countries.</i>	<p>Variabel Independen: Pertumbuhan ekonomi (GDP), harga minyak, kurs, inflasi, tingkat menabung dan perdagangan bebas</p> <p>Variabel dependen: Pertumbuhan sukuk</p>	Metode kuantitatif/ regresi dengan statistik deskriptif	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel GDP, tingkat menabung, harga minyak, inflasi dan pasar bebas berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. • Variabel kurs berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk.
2.	Qisthi Amali, 2018, Analisis faktor –faktor yang mempengaruhi volume perdagangan sukuk negara ritel SR-006 di Indonesia.	<p>Variabel independen: Harga sukuk, <i>yield</i>, tingkat imbal hasil deposito mudharabah, harga emas dan <i>BI rate</i></p> <p>Variabel dependen: Volume perdagangan sukuk</p>	Metode kuantitatif/ analisis data dengan VAR/VECM	<ul style="list-style-type: none"> • Dalam jangka panjang, variabel harga sukuk dan <i>yield</i> berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-006. <i>BI rate</i> memiliki pengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk SR-006. • Dalam jangka pendek tingkat imbal hasil deposito mudharabah dan harga emas berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk negara SR-006

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel dan indikator / fokus penelitian	Metode/ Analisis Data	Hasil Penelitian
3.	Rahajeng Cahyaning Putri, 2018, Pengaruh Faktor Domestik dan Asing terhadap Permintaan Surat Berharga Syariah Negara Di Indonesia.	<p>Variabel independen: Nilai tukar, <i>yields</i>, GDP dan <i>yields</i> Malaysia</p> <p>Variabel dependen: Permintaan Surat Berharga Syariah Negara</p>	Metode Kuantitatif/ analisis data dengan VECM	<ul style="list-style-type: none"> Seluruh variabel baik nilai tukar, <i>yields</i>, GDP dan <i>yields</i> Malaysia memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap permintaan surat berharga syariah negara.
4.	Rita Yusiarmayanti, 2017, Faktor-faktor yang Memengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-005 di Indonesia 2013-2016.	<p>Variabel independen: harga, <i>yield</i>, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, tingkat suku bunga deposito bank umum, <i>BI rate</i>, inflasi dan GDP.</p> <p>Variabel dependen: Volume perdagangan sukuk SR-005</p>	Metode Kuantitatif/ analisis data dengan VAR/VECM	<ul style="list-style-type: none"> Dalam jangka panjang harga, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, dan inflasi berpengaruh negatif signifikan, sementara variabel tingkat suku bunga deposito bank umum dan GDP berpengaruh positif signifikan terhadap volume perdagangan sukuk SR-005. Dalam jangka pendek harga sukuk berpengaruh negatif signifikan sementara itu, variabel <i>yield</i> berpengaruh positif signifikan terhadap volume perdagangan sukuk SR-005.

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel dan indikator / fokus penelitian	Metode/ Analisis Data	Hasil Penelitian
5.	Houcem Smaoui dan Mohsin Khawaja, 2016, <i>The Determinant of Sukuk Market Development</i> .	Variabel independen: <i>Economic size, natural openness, legal origin, muslim population, size of islamic banking, income per capita, institution, interest rates dan exchanges rate votality</i> Variabel dependen: Pertumbuhan pasar sukuk	Metode Kuantitatif/ data panel dengan sistem <i>General Method of Moments</i> (GMM)	<ul style="list-style-type: none"> • Hasil menunjukkan kombinasi dari faktor struktural, keuangan dan institusional tampaknya memberikan pengaruh yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. • Variabel <i>interest rate</i> memiliki hubungan negatif dengan pertumbuhan pasar sukuk.
6.	Faizul Rahman dkk, 2016, Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi dan BI rate terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005.	Variabel Independen: Harga sukuk negara ritel SR-005, tingkat inflasi dan BI rate Variabel Dependen: Tingkat permintaan sukuk SR-005	Metode Kuantitatif/ analisis regresi linier berganda	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel harga sukuk negara ritel seri SR-005 dan tingkat inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel seri SR-005. • Variabel BI rate berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-005.

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel dan indikator / fokus penelitian	Metode/ Analisis Data	Hasil Penelitian
7.	Muhammad Sayid, Abdullah, 2016. Analisis Permintaan Sukuk Di Indonesia Periode 2013:1 - 2015:12.	<p>Variabel Independen: Harga, inflasi, nisbah bagi hasil deposito mudharabah, dan Pendapatan perkapita..</p> <p>Variabel Dependen: Permintaan sukuk ritel dan sukuk korporasi di Indonesia.</p>	Metode <i>Error Correction Model</i> (ECM)	<ul style="list-style-type: none"> • Dalam jangka pendek: Harga sukuk berpengaruh positif dan tidak signifikan, inflasi berpengaruh positif dan tidak signifikan, nisbah bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh positif dan tidak signifikan, pendapatan perkapita berpengaruh negatif dan signifikan terhadap permintaan sukuk di Indonesia. • Dalam jangka panjang: harga, inflasi, nisbah bagi hasil deposito mudharabah, dan pendapatan perkapita sukuk berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk di Indonesia.
8.	Chew Sin Yee et all., 2015, <i>Bilateral or Unilateral? The Relationship Between The Government Investment Issue (GII) and Macroeconomic variables.</i>	<p>Variabel Independen: Ekspor, inflasi, nilai tukar, GDP dan suku bunga</p> <p>Variabel dependen: Volume Government Investment Issue (GII)</p>	Metode Kuantitatif/ Uji Unit <i>root</i> , uji kausalitas granger, uji regresi OLS, dan uji diagnostik	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel ekspor, inflasi, nilai tukar dan GDP berpengaruh positif signifikan terhadap volume GII di Malaysia. • Variabel suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap volume GII di Malaysia.

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel dan indikator / fokus penelitian	Metode/ Analisis Data	Hasil Penelitian
9.	Ahmad Syaifudin, 2015. Pengaruh <i>price, rating, yield, SBIS</i> dan GDP terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal di Indonesia.	Variabel Independen: <i>Price, rating, yield, SBIS</i> dan GDP Variabel Dependen: Permintaan sukuk negara ritel SR-005	Metode Kuantitatif/ analisis regresi sederhana	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel <i>price</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk korporasi. Sementara variabel <i>rating</i> berpengaruh terhadap permintaan sukuk korporasi. Variabel <i>yield, SBIS</i> dan GDP tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk korporasi.
10.	Ina Listya Widiyanti, 2015. Pengaruh Faktor Makro Ekonomi terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia (Periode 2011-2015).	Variabel independen: JUB, inflasi, nilai tukar, BI <i>rate</i> , dan bagi hasil deposito mudharabah Variabel dependen: Pertumbuhan sukuk korporasi	Metode Kuantitatif/ analisis IRF (<i>Impulse Response Function</i>) dan VD atau <i>Variance Decomposition</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Guncangan yang terjadi pada JUB, inflasi dan BI <i>rate</i> direspon positif oleh pertumbuhan sukuk korporasi. • Guncangan pada nilai tukar dan bagi hasil deposito mudharabah direspon negatif oleh pertumbuhan sukuk korporasi.. • Variabel makroekonomi yang berpengaruh paling besar adalah bagi hasil deposito mudharabah.

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel dan indikator / fokus penelitian	Metode/ Analisis Data	Hasil Penelitian
11.	Mira Hastin, dkk, 2013, Analisis Pasar Obligasi Pemerintah di Indonesia.	Variabel independen: SBI, harga obligasi, IHSG dan tingkat penawaran obligasi Variabel dependen: Tingkat permintaan obligasi pemerintah di Indonesia	Metode Kuantitatif/ regresi dengan statistik deskriptif	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel GDP, tingkat menabung, harga minyak, inflasi dan pasar bebas berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. • Variabel kurs berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk.
12.	Biswa Nath Bhattacharyay, 2013, <i>Determinant of Bond Market Development in Asia.</i>	Variabel independen: GDP, ekspor, variabilitas suku bunga Variabel dependen: Perkembangan pasar obligasi	Metode Kuantitatif/ regresi <i>Ordinary Least Square</i> dan <i>Generalized Least Square</i> (GLS)	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel ekspor dan GDP memiliki hubungan positif dengan perkembangan pasar obligasi. • Variabel nilai tukar, suku bunga memiliki hubungan negatif dengan perkembangan pasar obligasi.
13.	Nursilah Ahmad dkk, 2012. <i>Economic Forces and The Sukuk Market.</i>	Variabel independen: <i>Producer Price Index</i> (PPI), inflasi dan GDP. Variabel dependen: <i>Sukuk Market</i>	Metode Kuantitatif/ VAR VECM	<ul style="list-style-type: none"> • Sukuk granger menyebabkan GDP, sementara GDP menyebabkan naiknya PPI dan CPI. Hasilnya sangat penting bagi para pengambil keputusan untuk membuat kebijakan.

Sumber: Data diolah peneliti (2019)

Berdasarkan pemaparan penelitian terdahulu diatas, yang membedakan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu objek penelitian. Dalam penelitian ini, sukuk yang menjadi objek penelitian adalah sukuk negara ritel seri SR-007. Sukuk negara ritel SR-007 adalah sukuk yang jatuh tempo pada 11 Maret 2018, sehingga peneliti memilih sukuk negara ritel yang baru jatuh tempo pada tahun 2018. Dalam penelitian ini, peneliti juga menggunakan variabel ekonomi dengan jumlah yang cukup banyak yaitu sebanyak enam variabel. Peneliti menggunakan analisis VAR/VECM untuk melihat pengaruh jangka pendek dan jangka panjang. Diharapkan dalam penelitian ini dapat dilihat respon variabel dependen yaitu volume perdagangan sukuk akibat dinamika dari variabel independen yaitu harga sukuk SR-007, *yield*, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, BI *rate* dan inflasi.

Disisi lain, alasan peneliti melakukan penelitian pada sukuk negara ritel SR-007 adalah dikarenakan sukuk negara ritel SR-007 ini memiliki jumlah penerbitan sukuk yang paling besar diantara sukuk SR-001 hingga sukuk SR-006 yaitu sebesar Rp 21,965 triliun. Namun disisi lain, jumlah investor sukuk mengalami penurunan. Oleh karena itu dalam penelitian ini, peneliti tertarik untuk menguji variabel-variabel ekonomi yang berpengaruh terhadap volume perdagangan sukuk, dan seberapa besar pengaruhnya terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007.

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 Surat Berharga Syariah Negara

Menurut Fatwa DSN-MUI Nomor 72/DSN-MUI/IV/2008 surat berharga syariah negara atau sukuk negara adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian kepemilikan aset. Sukuk juga didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas aset yang mendasarinya (POJK NO. 18 Tahun 2015). Berdasarkan Undang-Undang No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat disebut sukuk negara merupakan surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Berdasarkan ketentuan tersebut dapat disimpulkan bahwa sukuk negara merupakan surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah dan dapat dijadikan sebagai bukti kepemilikan aset SBSN baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Aset SBSN adalah objek pembiayaan SBSN dan/atau Barang Milik Negara (BMN) yang memiliki nilai ekonomis, berupa tanah dan/atau bangunan maupun selain tanah dan/atau bangunan yang dalam rangka penerbitan SBSN dijadikan sebagai dasar penerbitan SBSN (Susanto, 2008:95). Dengan diterbitkannya UU Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), maka pemerintah Republik Indonesia telah menerbitkan sukuk untuk menutupi defisit APBN (Muhammad & Pratomo, 2010:391).

Berdasarkan ketentuan tersebut dapat diketahui bahwa fungsi sukuk negara yang merupakan surat berharga syariah negara digunakan untuk membiayai APBN serta membiayai berbagai proyek infrastruktur negara. Selain itu penerbitan sukuk juga dapat mengembangkan pasar keuangan syariah serta dapat menyediakan instrumen investasi dan likuiditas yang berbasis syariah (DJPPR Kementerian Keuangan, 2018)

Pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN (Susanto, 2008:96) meliputi:

- a. Investor merupakan pemegang sukuk yang mendapatkan hak untuk mendapatkan keuntungan dari nilai nominal sukuk sesuai partisipasi yang diberikan. Penentuan keuntungan didasarkan pada akad yang digunakan dalam penerbitan.
- b. *Special Purpose Vehicle* (SPV) adalah perusahaan penerbit berbadan hukum Indonesia yang didirikan oleh pemerintah berdasarkan Undang-Undang SBSN yang berfungsi untuk: penerbitan sukuk; menjadi *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan aset; dan bertindak sebagai wali amanat untuk mewakili kepentingan investor. Berdasarkan Undang-Undang nomor 19 Tahun 2008 Pasal 15 dijelaskan bahwa wali amanat memiliki tugas sebagai berikut:
 - Melakukan perikatan dengan pihak lain untuk kepentingan pemegang SBSN.
 - Mengawasi aset SBSN untuk kepentingan pemegang SBSN.

- o Mewakili kepentingan lain pemegang SBSN, terkait dengan perikatan dalam rangka penerbitan SBSN.
- c. Obligor adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran imbal hasil dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan hingga jatuh tempo. *Sovereign* penerbitan sukuk negara ialah pemerintah.
- d. *Syariah Compliance Endorsement* (SCE) yaitu pihak yang memiliki kewenangan untuk mengeluarkan sertifikat sebagai bukti pernyataan kesesuaian dengan prinsip syariah. Penerbitan sukuk negara harus mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah untuk meyakinkan investor bahwa sukuk yang akan diterbitkan sudah sesuai dengan syariah. SCE dapat diperoleh dari DSN-MUI untuk penerbitan dalam negeri, sedangkan penerbitan sukuk internasional, SCE berasal dari institusi syariah yang diakui oleh komunitas syariah internasional, misalnya IIFM.

2.2.2 Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara

Menurut Undang-Undang Nomor 15 tahun 2017 Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) adalah rencana keuangan tahunan pemerintah negara yang telah disetujui oleh DPR (Dewan Perwakilan Rakyat). Terdapat tiga elemen dalam APBN yaitu pendapatan negara, belanja negara dan pembiayaan anggaran. Pembiayaan merupakan setiap penerimaan yang perlu dibayar kembali dan atau pengeluaran yang akan diterima kembali, baik pada tahun anggaran yang bersangkutan maupun tahun-tahun anggaran berikutnya yang dimaksudkan untuk menutup defisit atau memanfaatkan surplus anggaran (Mahmudi, 2007:155). Defisit APBN

ditutupi oleh pembiayaan baik pembiayaan utang maupun nonutang. Khusus untuk pembiayaan utang, pemerintah akan melakukan pinjaman luar negeri dan pinjaman dalam negeri serta penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) dalam bentuk surat utang negara dan surat berharga syariah negara (Manab & Sujianto, 2016:15).

2.2.3 Investasi Syariah

Investasi dalam bahasa arab berasal dari kata *ististmar* yang artinya menjadikan berbuah (berkembang) dan bertambah jumlahnya. Menurut Sukirno (2011:121) investasi merupakan pengeluaran penanam modal (perusahaan) untuk membeli barang-barang modal dan perlengkapan-perengkapan produksi untuk menambah kemampuan dalam memproduksi suatu barang dan jasa. Investasi merupakan salah satu ajaran dari konsep Islam. Allah memerintahkan hamba-Nya untuk melakukan investasi dengan cara yang baik. Allah berfirman dalam Al- Quran surat An-Nisa' 4/:29 yaitu:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya: “Wahai orang-orang yang beriman! janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka diantara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sungguh, Allah Maha Penyayang kepadamu” (Qs. An-Nisa' [4]:29).

Dalam surat Al-Baqarah ayat 275 secara tegas Allah menyatakan bahwa dalam berinvestasi harus menghindari unsur riba, dalam firman-Nya:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَتُوبُونَ إِلَّا كَمَا يُعْجِبُ الَّذِي يَتَّخِذُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا 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

Artinya: *“Orang-orang yang memakan riba tidak dapat berdiri sendiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan setan karena gila. Yang demikian itu karena mereka berkata bahwa jual beli sama dengan riba. Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Barang siapa mendapat peringatan dari Tuhannya, lalu dia berhenti, maka apa yang telah diperolehnya dahulu menjadi miliknya dan urusannya (terserah) kepada Allah. Barang siapa mengulangi, maka mereka itu penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya“* (Qs. Al-Baqarah [2]:275).

Dalam berinvestasi menurut Yuliana (2010:19), seorang produsen harus memiliki etika yang diperbolehkan dalam Islam, diantaranya adalah:

- a. Seorang muslim harus menanam sesuatu yang memberikan kemaslahatan.
- b. Seorang muslim harus memproduksi barang-barang yang halal, baik halal ketika barang dikenakan ataupun untuk dikoleksi.
- c. Produk yang dianjurkan beredar adalah produk yang menguatkan akidah, etika dan moral manusia.
- d. Investasi harta dengan cara memberikan keuntungan dan kemaslahatan masyarakat pada lembaga atau perusahaan yang sesuai syariah.
- e. Memakai sistem bagi hasil dan menjauhi riba.
- f. Menjauhi aktivitas yang tidak baik dalam produksi seperti jual beli yang tidak jelas, mencuri, merampas, menyuap dan disuap serta berjudi.
- g. Menjauhi aktivitas menimbun karena akan merugikan masyarakat.
- h. Bertransaksi dengan prinsip syariah seperti: titipan, bagi hasil, jual beli, sewa dan jasa.
- i. Dalam perdagangan seorang produsen harus bersikap adil.

Pada umumnya investasi dibagi menjadi dua yaitu investasi pada *financial asset* dan investasi pada *real asset*. Investasi pada *financial asset* dilakukan di pasar uang seperti sertifikat deposito. Investasi juga bisa dilakukan di pasar modal, misalnya saham dan obligasi. Investasi pada *real asset* dapat dilakukan dengan pembelian aset produktif, pendirian pabrik dan lain-lain (Huda & Mustafa, 2007:8).

2.2.4 Pasar Modal Syariah

Berdasarkan Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang pasar modal yang menyatakan bahwa Pasar modal adalah “kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang diterbitkan serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Menurut fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No.40 tahun 2003 disebutkan bahwa pasar modal syariah adalah kegiatan yang berhubungan dengan perdagangan efek syariah perusahaan publik yang berkaitan dengan efek diterbitkan, serta lembaga profesi yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip syariah. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar modal syariah adalah pasar modal yang sesuai dengan prinsip syariat islam (Susanto, 2008:10). Instrumen pasar modal syariah adalah semua surat berharga yang diperdagangkan di bursa yang sesuai dengan prinsip syariah, misalnya saham syariah, obligasi syariah (sukuk) dan reksadana syariah (Susanto, 2008:47). Pasar modal syariah berfungsi sebagai lembaga intermediasi antara investor (Shahibul maal) dengan emiten (pengguna dana). Dalam menjalankan fungsinya, kegiatan pasar modal berlangsung di bursa efek. Bursa efek

berperan sebagai pihak penyelenggara yang menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan investor dan emiten.

2.2.5 Sukuk

a. Pengertian

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang SBSN (Surat Berharga Syariah Negara), sukuk negara didefinisikan sebagai surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing (Eri, 2017:35). Sukuk negara dan Surat Utang Negara (SUN) merupakan bagian dari instrumen surat berharga syariah negara yang diterbitkan oleh pemerintah, namun terdapat beberapa perbedaan diantara kedua jenis instrumen tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

- 1) Sukuk negara merupakan surat berharga syariah negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti kepemilikan aset SBSN, sedangkan SUN adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia sesuai dengan masa berlakunya.
- 2) Penerbitan sukuk negara memerlukan *underlying asset* sebagai dasar penerbitan, sedangkan dalam SUN umumnya tidak memerlukan *underlying asset*.
- 3) Fatwa / opini syariah diperlukan dalam penerbitan sukuk negara untuk menjamin kesesuaian sukuk negara dengan prinsip syariah, sedangkan dalam SUN tidak membutuhkan syarat tersebut.

- 4) Tujuan Sukuk Negara dan SUN adalah sama-sama sebagai sumber pembiayaan APBN, namun sukuk negara dapat secara khusus digunakan untuk membiayai proyek pemerintah.
- 5) Keuntungan yang diperoleh dari sukuk negara adalah berupa imbalan, bagi hasil, margin, dan *capital gain* sedangkan SUN hanya berupa bunga dan *capital gain*.

Dasar hukum penerbitan sukuk negara adalah Undang-Undang nomor 19 tahun 2008 tentang SBSN, sedangkan dasar penerbitan SUN adalah Undang-Undang No.24 tahun 2001 tentang Surat Utang Negara (Eri, 2017:46).

b. Karakteristik Sukuk

Dalam fatwa yang dikeluarkan oleh AAOFI (*Auditing Organization for Islamic Finance and Institution*) pada tahun 2002, dijelaskan bahwa sukuk yang disebut dengan sukuk investasi memiliki beberapa karakteristik yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Sukuk mencerminkan bagian yang sama yang diterbitkan atas nama pemilik asset, dan menetapkan pemegang sukuk sebagai pemilik hak finansial dan kewajiban yang direpresentasikan oleh sukuk tersebut.
2. Sukuk merepresentasikan bagian kepemilikan terhadap suatu aset yang tersedia atau dibuat dalam rangka investasi (*underlying asset*) baik berupa aset non moneter, jasa, maupun campuran dari beberapa jenis aset yang ditambah *intangibile rights*, utang dan aset moneter. Sehingga sukuk mencerminkan utang dan kepemilikan terhadap aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk.

3. Sukuk diterbitkan berdasarkan prinsip syariah. AAOFI telah mengklasifikasikan 14 akad dasar sukuk.
4. Perdagangan sukuk mengacu pada aturan syariah yang mengatur penerbitan dan perdagangan sukuk tersebut. Perdagangan sukuk juga tergantung pada syarat dan ketentuan tersebut.
5. Pemilik sukuk berbagi atas imbalan yang diterima dan menerima kerugian sesuai dengan proporsi sertifikat yang dimiliki oleh pemegang sukuk sebagaimana yang ditetapkan dalam prospektus. Imbalan yang diterima dapat berupa bagi hasil, *fee* atau margin (Eri, 2017:30).

c. Jenis Sukuk

Berdasarkan jenis akadnya, sukuk atau obligasi syariah dibagi menjadi (Huda & Mustafa, 2007:140):

1. Sukuk Mudharabah

Sukuk atau sertifikat mudharabah merupakan sertifikat yang mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip mudharabah dengan menunjuk partner atau pihak lain sebagai mudharib untuk manajemen bisnis.

2. Sukuk Musyarokah

Sukuk Musyarokah merupakan sertifikat nilai yang sama, diterbitkan untuk memobilisasi dana yang digunakan berdasarkan persekutuan/firma sehingga pemegang-pemegangnya menjadi pemilik dari proyek yang relevan.

3. Sukuk Ijarah

Sukuk Ijarah merupakan sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa beli, sewa dimana pembayaran return pada pemegang sukuk. Salah satu contoh sukuk ijarah yaitu sukuk ritel negara. Sukuk negara ritel merupakan surat berharga syariah negara yang digunakan untuk membiayai defisit anggaran. Defisit anggaran terjadi apabila kondisi pengeluaran lebih besar dari penerimaan negara.

4. Sukuk Istishna'

Sukuk istishna' yaitu obligasi syariah yang diterbitkan dengan perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman di masa depan atau pembayaran di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu.

5. Sukuk Salam

Sukuk salam yaitu obligasi syariah yang diterbitkan dengan kontrak yang pembayarannya dimuka dan dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya.

6. Sukuk Murabahah

Sukuk murabahah merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah ketika pemerintah membutuhkan barang dalam sektor publik. Misalnya: pemerintah membutuhkan barang yang mempunyai harga yang sangat tinggi, kemudian pemerintah membelinya melalui penjualan kredit

dengan membayar angsuran. Pemerintah akan menerbitkan sertifikat berdasarkan jumlah angsuran.

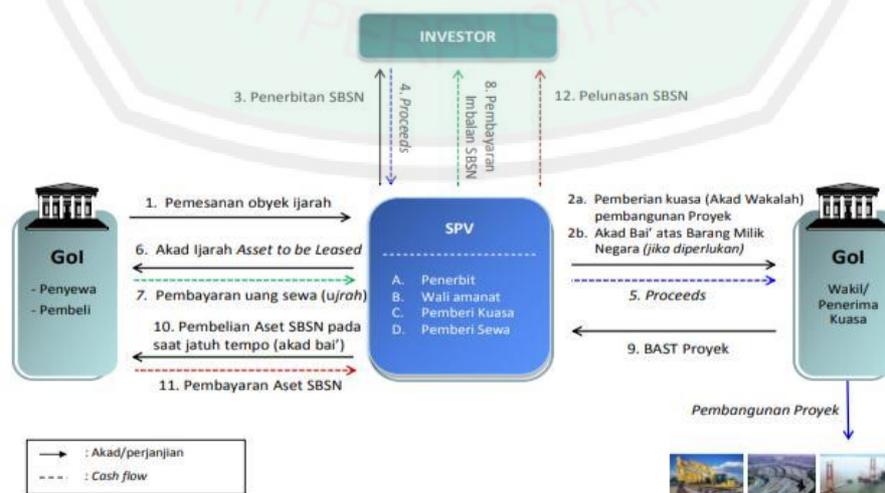
7. Sukuk Portofolio Gabungan

Sukuk portofolio gabungan yaitu surat berharga yang diterbitkan dengan gabungan dari kontrak musyarakah, ijarah dan kontrak-kontrak lainnya. Contoh dari sukuk portofolio gabungan adalah *Solidarity Trust* Sukuk dari IDB untuk 400 juta dolar Amerika yang diterbitkan pada tahun 2003.

2.2.6 Sukuk Negara Ritel SR-007

Sukuk Negara Ritel SR-007 merupakan bentuk SBSN tanpa warkat yang dapat diperdagangkan di pasar sekunder dengan jenis akad ijarah *asset to be leased*. *Asset to be leased* merupakan akad ijarah yang objek ijarahnya sudah ditentukan spesifikasinya, dan sebagian obyek ijarah sudah ada pada saat akad dilakukan, tetapi penyerahan keseluruhan obyek ijarah dilakukan pada masa yang akan datang sesuai kesepakatan (Suminto, 2015).

Gambar 2.1
Skema SBSN



Sumber: DJPPR Kementerian Keuangan (2018)

Penerbitan SBSN:

1. Pemesanan obyek ijarah dengan spesifikasi tertentu oleh pemerintah kepada perusahaan penerbit SBSN untuk disewa melalui akad ijarah *asset to be leased*.
2. a) Pemberian kuasa oleh perusahaan penerbit SBSN kepada pemerintah dalam rangka pembangunan proyek yang akan dijadikan sebagai obyek ijarah.
b) Pembelian (akad ba'i) tanah dan/atau bangunan yang berupa Barang Milik Negara yang akan dijadikan sebagai bagian obyek ijarah.
3. Penerbitan SBSN oleh perusahaan penerbit SBSN sebagai bukti atas bagan penyertaan investor terhadap aset SBSN.
4. Dana hasil penerbitan SBSN (proceeds) dari investor kepada perusahaan penerbit SBSN.
5. *Proceeds* dari kepada perusahaan penerbit SBSN (pemberi kuasa) kepada pemerintah (wakil).

Pembayaran Imbalan SBSN:

6. Akad ijarah *asset to be leased* antara pemerintah (penyewa) dengan perusahaan penerbit SBSN (pemberi sewa).
7. Pembayaran uang sewa (ujrah) secara periodik kepada investor melalui agen pembayar.
8. Pembayaran imbalan SBSN secara periodik kepada investor melalui agen pembayar.

9. Penandatanganan berita acara serah terima proyek antara pemerintah (wakil) dan perusahaan penerbit SBSN (pemberi kuasa).

Jatuh tempo SBSN:

10. Pembelian aset SBSN oleh pemerintah dari pemegang SBSN melalui perusahaan penerbit SBSN (akad ba'i) pada saat jatuh tempo.
11. Pembayaran atas pembelian aset SBSN oleh pemerintah kepada pemegang SBSN melalui agen pembayar sebagai pelunasan SBSN.
12. Jatuh tempo dan pelunasan SBSN.

Sukuk negara ritel SR-007 ini diterbitkan pada tanggal 11 Maret 2015 dan jatuh tempo 2018. Imbalan (kupon) yang diperoleh dari investasi sukuk negara ritel SR-007 adalah sebesar 8,25 persen per tahun yang dibayar setiap bulan yaitu setiap tanggal 11. Tingkat imbal bagi hasil yang diperoleh melalui investasi sukuk SR-007 ini jauh lebih besar dibandingkan rata-rata tingkat bunga deposito bank BUMN maupun imbal hasil deposito pada bank syariah. Berdasarkan data Bank Indonesia rata-rata tawaran bunga deposito di berbagai bank per 5 April 2018 berkisar antara 2,9 persen sampai 6,8 persen Minimal pembelian sukuk negara ritel SR-007 adalah sebesar Rp 5.000.000 (lima unit) dan maksimal Rp 5.000.000.000 (lima ribu unit).

Sukuk negara ritel SR-007 merupakan investasi syariah yang aman, dikarenakan dijamin oleh negara. Agen penjual sukuk negara ritel SR-007 terdiri dari 17 bank dan 5 perusahaan efek (Suminto, 2015). Prosedur pemesanan pembelian sukuk negara ritel seri SR-007 sangatlah mudah.

Berikut ini merupakan tahapan-tahapan dalam melakukan pembelian sukuk negara ritel SR-007 (Suminto, 2015):

1. Mendatangi kantor pusat/cabang agen penjual sukuk ritel negara SR-007.
2. Membuka rekening dana (jika diperlukan) pada salah satu bank umum dan rekening surat berharga (jika diperlukan) pada salah satu bank kustodian.
3. Menyediakan dana yang cukup untuk membeli sukuk negara ritel SR-007.
4. Mengisi dan menandatangani formulir pemesanan (FP-01).
5. Menyampaikan formulir pemesanan (FP-01), *fotocopy* KTP, dan bukti setor kepada agen penjual dan menerima tanda bukti penyerahan dokumen tersebut dari agen penjual.

2.2.7 Volume Perdagangan Sukuk

Hukum permintaan menjelaskan bahwa makin rendah harga suatu barang maka makin banyak permintaan terhadap barang tersebut. Sebaliknya jika makin tinggi harga suatu barang maka makin sedikit permintaan terhadap barang tersebut (Sukirno, 2014:76). Hal ini dapat disimpulkan bahwa permintaan suatu barang dipengaruhi oleh harga barang tersebut. Tingkat permintaan sukuk negara ritel dapat dilihat dari jumlah (volume) sukuk yang terjual, yaitu sukuk yang diminta oleh investor pada pasar sekunder. Volume juga dapat menggambarkan kekuatan antara minat jual dan beli pada transaksi pasar (Suharto, 2015:36 *dalam* Amali, 2018). Volume perdagangan juga dapat diartikan banyaknya lembar saham dari suatu emiten atau perusahaan

yang diperjual-belikan di pasar modal setiap harinya dengan tingkat harga yang telah disepakati oleh pihak penjual dan pembeli saham melalui perantara perdagangan saham (Abidin & Raden, 2016:24). Hal ini dapat disimpulkan bahwa volume perdagangan sukuk adalah banyaknya jumlah sukuk yang diperjualbelikan di pasar modal dalam periode tertentu.

Menurut teori preferensi likuiditas, penawaran dan permintaan akan keseimbangan uang riil menentukan tingkat bunga yang akan muncul di perekonomian. Jika tingkat bunga berada di atas tingkat ekuilibrium, jumlah keseimbangan uang riil yang ditawarkan melebihi jumlah yang diminta. Orang-orang yang memegang kelebihan jumlah uang yang beredar berusaha mengubah sebagian diantaranya menjadi deposito atau obligasi yang dapat menghasilkan bunga. Bank dan penerbit obligasi, yang lebih suka membayar tingkat bunga yang lebih rendah, merespons kelebihan jumlah uang yang beredar ini dengan mengurangi tingkat bunga yang ditawarkan. Sebaliknya jika tingkat bunga berada di bawah tingkat ekuilibrium sehingga jumlah uang yang diminta melebihi penawarannya, orang-orang berusaha memperoleh uang dengan menjual obligasi atau menarik dananya dari bank. Oleh karena itu, untuk menarik kembali dana, penerbit obligasi dan bank akan merespon dengan menaikkan tingkat bunga. Akhirnya tingkat bunga mencapai tingkat ekuilibrium, di mana orang-orang merasa aman dengan portofolio aset moneter dan aet non moneter yang mereka miliki (Mankiew, 2013:266).

Penawaran dan perdagangan obligasi pertama kali dilakukan pada pasar perdana. Setelah dilakukan penawaran dan perdagangan obligasi pada

pasar perdana, kemudian dicatatkan di bursa efek. Penawaran dan perdagangan sukuk selanjutnya adalah pada pada pasar sekunder atau *Over The Counter* (OTC). Perdagangan obligasi di Indonesia pada umumnya dilakukan di bursa efek Surabaya yaitu pada *Over The Counter Fixed Income* (OTC-FIS). Sistem perdagangan melalui OTC-FIS memberikan informasi secara langsung terkait dengan transaksi dan laporan perdagangan. Sistem ini dapat digunakan partisipan untuk mengajukan kuota jual atau beli, serta dapat merubah kuota jual/beli selama belum terjadi ketetapan transaksi. Sistem perdagangan OTC-FIS ini menggunakan telepon dan komputer (Hulwati, 2009:178).

2.2.8 Harga Sukuk

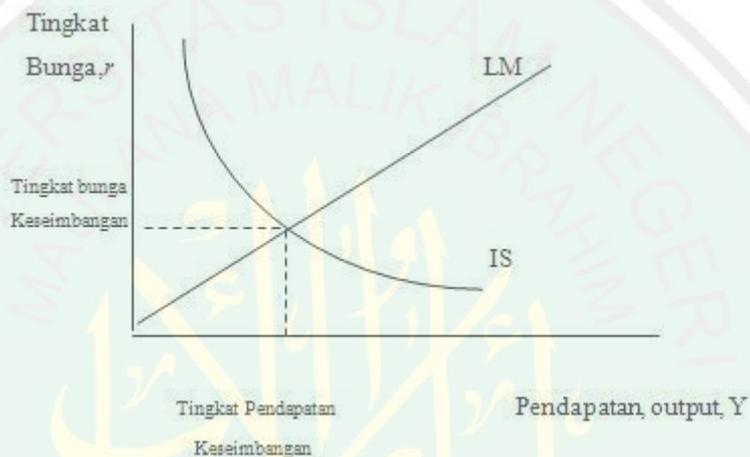
Harga adalah jumlah uang yang diperlukan sebagai penukar berbagai kombinasi produk dan jasa, oleh karena itu harga harus dihubungkan dengan bermacam-macam barang dan atau pelayanan yang akhirnya sama dengan suatu baik produk dan jasa (Laksana, 2008 dalam Rahman dkk., 2016:21). Harga obligasi dinyatakan dalam bentuk persentase, yaitu persentase dari nilai nominal. Terdapat 3 kemungkinan harga pasar obligasi yang ditawarkan (Latumaerissa, 2012:367 dalam Amali, 2018), yaitu:

1. *At par* adalah harga obligasi sama dengan nilai nominal
2. *At premium* adalah harga obligasi lebih besar dari nilai nominal
3. *At discount* harga obligasi lebih kecil dari harga nominal

Di pasar sekunder harga obligasi dapat lebih tinggi atau lebih rendah dari nilai nominal. Jika kupon bunga obligasi lebih tinggi dari ukuran bunga

deposit bank, maka harga obligasi lebih tinggi dari harga nominal. Sebaliknya, jika ukuran bunga deposit bank lebih tinggi dari kupon bunga obligasi, maka harga obligasi lebih rendah dari harga nominal (Hulwati, 2009:180).

Gambar 2.2
Kurva IS-LM



Sumber: Siregar (2015)

Keseimbangan perekonomian adalah titik dimana kurva IS dan LM berpotongan. Titik ini menunjukkan tingkat bunga r dan tingkat pendapatan Y yang berada dalam kondisi keseimbangan baik dalam pasar barang maupun pasar uang. Perpotongan ini menunjukkan bahwa pengeluaran aktual sama dengan pengeluaran yang direncanakan dan permintaan terhadap keseimbangan uang riil sama dengan penawarannya. Asumsi ini didasarkan ketika rencana seseorang telah direalisasikan, maka mereka tidak mempunyai alasan untuk mengubah apa yang mereka lakukan. Asumsi ini juga didasarkan ketika tingkat pendapatan mempengaruhi permintaan terhadap uang. Ketika pendapatan tinggi, maka pengeluaran juga tinggi sehingga

masyarakat banyak terlibat dalam transaksi yang mensyaratkan penggunaan uang (Siregar, 2015).

Hukum permintaan menyatakan ketika harga suatu barang itu tinggi, maka permintaan suatu barang akan rendah. misalnya permintaan suatu beras sangat tergantung pada harganya. Pernyataan harga tinggi membuat jumlah permintaan barang rendah menunjukkan bahwa harga memegang peranan penting dalam menentukan permintaan. Namun, disamping harga terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi permintaan seperti pendapatan masyarakat, harga barang lain, dan cita rasa masyarakat. Meskipun harga tetap tetapi apabila pendapatan masyarakat meningkat, maka permintaan akan mengalami perubahan. Jika masyarakat tidak menyukai suatu barang, penurunan harga tidak dapat menambah permintaannya. Jadi dalam membuat teori bahwa permintaan dipengaruhi oleh harga, dibuat pemisalan yang dinamakan *ceteris paribus* (Sukirno, 2014:13).

Terdapat lima teori yang berkaitan dengan harga obligasi (Sharpe 2005:386 dalam Amali 2018) yaitu:

- a. Jika harga pasar obligasi naik, maka *yield*nya pasti turun, begitu pula sebaliknya.
- b. Jika *yield* obligasi tidak berubah sepanjang masa hidupnya, maka besar diskonto akan menurun jika jangka waktunya semakin pendek.
- c. Jika *yield* obligasi tidak berubah sepanjang masa hidupnya, maka besar diskonto akan menurun dengan penurunan yang semakin besar jika jangka waktunya semakin singkat.

- d. Penurunan pada *yield* obligasi akan menaikkan harga obligasi sejumlah yang lebih besar ukurannya dibanding penurunan harga obligasi yang akan terjadi jika besarnya penurunan *yield* obligasi sama.
- e. Persentase perubahan pada *yield* obligasi yang disebabkan oleh perubahan *yield*nya akan semakin kecil jika tingkat bunga kupon lebih tinggi.

2.2.9 Yield

Yield adalah keuntungan yang diharapkan oleh investor atas investasi yang dilakukan yaitu berupa imbal hasil. Terdapat tiga ukuran *yield* yang digunakan oleh manajer investasi yaitu: *current yield*, *yield to maturity* (YTM) dan *yield to call*. *Current yield* adalah tingkat pengembalian yang diterima berdasarkan harga pasar obligasi. YTM adalah tingkat pengembalian yang diperoleh investor apabila memiliki obligasi sampai jatuh tempo. *Yield to call* adalah tingkat pengembalian yang akan diterima oleh investor jika membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahan obligasi hingga waktu obligasi tersebut dibeli kembali (Fitriyanti, 2014 dalam Bella, 2018).

2.2.10 Nilai Tukar

Nilai tukar (kurs) menunjukkan harga atau nilai mata uang suatu negara yang dinyatakan dalam mata uang negara lain. Nilai tukar (kurs valuta asing) juga dapat diartikan sebagai jumlah uang domestik yang dibutuhkan, yaitu banyaknya rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata

uang asing. Terdapat dua cara dalam menentukan kurs valuta asing yaitu (Sukirno, 2011:397):

- a. Berdasarkan permintaan dan penawaran mata uang asing dalam pasar bebas
- b. Ditentukan oleh pemerintah

Nilai tukar mata uang dapat dibedakan menjadi dua macam, yaitu (Mankiw dkk., 2013:193):

- a. Nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*)

Nilai tukar nominal adalah nilai yang digunakan ketika menukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain. Perubahan nilai tukar dapat terapresiasi jika mata uang suatu negara dapat membeli mata uang asing lebih banyak. Perubahan nilai tukar juga dapat terdepresiasi jika mata uang suatu negara dapat membeli mata uang asing lebih sedikit. Istilah nilai tukar yang berlaku di pasar valuta asing adalah nilai tukar uang nominal ini.

- b. Nilai tukar Riil (*real exchange rate*)

Nilai tukar riil adalah nilai yang digunakan seseorang ketika menukar barang dan jasa dari suatu negara dengan barang dan jasa dari suatu negara lain.

Menurut Munajat (2017) dalam Sukirno (2011:411), jenis nilai tukar terbagi menjadi 4 jenis yaitu:

a. *Selling Rate* (Kurs Jual)

Kurs jual merupakan kurs yang ditentukan oleh suatu bank untuk penjualan valuta asing tertentu pada saat tertentu.

b. *Middle Rate* (Kurs Tengah)

Kurs tengah merupakan kurs tengah antara kurs jual dan kurs beli valuta asing terhadap mata uang nasional, yang telah ditetapkan oleh bank sentral pada saat tertentu.

c. *Buying Rate* (Kurs Beli)

Kurs beli merupakan kurs yang ditentukan oleh suatu bank untuk pembelian valuta asing tertentu pada saat tertentu.

d. *Flat Rate* (Kurs Rata)

Kurs rata merupakan kurs yang berlaku dalam transaksi jual bank *notes* dan *travellers cheque*.

2.2.11 Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah

Berdasarkan Undang-Undang No. 21 Tahun 2008 deposito adalah investasi dana berdasarkan akad mudharabah atau akad lain yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah yang penarikannya hanya dapat dilakukan pada waktu tertentu berdasarkan akad antara nasabah dan bank syariah dan atau UUS. Dalam deposito terdapat jangka waktu dan juga imbal hasil atau balas jasa yang akan diberikan oleh bank syariah dengan nisbah bagi hasil yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan tabungan mudharabah dikarenakan penarikannya terdapat jangka waktunya (Karim, 2009:304).

Deposito mudharabah adalah simpanan dana dengan skema pemilik dana (shahibul maal) memercayakan dananya kepada bank syariah (mudharib) dengan hasil yang diperoleh dibagi antara pemilik dana dengan bank berdasarkan nisbah yang telah disepakati (Yaya dkk., 2014:55). Dalam penghimpunan dana dengan akad mudharabah terdapat beberapa metode perhitungan bagi hasil (Ikatan Bankir, 2014:101 *dalam* Amali, 2018) sebagai berikut:

a. Perhitungan bagi hasil tabungan mudharabah

Pembagian keuntungan dapat dilakukan setiap bulan berdasarkan saldo minimal yang mengendap selama periode tertentu

b. Perhitungan bagi hasil deposito mudharabah

Imbalan diperoleh dari bagi hasil pendapatan terhadap penggunaan dana berdasarkan nisbah yang dijanjikan

c. Metode H-1000

Metode H-1000 yaitu angka yang menunjukkan hasil investasi yang diperoleh dari penyaluran setiap Rp 1.000 dana yang diinvestasikan bank dengan rumus:

$$\text{Bagi Hasil Nasabah} = \frac{\text{Rata-rata dana nasabah}}{1000} \times \frac{\text{H-1000} \times \text{nisbah Nasabah}}{100}$$

Deposito mudharabah adalah salah satu instrumen investasi pada perbankan syariah bagi investor untuk menempatkan kelebihan dananya. Ketersediaan dana yang mudah diprediksi menjadikan deposito mudharabah sebagai investasi yang aman dan tingkat imbal hasil yang tinggi pada deposito ini akan meningkatkan keinginan masyarakat untuk berinvestasi

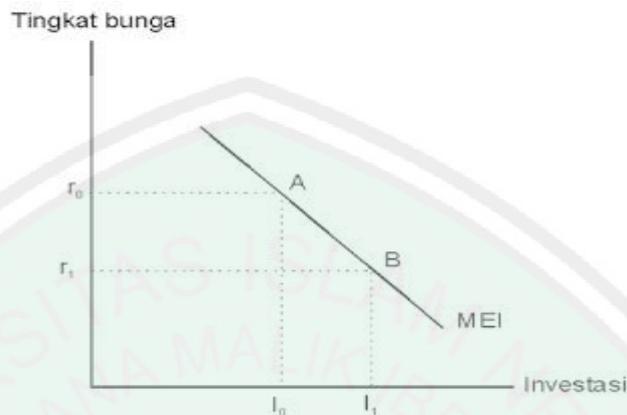
pada investasi tersebut sehingga dapat menurunkan keinginan masyarakat dalam berinvestasi pada sukuk (Agustiatno, 2013 *dalam* Ardiansyah, 2016).

Jika tingkat bunga deposit bank lebih tinggi, maka investor akan berinvestasi pada deposit, sehingga investor akan menjual obligasi yang dimiliki dan harga obligasi menjadi menurun. Jika tingkat bunga deposit bank lebih rendah, maka investor cenderung untuk membeli obligasi, sehingga mengakibatkan tingginya permintaan obligasi dan harga obligasi lebih tinggi (Hulwati, 2009:180). Dalam penelitian ini informasi mengenai tingkat bagi hasil deposito mudharabah diperoleh dari data Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui website resmi yaitu www.ojk.go.id. Penelitian ini menggunakan data bulanan tingkat bagi hasil deposito mudharabah yang dinyatakan dalam prosentase.

2.2.12 BI rate

Menurut Bank Indonesia, BI *rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Suku bunga mempengaruhi keputusan individu untuk membelanjakan uang lebih banyak atau menyimpannya dalam bentuk tabungan. Suku bunga juga merupakan sebuah harga yang menghubungkan masa kini dengan masa depan, tingkat suku bunga juga ditentukan oleh interaksi transaksi antara permintaan dan penawaran (Kewal, 2012 *dalam* Amali, 2018).

Gambar 2.3
Kuva MEI (*Marginal Efficiency of Investment*)



Sumber: www.nafiun.com

Fungsi investasi menggambarkan hubungan antara tambahan investasi dan tingkat keuntungan yang diharapkan. Fungsi investasi dapat digambarkan melalui kurva MEC (*Marginal Efficiency of Capital*). Konsep MEC ini pertama kali diperkenalkan oleh John Maynard Keynes dalam bukunya *general theory* (1936). Semakin rendah tingkat bunga (biaya investasi), maka semakin besar tambahan modal (investasi), dan sebaliknya. Jika tingkat pengembalian yang diharapkan lebih besar dari tingkat suku bunga, maka permintaan investasi akan meningkat. Istilah MEC kemudian diganti dengan MEI (*Marginal Efficiency of Investment*). Hal ini dikarenakan yang dimaksud bukan jumlah modal, tetapi kenaikan modal atau tambahan investasi. Dengan demikian dapat diketahui bahwa terdapat korelasi negatif antara tingkat suku bunga dengan jumlah investasi (www.nafiun.com).

Pada gambar 2.2, diketahui bahwa suku bunga sebesar r_0 terdapat investasi bernilai I_0 yang mempunyai tingkat pengembalian modal sebanyak r_0 atau lebih. Maka pada suku bunga sebanyak r_0 investasi yang akan

dilakukan perusahaan adalah I_0 . Apabila suku bunga adalah r_1 diperlukan modal sebanyak I_1 untuk mewujudkan investasi yang mempunyai tingkat pengembalian modal r_1 atau lebih. Dengan demikian pada suku bunga sebanyak r_1 investasi yang dilakukan adalah sebanyak I_1 (Sukirno, 2011:126). Dari gambar 4.2 dapat disimpulkan bahwa tingkat suku bunga berhubungan negatif terhadap investasi.

Menurut Manab & Sujianto (2016:86) tingkat suku bunga dapat mendorong investasi dengan pola hubungan yang negatif. Ketika terjadi peningkatan tingkat suku bunga, maka akan menurunkan minat investor untuk meningkatkan volume investasinya. Pada tanggal 19 Agustus 2016 Bank Indonesia menetapkan *BI-7 Day Reserve Repo Rate* sebagai pengganti *BI Rate* yang merupakan suku bunga yang ditetapkan dengan jangka waktu yang relatif pendek yaitu setiap satu minggu (www.bi.go.id). Hal ini dilakukan BI agar kebijakan tersebut dapat memberikan dampak yang lebih efektif terhadap tingkat suku bunga yang berlaku.

2.2.13 Inflasi

Inflasi menurut Sukirno (2011:333) adalah kenaikan harga yang berlaku dalam suatu perekonomian. Inflasi menurut Paul dan William *dalam* (Manab & Sujianto, 2016:68) yaitu kenaikan di dalam tingkat harga umum. Kebalikan inflasi adalah deflasi yang terjadi ketika tingkat harga umum mengalami penurunan. Berdasarkan definisi tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa inflasi merupakan kecenderungan meningkatnya harga secara umum

dan terus menerus. Berikut ini merupakan penggolongan inflasi menurut Boediono (1998) dan waluyo (2007) dalam (Manab & Sujianto, 2016:68)

- a. Inflasi ringan (dibawah 10% setahun)
- b. Inflasi sedang (antara 10% - 30% setahun)
- c. Inflasi berat (antara 30% - 100% setahun)
- d. Hiperinflasi (diatas 100%)

Menurut Sukirno (2011:339) inflasi yang tinggi tidak akan menggalakkan perkembangan ekonomi. Dengan demikian dengan adanya tingkat inflasi yang tinggi dapat menyebabkan pertumbuhan ekonomi terganggu, biaya produksi menjadi tinggi sehingga kegiatan produktif tidak menjadi menguntungkan. Ekspor akan menurun dan diikuti pula oleh impor yang bertambah. Hal ini dapat menyebabkan ketidakseimbangan dalam aliran mata uang asing.

2.3 Hubungan Antar Variabel

2.3.1 Harga Sukuk terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007

Hukum permintaan menjelaskan bahwa makin rendah harga suatu barang maka makin banyak permintaan terhadap barang tersebut. Sebaliknya jika makin tinggi harga suatu barang maka makin sedikit permintaan terhadap barang tersebut (Sukirno, 2014:76). Berdasarkan penelitian yang dilakukan yang dilakukan oleh Amali (2018) dan Wulandari (2015) dapat diketahui bahwa harga memiliki pengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-006. Berdasarkan penelitian Syaifudin (2015) harga memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk korporasi. Berdasarkan

penelitian Rahman dkk., (2016) harga memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk SR-005.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Harga Sukuk memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.

2.3.2 Yield terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007

Yield sukuk merupakan salah satu faktor yang digunakan oleh investor sebagai pertimbangan dalam melakukan pembelian sukuk. Investor akan menghitung seberapa besar penghasilan atas investasi yang dilakukan. *Yield to Maturity* (YTM) merupakan tingkat pengembalian yang diterima oleh investor atas investasi yang dilakukan apabila memiliki obligasi tersebut sampai jatuh tempo (Fitriyanti, 2014 dalam Bella, 2018). Kegiatan investasi hanya akan dilaksanakan apabila tingkat pengembalian modal lebih besar atau sama dengan suku bunga (Sukirno, 2011:125). Obligasi yang likuid adalah obligasi yang sering diperdagangkan investor di pasar obligasi. Semakin likuid obligasi maka harga obligasi menjadi cenderung stabil dan meningkat. Harga obligasi yang terus meningkat menyebabkan *yield* obligasi menurun dikarenakan tingkat risikonya lebih rendah (Krisnilasari, 2007). Oleh karena itu semakin tinggi volume perdagangan sukuk, maka semakin rendah *yield* sukuk tersebut. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Amali (2018) dapat diketahui bahwa dalam jangka panjang *yield* memiliki pengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk. Berdasarkan penelitian

Yusiarmayanti (2017) diperoleh hasil bahwa dalam jangka panjang *yield* berpengaruh negatif signifikan dan dalam jangka pendek variabel *yield* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel. Berdasarkan penelitian Syaifudin (2015) *yield* tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk korporasi.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2 : *Yield* memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.

2.3.3 Nilai Tukar terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007

Jika nilai tukar rupiah menguat, maka investor domestik ataupun investasi asing akan tertarik untuk berinvestasi khususnya investasi terhadap sukuk (Putri, 2018). Nilai mata uang suatu negara akan merosot apabila lebih banyak modal (investasi) yang dialirkan ke luar negeri karena suku bunga dan tingkat pengembalian investasi yang tinggi di negara-negara lain (Sukirno, 2011:402 dalam Munajat, 2017). Berdasarkan teori di atas dapat disimpulkan bahwa korelasi antara nilai tukar dengan investasi adalah negatif.

Dalam penelitian Putri (2018) dan Sin Yee et al., (2015) disebutkan bahwa nilai tukar memberikan pengaruh positif signifikan terhadap permintaan surat berharga syariah Negara, sementara itu dalam penelitian widianti (2015), Al-raeai et al., (2018), Bhattacharyay (2013) dan Smaoui & Khawaja (2016) nilai tukar berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Nilai tukar memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.

2.3.4 Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007

Seorang investor akan menerima bagi hasil pendapatan terhadap dana berdasarkan nisbah yang dijanjikan (Ikatan Bankir, 2014:101). Ketersediaan dana yang mudah diprediksi menjadikan deposito mudharabah sebagai investasi yang aman dan tingkat imbal hasil yang tinggi pada deposito ini akan meningkatkan keinginan masyarakat untuk berinvestasi pada investasi tersebut sehingga dapat menurunkan keinginan masyarakat dalam berinvestasi pada sukuk (Agustiatno, 2013 *dalam* Ardiansyah, 2016).

Berdasarkan hasil penelitian Amali (2018) dapat diketahui dalam jangka panjang dan jangka pendek, imbal hasil deposito mudharabah berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk. Berdasarkan hasil penelitian Yusiarmayanti (2017) diketahui bahwa dalam jangka panjang, imbal hasil deposito mudharabah berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4 : Tingkat bagi hasil deposito mudharabah memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.

2.3.5 *BI Rate* terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007

Tingkat suku bunga memiliki pengaruh untuk mendorong investor untuk berinvestasi. Apabila suku bunga tinggi, jumlah investasi akan berkurang, sebaliknya suku bunga yang rendah akan mendorong lebih banyak investasi (Sukirno, 2011:127). Berdasarkan hasil penelitian Amali (2018) dan Yusiarmayanti (2017), dalam jangka panjang *BI rate* memiliki pengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk. Berdasarkan hasil penelitian Rahman dkk., (2016) *BI rate* memiliki pengaruh negatif terhadap permintaan sukuk.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5 : *BI rate* memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.

2.3.6 Inflasi terhadap Volume Perdagangan sukuk SR-007

Ketika inflasi meningkat, maka kecenderungan masyarakat Malaysia untuk melakukan investasi pada obligasi syariah mengalami penurunan terutama pada krisis ekonomi. Sebaliknya ketika inflasi turun maka masyarakat akan cenderung untuk melakukan investasi pada obligasi syariah (Ghemari, 2012 *dalam* Manab & Sujanto, 2016:98). Berdasarkan penelitian Widianti (2015) Sin Yee *et all* (2015), inflasi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

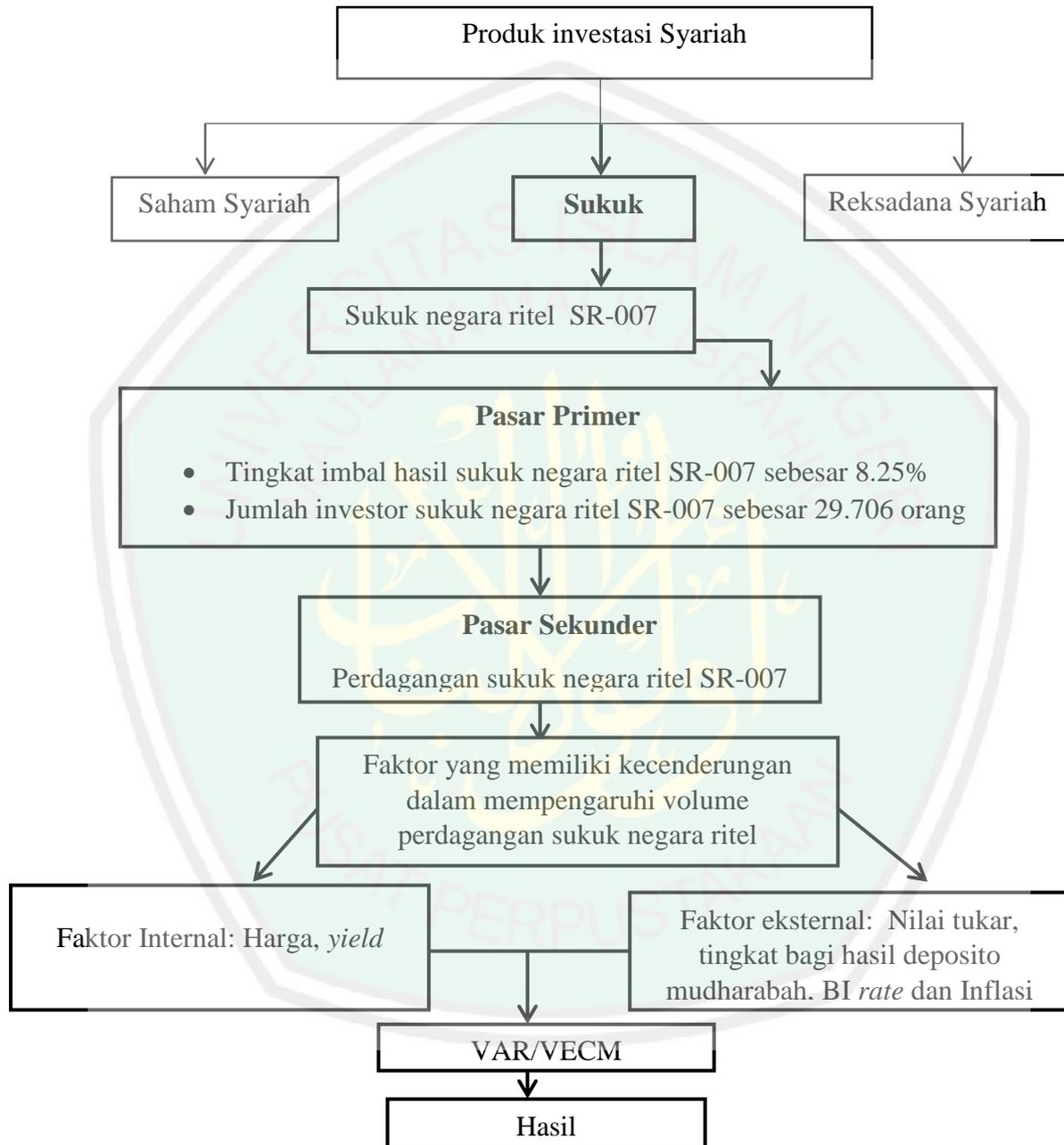
H6 : Inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.

2.4 Kerangka Konseptual

Berdasarkan landasan teori yang telah diuraikan sebelumnya, maka kerangka konseptual yang digunakan untuk memudahkan pemahaman konsep adalah:



Gambar 2 4
Kerangka Konseptual



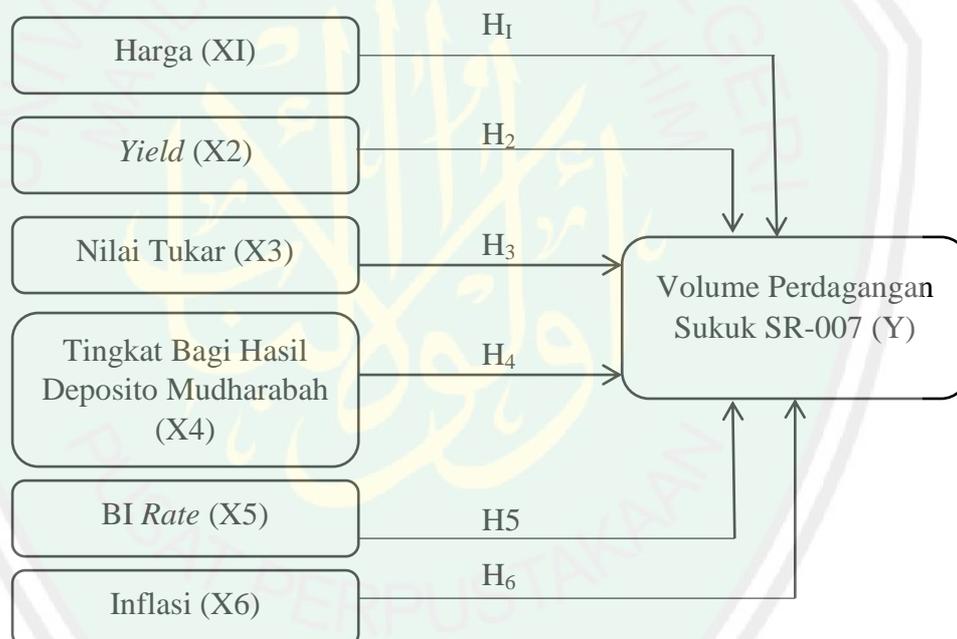
———— : Fokus Penelitian

Sumber: Gambar diolah Peneliti (2019)

2.5 Hipotesis

Penelitian ini menguji bagaimana pengaruh harga sukuk negara ritel seri SR-007, *yield*, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, *BI rate* dan inflasi terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, kerangka hipotesis dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.5
Kerangka Hipotesis



Sumber: Data diolah Peneliti (2018)

- H1 : Harga Sukuk memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.
- H2 : *Yield* memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.
- H3 : Nilai tukar memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.

- H4 : Tingkat bagi hasil deposito mudharabah memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.
- H5 : BI *rate* memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.
- H6 : Inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR-007.



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah penelitian mengenai variabel harga, *yield*, nilai tukar, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, BI *rate* dan inflasi terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007 ini merupakan penelitian berbasis pengujian hipotesis. Berdasarkan jenis data, penelitian ini disebut penelitian kuantitatif dengan pendekatan deskriptif. Metode penelitian kuantitatif dapat diartikan sebagai metode penelitian yang memiliki landasan filsafat *positivism*, penelitian ini digunakan untuk meneliti populasi dan sampel tertentu, teknik pengambilan sampel pada umumnya dilakukan secara random, pengumpulan data menggunakan instrument penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah diterapkan (Sugiyono, 2013:13). Penelitian ini menggunakan variabel volume perdagangan, harga sukuk negara ritel dan *yield* yang diperoleh dari *The Indonesia Capital Market Institute*.

3.2 Lokasi Penelitian

Penelitian dilakukan melalui web resmi lembaga pendidikan dan pelatihan pasar modal *The Indonesia Capital Market Institute* (TICMI) dengan objek penelitiannya yaitu sukuk negara ritel SR-007 pada periode 2015-2018 dan melalui web resmi Bank Indonesia yaitu www.bi.go.id serta web resmi Otoritas Jasa Keuangan yaitu www.ojk.go.id.

3.3 Populasi dan Sampel

Menurut Sugiyono (2013:389) Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang di tetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh sukuk ritel yang diterbitkan oleh pemerintah di Indonesia. Sampel adalah sebagian dari populasi itu (Sugiyono, 2013:389). Sampel pada penelitian ini adalah sukuk negara ritel yang diterbitkan pada tahun 2015 dan jatuh tempo pada tahun 2018 yaitu sukuk negara ritel seri SR-007.

3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini teknik *sampling* yang digunakan yaitu *purposive sampling*. Menurut sugiyono (2013) *purposive sampling* merupakan teknik pengambilan sampel sumber data tertentu dengan pertimbangan tertentu. Alasan penulis menggunakan teknik *purposive sampling* karena tidak semua sampel mempunyai kriteria yang sesuai dengan fenomena yang diteliti. Oleh karena itu peneliti memilih teknik *purposive sampling* dengan menetapkan pertimbangan-pertimbangan tertentu yang harus dipenuhi oleh sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Dalam penelitian ini yang menjadi sampel yaitu sukuk negara ritel yang memenuhi kriteria tertentu. Adapun kriteria yang dijadikan sebagai sampel penelitian adalah

Tabel 3.1
Kriteria Penentuan Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1	Sukuk negara ritel yang telah jatuh tempo	8
2.	Sukuk negara ritel yang telah jatuh tempo hingga tahun 2018	(7)
Jumlah sampel dalam penelitian		1

Sumber: Data diolah peneliti (2019)

Berdasarkan kriteria diatas terdapat 8 sukuk negara ritel yang telah jatuh tempo hingga tahun 2019. Sedangkan yang memenuhi dua kriteria yang sudah ditetapkan dalam penelitian ini sejumlah 1 sukuk negara ritel yang jatuh tempo pada tahun 2018. Adapun sukuk negara ritel yang menjadi sampel dalam penelitian ini yaitu sukuk negara ritel yang diterbitkan tahun 2015 dan jatuh tempo tahun 2018 yaitu sukuk negara ritel seri SR-007.

3.5 Data dan Jenis Data

Dalam penelitian ini data yang digunakan peneliti adalah data sekunder. Data sekunder dengan jenis runtut waktu (*time series*) bulanan tersebut yaitu: volume perdagangan sukuk negara ritel, harga sukuk negara ritel dan *yield* diperoleh dari *The Indonesia Capital Market Institute* (TICMI). Data tingkat bagi hasil deposito mudharabah diperoleh dari web resmi OJK (www.ojk.go.id). Data nilai tukar kurs, BI *rate* dan inflasi diperoleh dari (www.bi.go.id)

3.6 Teknik Pengumpulan Data

Adapun prosedur pengumpulan data dalam penelitian ini adalah:

1. Riset kepustakaan (*Library Research*)

Dalam riset kepustakaan ini penulis membaca, meneliti, mempelajari bahan-bahan tertulis seperti buku-buku, artikel, majalah, berita, jurnal dan informasi-informasi tertulis lainnya. melalui riset kepustakaan ini peneliti mendapatkan konsep, teori dan defenisi-definisi yang akan digunakan sebagai landasan berpikir.

2. Data Sekunder

Data sekunder ini merupakan data yang diperoleh dengan mengumpulkan laporan yang bersumber dari pihak-pihak yang terkait. Adapun data tersebut yaitu: volume perdagangan sukuk negara ritel, harga sukuk negara ritel dan *yield* diperoleh dari *The Indonesia Capital Market Institute* (TICMI). Data tingkat bagi hasil deposito mudharabah diperoleh dari web resmi OJK (www.ojk.go.id). Data nilai tukar kurs, BI *rate* dan inflasi diperoleh dari (www.bi.go.id)

3.7 Definisi Operasional

3.7.1 Harga Sukuk (X1)

Harga merupakan Jumlah Uang yang diperlukan sebagai penukar berbagai kombinasi produk dan jasa (Laksana, 2008 *dalam* Rahman dkk., 2016). Adapun untuk menghitung harga sukuk (Wahid, 2010: 179) bisa digunakan rumus sebagai berikut:

$$P = \Sigma \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

Keterangan:

P = Harga

n = Jumlah Periode

C = bayaran kupon

r = period kadar faedah

M = nilai matang

t = masa bayaran diterima

Informasi mengenai harga sukuk dapat diperoleh dari *The Indonesia Capital Market Institute* (TICMI).

3.7.2 Yield (X2)

Yield adalah keuntungan yang diharapkan oleh investor atas investasi yang dilakukan yaitu berupa imbal hasil. Indikator yang digunakan untuk mengukur *yield* dalam penelitian ini adalah YTM (*Yield to Maturity*). Hal ini dikarenakan YTM dapat mencerminkan return dengan tingkat bunga majemuk (*compound rate of return*) yang diharapkan investor jika dua asumsi terpenuhi. Asumsi pertama adalah investor akan mempertahankan obligasi tersebut sampai dengan waktu jatuh tempo. Asumsi kedua yaitu investor menginvestasikan kembali pendapatan yang diperoleh dari obligasi pada tingkat *yield to maturity* yang dihasilkan (Masitoh, 2016 dalam Bella, 2018). Adapun untuk menghitung YTM (Wahid, 2010: 179) dapat digunakan rumus sebagai berikut:

$$YTM = C + \frac{\left[\frac{(R - P)}{t} \right]}{\frac{(R + p)}{2 \times 100}}$$

Keterangan:

C = *Coupon*

R = *Redemption price*

P = *Current Price of the sukuk*

t = *Remaining time until maturity*

Informasi yang berkaitan dengan YTM sukuk SR-007 selama periode 2015-2018 dapat diperoleh dari *The Indonesia Capital Market Institute*.

3.7.3 Nilai Tukar (X3)

Nilai tukar menurut Sukirno (2011:397) dapat diartikan sebagai jumlah uang domestik yang dibutuhkan, yaitu banyaknya rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Dalam penelitian ini nilai tukar yang digunakan adalah nilai tukar tengah terhadap dollar Amerika. Hal ini dikarenakan nilai tukar tengah terhadap dollar Amerika merupakan nilai tukar yang dijadikan landasan transaksi suatu negara dengan negara lainnya. Menurut Ekananda (2014:201) untuk menghitung nilai kurs tengah dapat digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kurs tengah} = \frac{K_b + K_j}{2}$$

Keterangan:

K_b= kurs beli

K_j= kurs jual

Informasi yang berkaitan dengan nilai tukar tengah rupiah terhadap dollar Amerika selama periode 2015-2018 dapat diperoleh melalui website resmi Bank Indonesia yaitu www.bi.go.id.

3.7.4 Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah (X4)

Deposito mudharabah adalah simpanan dana dengan skema pemilik dana (shahibul maal) memercayakan dananya kepada bank syariah (mudharib) dengan hasil yang diperoleh dibagi antara pemilik dana dengan bank berdasarkan nisbah yang telah disepakati (Yaya dkk., 2014:55).

Nisbah bagi hasil deposito mudharabah ini ditentukan berdasarkan kesepakatan antara nasabah dengan bank syariah. Pada penelitian ini, data tingkat bagi hasil deposito mudharabah yang digunakan adalah deposito mudharabah yang memiliki jangka waktu selama satu bulan. Data tingkat bagi hasil deposito mudharabah di dapat dari website resmi Otoritas Jasa Keuangan melalui www.ojk.go.id selama periode 2015-2018.

3.7.5 BI Rate (X5)

Menurut Bank Indonesia, BI *rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Data BI *rate* yang digunakan berupa dokumen bulanan di dapat dari website Bank Indonesia melalui www.bi.go.id selama periode 2015-2018.

3.7.6 Inflasi (X6)

Inflasi menurut Sukirno (2011:333) adalah kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian secara terus menerus. Indikator yang digunakan untuk mengukur inflasi adalah IHK (indeks harga konsumen). Hal ini dikarenakan IHK digunakan untuk melihat barang-barang yang selalu digunakan oleh para konsumen. Dalam menghitung inflasi (Bella, 2018) bisa digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{IHK} = \frac{\text{tingkat harga}_t - \text{tingkat harga}_{t-1}}{\text{tingkat harga}_{t-1}} \times 100\%$$

Data inflasi yang digunakan berupa dokumen bulanan di dapat dari website Bank Indonesia melalui www.bi.go.id selama periode 2015-2018.

3.7.7 Volume Perdagangan Sukuk SR-007 (Y)

Volume perdagangan dapat menggambarkan kekuatan antara minat jual dan beli pada transaksi pasar (Suharto, 2015:36 dalam Amali, 2018). Pada penelitian ini data volume perdagangan sukuk diperoleh *The Indonesia Capital Market Institute* (TICMI).

Tabel 3.2
Definisi Operasional Variabel

Definisi Operasional Variabel	Variabel	Rumus	Skala
Variabel Independen	Harga (HRG)	$P = \sum \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$	Persen
	Yield (YTM)	$YTM = C + \frac{\left[\frac{(R-P)}{t} \right]}{\frac{(R+p)}{2 \times 100}}$	Persen
	Nilai Tukar (NT)	$\text{Kurs tengah} = \frac{Kb + Kj}{2}$	Rupiah
	Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah (BDM)	Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah di bank syariah dengan jangka waktu satu bulan	Persen
	Bi Rate (BR)	Tingkat suku bunga bulanan yang ditetapkan oleh Bank Indonesia	Persen
	Inflasi (INF)	$IHK = \frac{\text{tingkat harga}_t - \text{tingkat harga}_{t-1}}{\text{tingkat harga}_{t-1}} \times 100\%$	Persen
Variabel Dependen	Volume Perdagangan (VOL)	Jumlah sukuk SR-007 yang diperdagangkan di bursa	Rupiah

Sumber: Data diolah peneliti (2018)

3.8 Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan analisis model VAR (*vector autoregressive*) dan VECM (*vector error corection model*) yang dioleh dengan program *Eviews 9*. Semua data harus memiliki satuan yang sama. Dalam penelitian ini terjadi perbedaan satuan. Oleh karena itu data harus terlebih dahulu diubah menjadi model logaritma natural (Bella, 2018). Penelitian menggunakan VAR apabila datanya stasioner, namun apabila tidak stasioner maka penelitian tersebut dilanjutkan menggunakan model VECM. Hal ini dikarenakan data yang digunakan adalah data *time series*. Peneliti juga ingin mengetahui pengaruh jangka pendek dan jangka panjang antara variabel independen dan variabel dependen.

3.8.1 *Vector Autoregressive* (VAR)

Ajija dkk (2011: 165) menjelaskan bahwa VAR merupakan salah satu metode analisis dalam *time series*. Asumsi yang harus dipenuhi dalam analisis VAR adalah semua variabel tak bebas bersifat stasioner, semua sisaan bersifat *white noise*, yaitu memiliki rata-rata nol, ragam konstan, dan diantara variabel tak bebas tidak ada korelasi uji kestasioneran data dapat dilakukan melalui pengujian terhadap ada tidaknya unit root dalam uji *Augmented Dicky Fuller* (ADF). Berikut ini merupakan ciri-ciri VAR:

- a. Bersifat a-teori yaitu tidak berlandaskan teori dalam menentukan model regresi.
- b. Memperlakukan semua variabel secara endogen (tidak dibedakan independen atau dependen).

- c. Estimasi yang digunakan adalah IRF (*Impulse Response Function*) dan *Variance decomposition*.

Ariefianto (2012:122) mengemukakan bahwa VAR memiliki beberapa kelebihan dan kelemahan. Berikut ini merupakan kelebihan yang dimiliki oleh VAR:

- a. VAR tidak memerlukan spesifikasi model, dalam artian mengidentifikasi variable endogen-eksogen dan membuat persamaan yang menghubungkannya. Semua variabel di dalam VAR adalah endogen. VAR adalah sangat fleksibel. Pembahasan yang dilakukan hanya meliputi struktur *autoregressive*. Pengembangan dapat dilakukan dengan memasukkan variabel yang dianggap murni eksogen (SVAR) dan/atau komponen *moving average* (VARMA). Dengan perkataan lain VAR adalah suatu teknik ekonometrika struktural yang sangat kaya.
- b. Kemampuan prediksi VAR cukup baik.

Berikut ini merupakan kelemahan yang dimiliki oleh VAR:

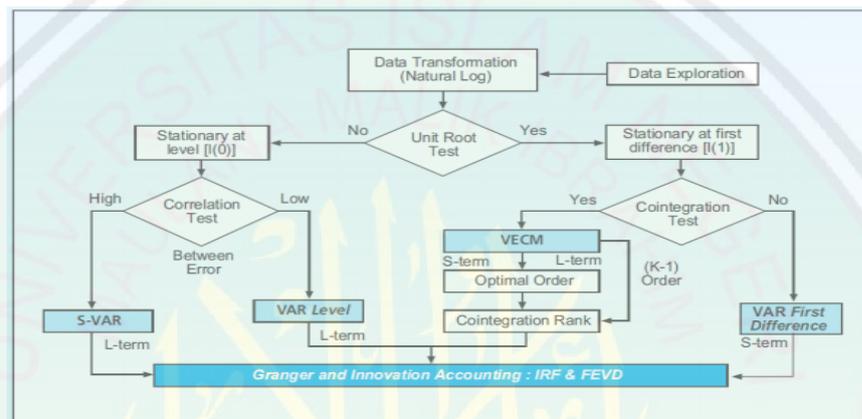
- a. VAR bersifat ateoritis.
- b. Koefisien dalam VAR sulit untuk diinterpretasikan
- c. Estimasi dapat menjadi tidak efisien terutama jika jumlah sampel yang digunakan adalah sedikit sedangkan variabel dan orde lag yang digunakan adalah banyak.

3.8.2 *Vector Error Corection Model* (VECM)

VECM merupakan salah satu model yang digunakan untuk mencari pemecahan terhadap persoalan variabel runtun waktu yang tidak stasioner.

Metode VECM juga mampu memberikan informasi terkait dengan dampak jangka pendek dan jangka panjang (Ajija dkk., 2011:189). Berikut ini merupakan tahapan analisis dengan metode VAR dan VECM

Gambar 3.1
UJI VAR VECM



Sumber: (Ascharya:2010, dalam Karima, 2018:49)

a. Uji Stasioneritas

Stasioneritas merupakan langkah pertama yang harus dilakukan dalam data *time series*. Uji Stasioneritas dilakukan dengan metode *Augmented Dicky Fuller* (ADF). Data stasioner dapat diketahui dengan melihat nilai ADF dan nilai *Mackinnon critical values*. Data stasioner merupakan data yang variansnya tidak terlalu besar dan mempunyai kecenderungan untuk mendekati nilai rata-ratanya. Jika nilai ADF lebih besar dari nilai *Mackinnon critical values* maka data tersebut telah stasioner. Data yang tidak stasioner menunjukkan adanya kemungkinan hubungan kointegrasi diantara variabel (Ajija dkk., 2011:164).

Menurut Gujarati (2003:817) dalam Ajija dkk., (2011:165) menjelaskan bahwa persamaan uji stasioner dengan analisis ADF dalam persamaan berikut:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta_t \sum_{i=1}^P \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

Di mana:

Y_t = bentuk dari *first difference*

α_0 = Intersep

Y = Variabel yang diuji stasionernya

P = panjang lag yang digunakan dalam model

ε = *Error Term*

Hipotesis yang digunakan dalam uji stasioneritas adalah:

$H_0: \gamma=0$ artinya data tidak stasioner (mengandung unit root)

$H_0: \gamma<0$ artinya data stasioner (tidak mengandung unit root)

b. Penentuan *Lag Length* (Lag Optimal)

Langkah selanjutnya yang harus dilakukan yaitu menentukan lag optimal. Jika lag terlalu panjang akan banyak derajat yang terbuang yang mengakibatkan model menjadi tidak signifikan. Penentuan panjang lag optimal dapat diidentifikasi dengan *akaike information criterion* (AIC), *schwarz information criterion* (SIC), *Hannan-Quinn information criterion* (HQ).

c. Uji Kointegrasi

Menurut Engle Granger (1987) dalam Ariefianto (2012:142) Salah satu cara untuk mengidentifikasi hubungan diantara variabel yang bersifat *non*

stationary adalah dengan melakukan pemodelan koreksi kesalahan. Syarat yang harus dipenuhi adalah pada sekelompok variabel tersebut terdapat suatu kointegrasi, sehingga model koreksi kesalahan tersebut dianggap valid. Jika suatu data *time series* model VAR telah terbukti terdapat hubungan kointegrasi, maka kita dapat mengetahui tingkah laku jangka pendek dari suatu variabel terhadap nilai jangka panjangnya.

d. Estimasi Model VAR dan VECM

Hasil estimasi VAR dapat dilihat apakah variabel Y memengaruhi X dan begitu pula sebaliknya. Kita dapat mengetahuinya dengan membandingkan nilai t-statistik hasil estimasi dengan nilai t-tabel. Jika nilai t-statistik lebih besar dari pada nilai t-tabel maka dapat dikatakan bahwa variabel Y memengaruhi X (Ajija dkk., 2011:168). Dalam estimasi VAR, model VAR yang digunakan adalah:

$$Y_t = \alpha_{1i} + \sum_{i=1}^n \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i X_{t-i} + u_{1t}$$

$$X_t = \alpha_{2i} + \sum_{i=1}^n \beta_{2i} X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i Y_{t-i} + u_{2t}$$

Berikut ini merupakan estimasi VECM:

$$\Delta X_t = \mu + \alpha \beta' X_{t-i} + X_{t-i} + \sum_{i=1}^k \Gamma \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

Di mana:

Γ_t = koefisien matrik

μ = vektor yang meliputi seluruh komponen determinan

α, β = matriks yang merupakan jumlah kombinasi linier elemen X_t yang hanya dipengaruhi oleh *shock* transistor.

$\beta'X_{t-i}$ = *Error Corection term*

α = matriks dari koefisien *error corection*

e. *Impulse Respond Function (IRF)*

Estimasi ini digunakan untuk melihat respon guncangan dari variabel inovasi terhadap variabel-variabel lainnya. Metode ini juga bertujuan untuk mengetahui seberapa lama pengaruh guncangan suatu variabel ke variabel lainnya sampai pengaruhnya hilang atau kembali ke titik keseimbangan dapat dilihat (Ajija dkk., 2011:168).

f. *Variance Decomposition* atau *Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)*

FEVD merupakan perangkat pada model VAR yang akan memisahkan variasi dari sejumlah variabel yang diestimasi menjadi komponen-komponen shock atau menjadi variabel *innovation*, dengan asumsi variabel *innovation* tidak saling berkorelasi. Informasi yang disampaikan oleh FEVD adalah mengenai proporsi dari pergerakan atau pengaruh shock pada sebuah variabel terhadap variabel lainnya pada periode saat ini dan yang akan datang (Ajija dkk., 2011:168).

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Sukuk negara ritel seri SR-007 adalah seri ke-7 dari sukuk ritel yang diterbitkan oleh Pemerintah dengan tenor 3 tahun mulai 11 Maret 2015 dan jatuh tempo pada 11 Maret 2018 dengan jangka waktu penawaran selama 2 pekan sejak 23 Februari 2015 dan ditutup pada tanggal 6 Maret 2015 dan diterbitkan khusus untuk investor individu Warga Negara Indonesia (WNI) di Pasar Perdana. Akad yang digunakan dalam sukuk negara ritel SR-007 adalah Ijarah *asset to be leased*. Sukuk negara ritel SR-007 merupakan bentuk SBSN tanpa warkat yang dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Imbalan yang diberikan oleh sukuk negara ritel SR-007 adalah sebesar 8.25% per tahun yang akan dibayarkan secara periodik setiap bulan pada tanggal 11 (sebelas).

Nilai nominal per unit adalah Rp 1.000.000, dengan minimal pembelian sebesar Rp 5.000.000 dan kelipatannya dengan maksimal pembelian Rp 5.000.000.000. pembelian sukuk dapat dilakukan melalui agen penjual sukuk yang telah ditetapkan oleh Menteri Keuangan melalui Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang (DJPU). Agen penjual sukuk terdiri dari perusahaan sekuritas dan perbankan. Berikut ini merupakan macam-macam agen penjual sukuk yaitu:

Tabel 4.1
Agen Penjual Sukuk Perbankan

No	Bank
1.	PT Bank ANZ Indonesia
2.	PT Bank BRI Syariah
3.	PT Bank Central Asia Tbk
4.	PT Bank CIMB Niaga Tbk
5.	PT Bank Danamon Indonesia Tbk
6.	PT Bank Internasional Indonesia Tbk
7.	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
8.	PT Bank Mega Tbk
9.	PT Bank Muamalat Indonesia Tbk
10.	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
11.	PT Bank OSBC NISP Tbk
12.	PT Bank Permata Tbk
13.	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
14.	PT Bank Syariah Mandiri
15.	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
16.	Standar Chartered Bank
17.	The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

Sumber: Suminto (2015:19)

Tabel 4.2
Agen Penjual Sukuk Perusahaan Sekuritas

No	Perusahaan Sekuritas
1.	PT Trimegah Securities Tbk
2.	PT Sucorninvest Central Gani
3.	PT Reliance Securities Tbk
4.	PT Danareksa Sekuritas
5.	PT Bahana Securities

Sumber: Suminto (2015:19)

Sukuk negara ritel memiliki investor sebanyak 29.706 orang. Jumlah ini mengalami penurunan apabila dibandingkan dengan jumlah investor yang dimiliki oleh sukuk SR-006 yaitu sebesar 34.692 investor (DJPPR Kementerian Keuangan, 2018). Berikut ini merupakan penyebaran investor sukuk negara ritel SR-007 berdasarkan profesi:

Tabel 4.3
Penyebaran Investor Sukuk Berdasarkan Profesi

Profesi	Volume Pembelian (%)	Jumlah Investor (%)
PNS	2,67	7,06
Pegawai Swasta	24,17	25,68
Ibu Rumah Tangga	15,60	16,18
Wiraswasta	40,51	30,23
TNI/POLRI	0,55	0,72
Lainnya	16,50	20,13
Total	100,00	100,00

Sumber: DJPPR Kementerian Keuangan, 2015

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa jumlah investor dan banyaknya pembelian sukuk negara ritel SR-007 berdasarkan kelompok profesi terbanyak adalah wiraswasta yaitu sebesar 30,23% dengan volume pembelian sebesar 40,51%. Profesi terbanyak kedua yaitu pegawai swasta dengan jumlah investor 25,68% dan volume pembelian sebesar 24,17%. Hal ini menunjukkan bahwa profesi wiraswasta dan pegawai swasta merupakan investor yang berpotensi dan dapat meningkatkan volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Berikut ini merupakan penyebaran investor sukuk negara ritel SR-007 berdasarkan usia investor:

Tabel 4.4
Penyebaran Investor Sukuk Berdasarkan Usia

Usia Investor	Volume Pembelian (%)	Jumlah Investor (%)
<25 tahun	2,87	2,43
25-40 tahun	35,93	36,20

41-55 tahun	39,04	35,84
>55 tahun	22,16	25,53
Total	100,00	100,00

Sumber: DJPPR Kementerian Keuangan, 2015

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa jumlah investor sukuk negara ritel SR-007 yang paling banyak berada dalam usia 25-40 tahun yaitu sebesar 36,20%. Volume pembelian terbanyak berada dalam kategori usia 41-55 tahun yaitu sebesar 39,04%, sedangkan investor yang berusia <25 tahun hanya sebesar 2,43% dengan volume pembelian sebesar 2,87%.

Penyebaran investor sukuk negara ritel SR-007 berdasarkan geogarfis adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5
Penyebaran Investor Sukuk Berdasarkan Geografis

Wilayah	Nominal penjatahan		Jumlah investor	
	Miliar (Rp)	Persentase	Orang	Persentase
DKI Jakarta	8.541,780	38,90%	9.787	32,95%
Indonesia bagian barat kecuali DKI Jakarta	11.148,145	50,75%	17.168	57,79%
Indonesia bagian tengah	2.186,565	9,95%	2.592	8,73%
Indonesia bagian timur	88,545	0,40%	159	0,53%
Total	21.965,035	100,00%	29.706	100,00%

Sumber: DJPPR Kementerian Keuangan, 2015

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa jumlah investor dan jumlah pemesanan sukuk negara ritel SR-007 yang paling banyak berada di wilayah Indonesia bagian barat kecuali DKI Jakarta yaitu sebesar 57,79% dan 50,75%. Indonesia bagian timur memiliki jumlah investor dan jumlah pemesanan

sukuk yang paling kecil yaitu sebesar 0,53% da 0,40%. Hal ini menunjukkan bahwa belum meratanya penyebaran jumlah investor sukuk negara ritel SR-007 di seluruh wilayah Indonesia.

4.1.2 Hasil Analisis Deskriptif

Tabel 4.6
Analisis Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev
VOL	21.01953	31.47308	28.63591	1.749953
HRG	97.81000	102.0400	100.4340	1.082840
YTM	4.720000	7.860000	6.402857	0.737059
NT	9.468678	9.574712	9.503903	0.020759
BDM	5.680000	7.950000	6.669714	0.681708
BR	4.250000	7.500000	5.792857	1.342854
INF	2.790000	7.260000	4.327714	1.418073

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Hasil analisis deskriptif diatas menjelaskan bahwa volume perdagangan sukuk SR-007 pada bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 paling rendah sebesar 21,02% dan paling besar sebesar 31,47%. Rata-rata volume perdagangan bulan bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 sebesar 28,63% dengan simpangan baku sebesar 1,75%.

Selanjutnya harga sukuk SR-007 bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 paling rendah sebesar 97,81% dan paling besar sebesar 102,04%. Rata-rata harga sukuk SR-007 bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 100,43% dengan simpangan baku sebesar 1,08%

Kemudian YTM sukuk SR-007 bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 paling rendah sebesar 4,72% dan paling besar sebesar 7,86%. Rata-rata

YTM sukuk SR-007 bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 sebesar 6,43% dengan simpangan baku sebesar 0,73%.

Kemudian nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 paling rendah sebesar 9,46% dan paling besar sebesar 9,57%. Rata-rata nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 sebesar 9,50% dengan simpangan baku sebesar 1,42%.

Kemudian tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 paling rendah sebesar 5,68% dan paling besar sebesar 7,95%. Rata-rata tingkat bagi hasil deposito mudharabah di bank syariah bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 sebesar 6,67% dengan simpangan baku sebesar 0,68%.

Selanjutnya tingkat suku bunga bank indonesia (*BI Rate*) bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 paling rendah sebesar 4,25% dan paling besar sebesar 7,5%. Rata-rata tingkat *BI Rate* bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 sebesar 5,79% dengan simpangan baku sebesar 1,34%.

Kemudian tingkat inflasi bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 paling rendah sebesar 2,79% dan paling besar sebesar 7,26%. Rata-rata tingkat inflasi bulan April 2015 sampai bulan Maret 2018 sebesar 4,33% dengan simpangan baku 1,42%

4.1.3 Pengujian Stasioneritas

Uji Stasioneritas dilakukan dengan metode *Augmented Dicky Fuller* (ADF). Data stasioner dapat diketahui dengan melihat nilai ADF dan nilai

Mackinnon critical values. Data stasioner merupakan data yang variansnya tidak terlalu besar dan mempunyai kecenderungan untuk mendekati nilai rata-ratanya. Jika nilai ADF lebih besar dari nilai *Mackinnon critical values* maka data tersebut telah stasioner. Data yang tidak stasioner menunjukkan adanya kemungkinan hubungan kointegrasi diantara variabel (Ajija dkk., 2011:164).

Tabel 4.7
Pengujian Stasioneritas Tingkat Level

Variabel	ADF test	Prob.	Keterangan
VOL	-6.036643	0.0000	Stasioner
HRG	-2.396874	0.1499	Tidak Stasioner
YTM	-3.828062	0.0062	Stasioner
NT	-1.738700	0.4037	Tidak Stasioner
BDM	-0.830379	0.7979	Tidak Stasioner
BR	-0.723449	0.8277	Tidak Stasioner
INF	-1.738700	0.4037	Tidak Stasioner

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Berdasarkan hasil analisis yang diringkas dalam tabel diatas dapat diketahui bahwa hanya variabel VOL dan YTM berdasarkan uji *Augmented Dickey-Fuller* dengan probabilitas dibawah 0,05 sehingga dapat diinyatakan telah stasioner pada tingkat level. Sementara variabel lainnya yaitu HRG, NT, BDM, BR dan INF memiliki probabilitas diatas 0,05 yang artinya variabel-variabel tersebut belum stasioner pada tingkat level. Pengujian stasioneritas tingkat level memperlihatkan hasil bahwa tidak semua data stasioner. Oleh karena itu perlu dilakukan pengujian lanjutan pada tingkat *first difference* (Amali, 2018). Data yang tidak stasioner menunjukkan adanya kemungkinan hubungan kointegrasi diantara variabel (Ajija dkk., 2011:164).

Tabel 4.8
Pengujian Stasioneritas Tingkat *First Difference*

Variabel	ADF test	Prob.	Keterangan
VOL	-4.910116	0.0004	Stasioner
HRG	-8.014682	0.0000	Stasioner
YTM	-3.792088	0.0076	Stasioner
NT	-4.685251	0.0006	Stasioner
BDM	-9.105615	0.0000	Stasioner
BR	-4.894483	0.0004	Stasioner
INF	-4.685251	0.0006	Stasioner

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Berdasarkan hasil analisis yang diringkas dalam tabel diatas dapat diketahui bahwa semua variabel berdasarkan uji Augmented Dickey-Fuller dengan probabilitas dibawah 0,05 sehingga dapat dinyatakan telah stasioner pada tingkat *first difference*.

4.1.4 Penentuan Lag Optimum

Lag optimum adalah jumlah lag yang diperkirakan mampu memberikan pengaruh yang signifikan untuk menghindari permasalahan autokorelasi maupun heteroskedastisitas. Kriteria untuk menentukan panjang lag dalam peneliiian ini adalah *Akaike Information Criterion* (AIC). Lag yang memiliki nilai AIC terkecil maka lag tersebut merupakan lag optimum.

Tabel 4.9
Hasil Lag optimum

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	5.85e-05	10.11823	10.43248	10.22540
1	220.9236	2.27e-07	4.503525	7.017530*	5.360873*
2	66.98139*	1.77e-07*	3.860542*	8.574302	5.468069

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Berdasarkan hasil pada tabel di atas diketahui bahwa nilai AIC terkecil sebesar **3.860542*** pada lag 2. Dengan demikian lag optimum yang dihasilkan adalah 2 lag. Penentuan panjang lag juga digunakan untuk mengetahui stabilitas sistem VAR. Sistem VAR dikatakan stabil jika seluruh *roots*-nya memiliki modulus yang lebih kecil atau mendekati satu.

Tabel 4.10
Stabilitas Lag optimum

Root	Modulus
0.995131	0.995131
0.842050 - 0.238804i	0.875258
0.842050 + 0.238804i	0.875258
0.193552 - 0.836333i	0.858437
0.193552 + 0.836333i	0.858437
0.085270 - 0.807236i	0.811727
0.085270 + 0.807236i	0.811727
0.510400 - 0.322860i	0.603943
0.510400 + 0.322860i	0.603943
-0.521622 - 0.048655i	0.523886
-0.521622 + 0.048655i	0.523886
0.370567	0.370567
-0.339053	0.339053
0.000453	0.000453

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Hasil pengujian diatas diketahui bahwa semua modulus diperoleh nilai yang lebih kecil atau mendekati satu. Dengan demikian lag optimum dinyatakan stabil.

4.1.5 Pengujian Kointegrasi

Menurut Engle Granger (1987) dalam Ariefianto (2012:142) Salah satu cara untuk mengidentifikasi hubungan diantara variabel yang bersifat *non stationary* adalah dengan melakukan pemodelan koreksi kesalahan. Syarat yang

harus dipenuhi adalah pada sekelompok variabel tersebut terdapat suatu kointegrasi, sehingga model koreksi kesalahan tersebut dianggap valid. Jika suatu data *time series* model VAR telah terbukti terdapat hubungan kointegrasi, maka kita dapat mengetahui tingkah laku jangka pendek dari suatu variabel terhadap nilai jangka panjangnya.

Tabel 4.11
Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.964012	228.3578	125.6154	0.0000
At most 1 *	0.774107	118.6469	95.75366	0.0006
At most 2	0.501264	69.55303	69.81889	0.0525
At most 3	0.495178	46.59562	47.85613	0.0653
At most 4	0.296791	24.03848	29.79707	0.1988
At most 5	0.225697	12.41916	15.49471	0.1379
At most 6 *	0.113564	3.978043	3.841466	0.0461

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Uji kointegrasi pada tabel diatas menggunakan metode uji johansen, dimana nilai *trace statistic* 0 (*none*) sebesar $228.3578 > \text{critical value at } 5\%$ yaitu 125.6154. Dengan demikian dapat dinyatakan terdapat 2 kointegrasi yang digunakan dalam penelitian ini. Adanya kointegrasi ini dapat diartikan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara variabel volume perdagangan dengan variabel harga, YTM, nilai tukar, BDM, BI rate dan inflasi.

4.1.6 Estimasi VECM

Jika suatu data *time series* model VAR telah terbukti terdapat hubungan kointegrasi, maka kita dapat mengetahui tingkah laku jangka pendek dari suatu variabel terhadap nilai jangka panjangnya. Adanya pengaruh jangka pendek atau

jangka panjang ini dapat dilihat dengan t-statistik yang dimiliki lebih besar dari 1.98 (Ekananda, 2014:211), Hasil Estimasi VECM dalam jangka pendek disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 4.12
Hasil Estimasi Jangka Pendek

Jangka Pendek		
Variabel	Koefisien	t-statistik
D(HRG(-1))	-2.807288	-1.56794
D(HRG(-2))	-0.132681	-0.08543
D(YTM(-1))	-2.918343	--2.75879
D(YTM(2))	1.029757	0.82920
D(NT(-1))	81.90204	0.91271
D(NT(-2))	-77.33077	-1.13864
D(BDM(-1))	-12.37763	-1.77183
D(BDM(2))	-2.54443	-0.39655
D(BR(-1))	-5.840744	-1.55483
D(BR(-2))	-0.058293	-0.01433
D(INF(-1))	2.635962	1.45424
D(INF(2))	-0.694608	-0.37378
Adj. R-squared	0.508413	

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa untuk persamaan volume dalam jangka pendek, terdapat satu variabel yang menunjukkan pengaruh signifikan, yaitu variabel YTM pada 1 periode sebelumnya. Koefisien YTM pada 1 periode sebelumnya sebesar -2.918343, sehingga dapat dinyatakan bahwa meningkatnya volume sebesar 1% pada 1 periode sebelumnya akan menurunkan volume pada periode saat ini sebesar 2.918343%. Secara simultan terdapat pengaruh yang signifikan antara volume, harga, YTM, nilai tukar, bdm, BI *rate* dan inflasi pada 1 hingga 2 periode sebelumnya terhadap volume pada periode saat ini. Nilai adj. R² sebesar 0.508413 dengan demikian dapat dikatakan bahwa kontribusi volume, harga, YTM, nilai tukar, bdm, BI *rate* dan inflasi pada 1 hingga 2 periode sebelumnya terhadap volume pada periode saat ini sebesar

50.8413%. Hasil Estimasi VECM dalam jangka panjang disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 4.13
Hasil Estimasi Jangka Panjang

Jangka Panjang		
Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2
VOL(-1)	1.000000	0.000000
HRG(-1)	0.000000	1.000000
YTM(-1)	13.00572	3.991024
	(3.98627)	(1.38607)
	[3.26263]	[2.87939]
NT(-1)	472.4121	191.8817
	(113.205)	(39.3627)
	[4.17305]	[4.87471]
BDM(-1)	-65.91887	-22.06828
	(9.65599)	(3.35749)
	[-6.82673]	[-6.57286]
BR(-1)	21.32349	7.573132
	(3.40092)	(1.18253)
	[6.26992]	[6.40416]
INF(-1)	7.942804	2.495944
	(1.85453)	(0.64484)
	[4.28292]	[3.87064]
C	-4325.448	-1861.363

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai konstanta pada persamaan kointegrasi 1 sebesar -4235.448 menunjukkan bahwa pengaruh YTM, NT, BDM, BR dan INF terhadap volume menuju keseimbangan jangka panjang. Pada analisis jangka panjang, variabel YTM, NT, BDM, BR dan INF berpengaruh signifikan terhadap volume. Hal ini bisa dilihat dari nilai t statistik yang lebih besar dari 1.98. Koefisien variabel YTM terhadap volume sebesar 13.00572 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel YTM berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya YTM, sebesar 1% dapat meningkatkan volume sebesar 13.01%. Koefisien variabel NT terhadap volume sebesar 472.4121 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang NT berpengaruh

positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya NT sebesar 1% dapat meningkatkan volume sebesar 472.4%. Koefisien variabel BDM terhadap volume -65.91887 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang BDM berpengaruh negatif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya BDM sebesar 1% dapat menurunkan volume sebesar 65.91%. Koefisien variabel BR terhadap volume 21.32349 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang BR berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya BR sebesar 1% dapat meningkatkan volume sebesar 21.32%. Koefisien variabel INF terhadap volume 7.942804 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang INF berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya INF sebesar 1% dapat menurunkan volume sebesar 7.94%.

Kemudian nilai konstanta pada persamaan kointegrasi 2 sebesar -1861.363 menunjukkan bahwa pengaruh YTM, NT, BDM, BR dan INF terhadap volume menuju keseimbangan jangka panjang. Pada analisis jangka panjang, variabel YTM, NT, BDM, BR dan INF berpengaruh signifikan terhadap volume. Koefisien variabel YTM terhadap volume sebesar 3.991024 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel YTM berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya YTM sebesar 1% dapat meningkatkan volume sebesar 3.99%. Koefisien variabel NT terhadap volume 191.8817 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang NT berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya NT sebesar 1% dapat meningkatkan volume sebesar 191.88%. Koefisien variabel BDM terhadap volume -22.06828 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang BDM berpengaruh negatif dan

signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya BDM sebesar 1% dapat menurunkan volume sebesar 22.06%. Koefisien variabel BR terhadap volume 7.573132 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang BR berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya BR sebesar 1% dapat meningkatkan volume sebesar 7.57%. Koefisien variabel INF terhadap volume 2.495944 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang INF berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume. Artinya meningkatnya INF sebesar 1% dapat menurunkan volume sebesar 2.49%.

4.1.7 Analisis *Impulse Respon Function* (IRF)

Analisis IRF memberikan informasi tentang indikator volume yaitu kecepatan atau berapa waktu lag yang dibutuhkan untuk merespon perubahan dan kekuatan variabel lain. Berikut ini merupakan hasil IRF yang disajikan dalam grafik berikut:

Tabel 4.14
Impulse Respon Function (IRF)

Response of VOL:							
Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	3.359480	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.504399	-0.185021	-1.788489	1.187925	-2.001417	-0.544007	0.292397
3	1.417635	0.610820	-0.316086	0.965411	-0.018052	-0.152999	0.212707
4	0.716745	0.372918	0.031497	-0.121590	-0.916993	-0.181405	-0.231785
5	0.869557	0.949043	-0.203135	-0.185721	-0.445467	-0.032337	-0.035930
6	1.073324	0.818142	-1.116762	0.175586	-0.498408	-0.032329	0.040474
7	1.334757	0.401014	-0.671902	0.362495	-1.374633	0.000561	0.042244
8	1.219111	0.435413	0.164071	-0.106942	-0.537087	0.114698	-0.034114
9	1.520779	0.727577	-0.256722	-0.629332	-0.341784	0.218979	-0.171571
10	1.404934	0.536115	-1.084281	0.090633	-0.937264	0.122840	0.068051
11	1.569941	0.426099	-0.599096	0.138206	-0.913286	0.147275	0.094114
12	1.633160	0.299794	0.091656	-0.391263	-0.652288	0.197166	-0.107901
13	1.517330	0.564624	-0.299666	-0.417767	-0.440862	0.226192	-0.099669
14	1.486025	0.633322	-1.012765	-0.023984	-0.708954	0.184242	0.054838
15	1.615030	0.374448	-0.612096	0.002962	-1.015419	0.145961	0.058705

16	1.619406	0.319684	0.081465	-0.352537	-0.603447	0.191181	-0.082002
17	1.521571	0.578099	-0.336320	-0.407264	-0.390654	0.228251	-0.106246
18	1.463710	0.617794	-1.000025	-0.014429	-0.796180	0.174770	0.052894
19	1.593069	0.397473	-0.561146	-0.020836	-0.944925	0.147456	0.059659
20	1.635671	0.334325	0.056467	-0.383834	-0.594284	0.192221	-0.096794
21	1.495949	0.569199	-0.384005	-0.348558	-0.437802	0.219453	-0.090504
22	1.465033	0.624440	-0.971674	-0.017034	-0.779860	0.176793	0.055301
23	1.603734	0.386925	-0.521512	-0.060644	-0.941179	0.148979	0.044994
24	1.625463	0.344476	0.036086	-0.373767	-0.582659	0.192639	-0.094092
25	1.493558	0.577898	-0.426525	-0.325032	-0.446892	0.218951	-0.082043
26	1.472697	0.608303	-0.951326	-0.017989	-0.805779	0.174415	0.055554
27	1.606405	0.382722	-0.477199	-0.082848	-0.914959	0.151615	0.037379
28	1.621760	0.358253	0.012706	-0.377686	-0.567249	0.195283	-0.096689
29	1.488219	0.580654	-0.469061	-0.298838	-0.473487	0.215852	-0.072004
30	1.480215	0.596389	-0.926020	-0.018617	-0.814140	0.172929	0.056751
31	1.611266	0.377406	-0.437577	-0.107223	-0.894596	0.154203	0.027195
32	1.612766	0.371722	-0.012703	-0.374691	-0.556736	0.196907	-0.096490
33	1.485364	0.585707	-0.507134	-0.277895	-0.493129	0.213524	-0.062896
34	1.488832	0.581797	-0.900002	-0.021202	-0.826239	0.171011	0.056452
35	1.613274	0.373790	-0.400915	-0.126952	-0.872516	0.156738	0.018562
36	1.604666	0.386121	-0.039876	-0.372373	-0.546636	0.198726	-0.096283

Sumber: Output Eviews 9 diolah, 2019

Berdasarkan grafik diatas diperoleh hasil berikut:

1. Respon volume terhadap volume

Dari hasil IRF diketahui bahwa volume memberikan respon yang cukup berfluktuatif terhadap perubahan volume. Volume selalu memberikan respon yang positif. Pada periode pertama hingga periode ke-2, volume mengalami penurunan, selanjutnya pada periode ke-3 volume mengalami peningkatan. Volume mengalami keseimbangan atau berada pada titik ekuilibrium pada periode ke-6 hingga terjadi kondisi yang stabil. Dengan demikian volume membutuhkan waktu sekitar 6 bulan untuk kembali mencapai titik keseimbangan.

2. Respon volume terhadap harga

Dari hasil IRF diketahui bahwa volume memberikan respon yang cukup berfluktuatif terhadap perubahan harga. Volume memberikan respon yang positif dan negatif. Pada periode pertama volume memberikan respon yang

positif, selanjutnya pada periode ke-2 volume memberikan respon yang negatif. Respon volume terhadap harga terus mengalami fluktuasi hingga volume mengalami keseimbangan atau berada pada titik ekuilibrium pada periode ke-3 hingga terjadi kondisi yang stabil. Dengan demikian volume membutuhkan waktu sekitar 3 bulan untuk kembali mencapai titik keseimbangan.

3. Respon volume terhadap YTM

Dari hasil IRF diketahui bahwa volume memberikan respon yang cukup berfluktuatif terhadap perubahan YTM. Volume memberikan respon yang positif dan negatif. Pada periode pertama volume memberikan respon yang positif, selanjutnya pada periode ke-2 hingga ke-3 volume memberikan respon yang negatif. Volume mengalami keseimbangan atau berada pada titik ekuilibrium pada periode ke-33 hingga terjadi kondisi yang stabil. Dengan demikian volume membutuhkan waktu sekitar 33 bulan untuk kembali mencapai titik keseimbangan.

4. Respon volume terhadap nilai tukar

Dari hasil IRF diketahui bahwa volume memberikan respon yang cukup berfluktuatif terhadap perubahan nilai tukar. Volume memberikan respon yang positif dan negatif. Pada periode pertama hingga periode ke-3 volume memberikan respon yang positif, namun pada periode ke-4 hingga periode ke-5 volume memberikan respon yang negatif dan memberikan respon yang positif lagi pada periode ke-6. Volume mengalami keseimbangan atau berada pada titik ekuilibrium pada periode ke-12 hingga terjadi kondisi yang stabil.

Dengan demikian volume membutuhkan waktu sekitar 12 bulan untuk kembali mencapai titik keseimbangan.

5. Respon volume terhadap BDM

Dari hasil IRF diketahui bahwa volume memberikan respon yang cukup berfluktuatif terhadap perubahan BDM. Volume memberikan respon yang positif dan negatif. Pada periode pertama volume memberikan respon yang positif, namun pada periode ke-2 hingga periode ke-35 volume memberikan respon yang negatif. Volume mengalami keseimbangan atau berada pada titik ekuilibrium pada periode ke-16 hingga terjadi kondisi yang stabil. Dengan demikian volume membutuhkan waktu sekitar 16 bulan untuk kembali mencapai titik keseimbangan.

6. Respon volume terhadap BI *rate*

Dari hasil IRF diketahui bahwa volume memberikan respon yang cukup berfluktuatif terhadap perubahan BI *rate*. Volume memberikan respon yang positif pada periode pertama. Pada periode ke-2 hingga periode ke-6 volume memberikan respon yang negatif, namun pada periode ke-7 volume memberikan respon positif. Volume mengalami keseimbangan atau berada pada titik ekuilibrium pada periode ke-7 hingga terjadi kondisi yang stabil. Dengan demikian volume membutuhkan waktu sekitar 7 bulan untuk kembali mencapai titik keseimbangan.

7. Respon volume terhadap inflasi

Dari hasil IRF diketahui bahwa volume memberikan respon yang cukup berfluktuatif terhadap perubahan inflasi. Volume memberikan respon yang

positif dan negatif. Pada periode pertama hingga periode ke-3 volume memberikan respon yang positif, namun pada periode ke-4 hingga periode ke-5 volume memberikan respon yang negatif. Pada periode ke-6 volume memberikan respon yang positif. Volume mengalami keseimbangan atau berada pada titik ekuilibrium pada periode ke-38 hingga terjadi kondisi yang stabil. Dengan demikian volume membutuhkan waktu sekitar 38 bulan untuk kembali mencapai titik keseimbangan.

4.1.8 Analisis *Variance Decomposition* atau *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD)

FEVD merupakan perangkat pada model VAR yang akan memisahkan variasi dari sejumlah variabel yang diestimasi menjadi komponen-komponen shock atau menjadi variabel *innovation*, dengan asumsi variabel *innovation* tidak saling berkorelasi. Informasi yang disampaikan oleh FEVD adalah mengenai proporsi dari pergerakan atau pengaruh shock pada sebuah variabel terhadap variabel lainnya pada periode saat ini dan yang akan datang (Ajija dkk., 2011:168).

Tabel 4.14
Hasil Analisis *Variance Decomposition*

Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	3.359480	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	4.535606	56.09895	0.166407	15.54898	6.859737	19.47172	1.438595	0.415601
3	4.904633	56.32914	1.693313	13.71252	9.740773	16.65319	1.327570	0.543498
4	5.064731	54.82696	2.130095	12.86317	9.192322	18.89508	1.373255	0.719120
5	5.252127	53.72539	5.245942	12.11122	8.673098	18.29016	1.280798	0.673398
6	5.561951	51.63061	6.841508	14.83101	7.833416	17.11223	1.145459	0.605761

7	5.945750	50.21976	6.441663	14.25514	7.226458	20.31950	1.002354	0.535129
8	6.113011	51.48638	6.601313	13.55777	6.867021	19.99470	0.983458	0.509360
9	6.392747	52.73828	7.331567	12.55847	7.248329	18.56896	1.016607	0.537788
10	6.723878	52.03766	7.262968	13.95241	6.570159	18.72812	0.952319	0.496366

Sumber: Output Eviews 9, 2019

Dari tabel diatas diketahui bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi volume bersumber dari dirinya sendiri. Kontribusi tertinggi sebesar 100% pada periode 1 hingga akhirnya terus menerus mengalami penurunan menjadi 52.03% pada periode ke-10. Kontribusi harga dimulai dari periode ke-2 yaitu sebesar 0.16% hingga akhirnya terus menerus mengalami fluktuasi dan menjadi 7.26% pada periode ke-10. Kontribusi YTM dimulai dari periode ke-2 yaitu sebesar 15.54% hingga akhirnya terus menerus mengalami fluktuasi dan menjadi 13.95% pada periode ke-10. Kontribusi nilai tukar dimulai dari periode ke-2 yaitu sebesar 6.85% hingga akhirnya terus menerus mengalami fluktuasi dan menjadi 6.57% pada periode ke-10. Kontribusi BDM dimulai dari periode ke-2 yaitu sebesar 19.47% hingga akhirnya terus menerus mengalami fluktuasi dan menjadi 18.72% pada periode ke-10. Kontribusi BI *rate* dimulai dari periode ke-2 yaitu sebesar 1.43% hingga akhirnya terus menerus mengalami fluktuasi dan menjadi 0.95% pada periode ke-10. Kontribusi Inflasi dimulai dari periode ke-2 yaitu sebesar 0.41% hingga akhirnya terus menerus mengalami fluktuasi dan menjadi 0.49% pada periode ke-10.

4.2 Pembahasan

Setelah mengetahui hasil dari penelitian di atas, maka penulis dapat menginterpretasikan penelitian ini sebagai berikut:

Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-007 terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

Dalam hukum permintaan menurut Sukirno (2014:76) disebutkan bahwa semakin tinggi harga suatu barang maka semakin sedikit permintaan terhadap barang tersebut. sebaliknya semakin rendah harga suatu barang semakin banyak jumlah barang yang diminta.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan baik dalam jangka pendek dan jangka panjang dari variabel harga terhadap volume sukuk SR-007. Dengan demikian penelitian ini menolak hipotesis pertama yaitu harga sukuk negara ritel seri SR-007 memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hukum permintaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Rahman dkk., (2016). Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dengan hasil penelitian Yusiarmayanti (2017) dan Amali (2018). Hal ini disebabkan sukuk negara ritel seri SR-007 tidak mempunyai risiko gagal bayar dan dijamin oleh pemerintah (Suminto, 2015).

Dalam keseimbangan kurva IS LM dijelaskan bahwa ketika rencana seseorang telah direalisasikan, maka mereka tidak mempunyai alasan untuk mengubah apa yang mereka lakukan. Asumsi ini juga didasarkan pada asumsi tingkat pendapatan yang mempengaruhi permintaan terhadap uang. Ketika pendapatan tinggi, maka pengeluaran juga tinggi sehingga masyarakat banyak terlibat dalam transaksi yang mensyaratkan penggunaan uang (Siregar, 2015).

Oleh karena itu ketika seseorang investor berencana membeli sukuk maka mereka tidak melihat harga sukuk tersebut.

Pengaruh YTM terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

Investasi merupakan salah satu ajaran dari konsep Islam. Allah memerintahkan hamba-Nya untuk melakukan investasi dengan cara yang baik. Allah berfirman dalam Al- Quran surat An-Nisa' 4/:29 yaitu:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya: “Wahai orang-orang yang beriman! janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka diantara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sungguh, Allah Maha Penyayang kepadamu” (Qs. An-Nisa' [4]:29).

Investor akan menghitung seberapa besar penghasilan atas investasi yang dilakukan. *Yield to Maturity* (YTM) merupakan tingkat pengembalian yang diterima oleh investor atas investasi yang dilakukan apabila memiliki obligasi tersebut sampai jatuh tempo (Fitriyanti, 2014 dalam Bella, 2018). Pada umumnya investor akan membeli sukuk jika tingkat imbal hasil yang diberikan lebih tinggi karena dianggap dapat memberikan keuntungan yang menjanjikan (Yusiarmayanti, 2017).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan baik dalam jangka pendek dan jangka panjang antara variabel YTM terhadap volume sukuk SR-007. Dalam jangka pendek variabel ytm memiliki pengaruh yang negatif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Sedangkan dalam jangka panjang ytm memiliki pengaruh yang positif terhadap

volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu *yield* memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Putri (2018) serta menolak hasil penelitian yang dilakukan oleh Syaifudin (2015) yang menyatakan bahwa *yield* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap permintaan sukuk. Obligasi yang likuid adalah obligasi yang sering diperdagangkan investor di pasar obligasi. Semakin likuid obligasi maka harga obligasi menjadi cenderung stabil dan meningkat. Harga obligasi yang terus meningkat menyebabkan *yield* obligasi menurun dikarenakan tingkat risikonya lebih rendah (Krisnilasari, 2007). Hal ini berarti semakin tinggi volume perdagangan sukuk, maka semakin rendah *yield* sukuk tersebut.

Pengaruh Nilai Tukar terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

Keadaan melemahnya nilai tukar merupakan indikasi melemahnya perekonomian dalam negeri. Merujuk dari penelitian Harun (2013) menyebutkan bahwa sukuk saling bersebab akibat dengan nilai tukar rupiah, yang artinya nilai tukar memiliki hubungan dengan pertumbuhan sukuk. Pertumbuhan nilai mata uang yang stabil dapat mengindikasikan bahwa negara tersebut memiliki kondisi ekonomi yang relatif baik atau stabil. Dalam Penelitian kurniati *et al*, (2007) yang menghasilkan kesimpulan bahwa motif dari investor asing menanamkan modalnya di Asia dan Indonesia adalah investor menaruh perhatian besar terhadap potensi pasar maupun stabilitas nilai tukar yang mencerminkan stabilitas finansial.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang terdapat pengaruh yang signifikan dan positif antara variabel nilai tukar terhadap volume sukuk SR-007. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu nilai tukar memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Hal ini disebabkan karena pertumbuhan nilai mata uang rupiah dalam periode pengamatan stabil. Hal itu menunjukkan bahwa negara tersebut memiliki kondisi ekonomi yang relatif baik, sehingga dapat mendorong investor untuk berinvestasi dalam sukuk.

Pengaruh Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

Deposito mudharabah adalah salah satu instrumen investasi pada perbankan syariah bagi investor untuk menempatkan kelebihan dananya. Ketersediaan dana yang mudah diprediksi menjadikan deposito mudharabah sebagai investasi yang aman dan tingkat imbal hasil yang tinggi pada deposito ini akan meningkatkan keinginan masyarakat untuk berinvestasi pada investasi tersebut sehingga dapat menurunkan keinginan masyarakat dalam berinvestasi pada sukuk (Agustiatno, 2013 dalam Ardiansyah 2016).

Berdasarkan hasil uji estimasi VECM, diketahui bahwa dalam jangka panjang variabel bagi hasil deposito mudharabah memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu tingkat bagi hasil deposito mudharabah memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yusiarmayanti (2017) yang

menyatakan bahwa imbal hasil deposito mudharabah memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan dalam jangka panjang dan tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam jangka pendek. Hal ini disebabkan karena semakin tinggi jumlah dana yang didepositkan maka semakin tinggi pula tingkat bagi hasil yang diterima. Oleh karena itu dalam jangka panjang kenaikan pada bagi hasil deposito mudharabah akan menurunkan volume perdagangan sukuk.

Pengaruh BI rate terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

BI rate atau suku bunga mempengaruhi keputusan individu untuk membelanjakan uang lebih banyak atau menyimpannya dalam bentuk tabungan. Suku bunga juga merupakan sebuah harga yang menghubungkan masa kini dengan masa depan, tingkat suku bunga juga ditentukan oleh interaksi transaksi antara permintaan dan penawaran (Kewal, 2012 dalam Amali, 2018).

Berdasarkan hasil uji estimasi VECM, Dalam jangka panjang BI rate memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu BI rate memiliki pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Hasil penelitian ini menolak hasil penelitian Yusiarmayanti (2017) yang menyatakan bahwa BI rate memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel dan penelitian yang dilakukan oleh Amali (2018) yang menyatakan bahwa BI rate memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap volume perdagangan. Hal ini disebabkan pada awal waktu pengamatan, suku bunga atau BI rate cenderung stabil pada angka 7.5%. Kondisi ini

mengindikasikan bahwa perekonomian Indonesia cenderung stabil. Hal ini dapat meningkatkan volume perdagangan sukuk.

Pengaruh Inflasi terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

Menurut Sukirno (2011:339) inflasi yang tinggi tidak akan menggalakkan perkembangan ekonomi. Dengan demikian dengan adanya tingkat inflasi yang tinggi dapat menyebabkan pertumbuhan ekonomi terganggu, biaya produksi menjadi tinggi sehingga kegiatan produktif tidak menjadi menguntungkan. Hal tersebut akan menyebabkan kegiatan investasi terganggu, termasuk investasi dalam sukuk.

Berdasarkan hasil uji estimasi VECM, dalam jangka panjang inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Hal ini dikarenakan selama tahun pengamatan inflasi yang terjadi setiap bulan masih bisa dikendalikan dengan nilai inflasi yang tidak melebihi 10%. Rata-rata inflasi perbulan pada saat pengamatan adalah sebesar 4.3%. Dengan tingkat inflasi yang masih bisa dikendalikan dan stabil, maka kondisi perekonomian negara juga stabil, sehingga investor akan tertarik untuk berinvestasi dalam sukuk, hal ini akan menyebabkan volume perdagangan sukuk akan meningkat.

Berdasarkan analisis data hasil uji estimasi VECM yang melihat pengaruh jangka pendek antara harga, YTM, Nilai Tukar, BDM, BI *rate*, dan Inflasi terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-007 hanya variabel YTM yang memiliki pengaruh yang signifikan. Semua variabel baik pada lag satu

sampai lag dua memiliki nilai t-statistik kurang dari 1.98 kecuali variabel YTM dan variabel volume itu sendiri. Hal ini dikarenakan seluruh kebijakan yang dilakukan oleh pemerintah tidak dapat secara langsung dirasakan, sehingga dalam jangka pendek tidak berdampak pada volume perdagangan sukuk SR-007.

Berdasarkan hasil penelitian Karima (2018) diketahui bahwa model transmisi kebijakan moneter membutuhkan tenggang waktu atau lag yang cukup lama untuk bereaksi dengan variabel lain, sehingga reaksi variabel makroekonomi terjadi dalam waktu jangka panjang. Mengacu pada teori ekonomi, dalam jangka pendek hanya satu variabel saja yang mungkin bisa berubah. Sedangkan dalam jangka panjang, semua variabel bisa berubah. Hal ini dikarenakan seluruh kebijakan yang dilakukan oleh pemerintah tidak dapat secara langsung dirasakan. Oleh karena itu, tingkat keseimbangan jangka panjang lebih mempengaruhi kondisi umum dari perusahaan sehingga berdampak pada volume perdagangan sukuk jangka panjang (Selvianty, 2015).

Nilai *Adjusted R-Square* dalam jangka pendek sebesar 0.508413, yang artinya pengaruh variabel harga, YTM, nilai tukar, bagi hasil deposito mudharabah, *BI rate* dan inflasi terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007 sebesar 50.8% dan sisanya 49.2% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini.

OIC Fiqh Council dalam sesi kesebelasnya memutuskan tidak diperbolehkan dalam syariah untuk menjual valuta dengan penjualan yang ditunda dan tidak diperbolehkan menetapkan tanggal untuk menukarnya (Ayub, 2009:136 dalam Selvianty, 2015). Nilai tukar, *BI rate* dan inflasi tidak memiliki pengaruh

jangka pendek terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Hal ini dikarenakan semua variabel makroekonomi tersebut bergantung pada bunga yang merupakan riba dan menimbulkan spekulasi yang belum jelas. Dalam surat Al-Baqarah ayat 275 secara tegas Allah menyatakan bahwa dalam berinvestasi harus menghindari unsur riba, dalam firman-Nya:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا 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

Artinya: “Orang-orang yang memakan riba tidak dapat berdiri sendiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan setan karena gila. Yang demikian itu karena mereka berkata bahwa jual beli sama dengan riba. Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Barang siapa mendapat peringatan dari Tuhannya, lalu dia berhenti, maka apa yang telah diperolehnya dahulu menjadi miliknya dan urusannya (terserah) kepada Allah. Barang siapa mengulangi, maka mereka itu penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya” (Qs. Al-Baqarah [2]:275).

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Sesuai dengan hasil analisis data dan pembahasan yang dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel Harga sukuk memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007 dalam jangka pendek dan jangka panjang. Hal ini disebabkan sukuk negara ritel seri SR-007 tidak mempunyai risiko gagal bayar dan dijamin oleh pemerintah.
2. Variabel YTM (*Yield to Maturity*) memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada jangka pendek, namun memiliki pengaruh positif dan signifikan dalam jangka panjang terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Hal ini disebabkan semakin likuid obligasi maka harga obligasi menjadi cenderung stabil dan meningkat. Harga obligasi yang terus meningkat menyebabkan *yield* obligasi menurun dikarenakan tingkat risikonya lebih rendah.
3. Variabel Nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada jangka pendek dan memiliki pengaruh positif signifikan dalam jangka panjang terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Nilai tukar yang stabil merupakan indikasi dari pertumbuhan ekonomi. Kestabilan nilai tukar pada akhirnya akan berpengaruh terhadap peningkatan volume perdagangan sukuk.

4. Variabel tingkat bagi hasil deposito mudharabah di Bank Syariah memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada jangka pendek, namun memiliki pengaruh negatif signifikan dalam jangka panjang terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Semakin tinggi dana yang didepositkan maka semakin tinggi pula tingkat imbal hasil yang diterima. Tingkat imbal hasil deposito mudharabah yang tinggi pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan volume perdagangan sukuk.
5. Variabel BI *rate* memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada jangka pendek dan memiliki pengaruh positif signifikan pada jangka panjang terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Tingkat suku bunga yang stabil merupakan indikasi pertumbuhan ekonomi. Hal ini akan berpengaruh terhadap peningkatan volume perdagangan sukuk.
6. Variabel inflasi memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada jangka pendek dan memiliki pengaruh positif signifikan pada jangka panjang terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Tingkat inflasi yang masih bisa dikendalikan dan stabil dapat diartikan bahwa perekonomian juga stabil. Hal ini akan mendorong investor untuk berinvestasi dalam sukuk, sehingga volume perdagangan akan meningkat.

5.2 Saran

Dari hasil penelitian yang dilakukan, peneliti ingin mengungkapkan beberapa saran yang diharapkan dapat memberi manfaat yaitu:

1. Pemerintah diharapkan untuk meningkatkan volume penerbitan sukuk negara ritel, sehingga dapat meningkatkan volume perdagangan sukuk di

2. pasar sekunder. Hal ini dikarenakan dalam analisis *variance decomposition* diketahui bahwa dalam periode pertama hingga periode ke-10, variabel yang memiliki kontribusi terbesar dalam mempengaruhi volume perdagangan itu adalah volume perdagangan itu sendiri.
3. Diharapkan bagi peneliti selanjutnya bisa menambah variabel lain diluar variabel yang sudah diteliti misalnya, SBIS, PDB, Suku bunga deposito bank konvensional dan lain-lain. Hal ini dikarenakan nilai *Adjusted R-Square* dalam penelitian ini sebesar 0.508413 menunjukkan bahwa volume perdagangan sukuk negara ritel dipengaruhi oleh variabel dalam penelitian ini sebesar 50,8% dan dipengaruhi oleh variabel lain sebesar 49,2%.
4. Diharapkan juga bagi peneliti selanjutnya agar meminta data sekunder melalui web resmi lembaga pendidikan dan pelatihan pasar modal *The Indonesia Capital Market Institute* (TICMI) dengan cara mengirimkan pengajuan melalui email yaitu info@ticmi.co.id. Hal ini dikarenakan belum adanya laporan bulanan yang berkaitan dengan volume perdagangan sukuk, harga sukuk dan *yield* sukuk di web resmi Bursa Efek Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Abidin, Sugeng, Suhandak dan Raden Rustam Hidayat. (2016). Pengaruh Faktor-Faktor Teknikal Terhadap Harga Saham (Studi pada Harga Sham IDX30 di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2012-2015. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*. Vol. 37 No.1
- Abdullah, Muhammad Sayid (2016). **Analisis Permintaan Sukuk di Indonesia Periode 2013:1-2015:12**, *skripsi* (Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, Bandar Lampung.
- Ajija, Shochrul. dkk. (2011). *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Jakarta: Salemba Empat.
- Amali, Qisthi (2018). **Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-006 di Indonesia**, *skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah, Jakarta.
- Ardiansyah, Ivan (2016). **Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi Di Indonesia**, *skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor, Bogor.
- Ariefianto, Moch. Doddy. (2012). *Ekonometrika Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews*. Jakarta: Erlangga.
- Bhattacharyay, B.N. (2013). Determinants of Bond Market Development in Asia. *Journal Of Asian Economics*, 124-137.
- Ekananda, Mahyus. (2014). *Analisis Data Time Series Untuk Penelitian Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Hariyanto, Eri. (2017). *Evaluasi Kebijakan Penerbitan Sukuk Negara Sebagai Instrumen Pembiayaan APBN*. Yogyakarta: Gavamedia.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. (2008). *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.
- Bella, Firsty Izzata. (2018). **Analisis Variabel Makroekonomi dan Yield Sukuk Ritel Terhadap Volume Penerbitan Sukuk Ritel Negara Seri 006 di Indonesia 2014-2017**. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah, Jakarta.
- Karim, Adiwarmarman. (2009). *Bank Islam Analisis Fiqih dan Keuangan. Edisi ke-3*. Jakarta: Raja Grafindo.
- Karima, Nur Kholilin. (2018). **Analisis Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Syariah Jalur Kredit Terhadap Inflasi di Indonesia**. *skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim, Malang.
- Kementerian Keuangan. (2019). *Sukuk Negara Ritel seri SR-011*. Diperoleh tanggal 17 Desember 2018 dari <https://www.kemenkeu.go.id/media/12052/materi-marketing-sr011-pt.pdf>

- Krisnilasari, M. (2007). **Analisis Pengaruh Likuiditas Obligasi, Coupon dan Jangka Waktu Jatuh Tempo Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi di Bursa Efek Indonesia**. Tesis. Program Magister Manajemen. Universitas Diponegoro.
- Kurniati *et al.*, (2007). Determinan FDI (Faktor-Faktor Yang Menentukan Investasi Asing Langsung). Bank Indonesia, Agustus, *Working Paper* 06.
- Mahmudi. (2007). *Analisis Laporan Keuangan Pemerintah Daerah Panduan Bagi Eksekutif, DPRD, dan Masyarakat dalam Pengambilan Keputusan Ekonomi, Sosial dan Politik*. Yogyakarta: Unit Penerbitan dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- Manab, Abdul dan Agus Eko Sujianto. (2016). *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro Terhadap Penerbitan Sukuk Negara di Indonesia, Malaysia, dan Brunei Darussalam*. Tulungagung: Cahaya Abadi.
- Muhammad, Abdul Qoyyum dan Ahmad Sidi Pratomo, (2010) Akselerasi Perbankan Syariah Pasca UU Nomor 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (Pengaruh Terhadap Portofolio Investasi dan Kebijakan Struktur Modal Syariah). *Jurnal Asy-Syirah*, 44, 384:404.
- Munajat, Fatwa (2017). **Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Nilai Tukar, Inflasi dan Pertumbuhan Laba Terhadap Harga Saham (Studi Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Sub Sektor Batubara yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015, skripsi**. Fakultas Ekonomi dan Bisnis UNPAS Bandung, Bandung.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2018). *Snapshot Perbankan Syariah Juni 2018*. Diperoleh tanggal 17 Desember 2018 dari [https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/berita-dan-kegiatan/publikasi/Documents/Pages/Snapshot-Perbankan-Syariah-Indonesia-Juni-2018/Snapshot%20Juni%202018%20\(final\).pdf](https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/berita-dan-kegiatan/publikasi/Documents/Pages/Snapshot-Perbankan-Syariah-Indonesia-Juni-2018/Snapshot%20Juni%202018%20(final).pdf)
- Putri Cipto, Rahajeng Cahyaning. (2013). Pengaruh Faktor Domestik dan Asing Terhadap Permintaan Surat Berharga Syariah Negara di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Manajemen Madani*, 2 (1), 1-20..
- Rahman, Faizul dkk.(2016). Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi dan Bi Rate Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005. *Jurnal Manajemen*, 8 (1), 19-29.
- Rosetika, Arien (2018). **Analisis Faktor-Faktor Internal Yang Memengaruhi Likuiditas Sukuk Negara di Indonesia**, skripsi. Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor, Bogor.
- Selvianty, Inneke (2015). **Analisis Indikator Makro Ekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk di Indonesia**, skripsi. Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Malang, Malang.

- Siregar, Paul. (2015). *Keseimbangan Ekonomi IS-LM*. Buku Karya Tulis Ilmiah Indonesia Pintar Aku Pasti Bisa. Diperoleh tanggal 12 April 2019 dari <http://pendidikansrg.blogspot.com/2015/10/keseimbangan-ekonomi.html>.
- Sitomurang, Anggun P. (2018). *Realisasi Penerimaan Negara Dalam APBN-P 2017 Capai Rp 1.655,8 Triliun*. Merdeka.com. Diperoleh tanggal 16 Januari 2019 dari <https://www.merdeka.com/uang/realisasi-penerimaan-negara-dalam-apbn-p-2017-capai-rp-16558-triliun.html>.
- Smaoui, H. Khawaja. M. (2016). The Determinants of Sukuk Market Development, *Journal Emerging Markets Finance and Trade*, 1-37.
- Sugiyono. (2013). *Metodelogi Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung:Alfabeta.
- Sukirno, Sadono. (2011). *Makroekonomi Teori Pengantar* (Edisi 1, Cet. Ke-20). Jakarta: Rajawali Pers.
- Sukirno, Sadono. (2014). *Mikroekonomi Teori Pengantar* (Edisi 3, Cet. Ke-29). Jakarta: Rajawali Pers.
- Suminto. (2015). *Prospektus SR-007*. (pp.1-29). Jakarta. Diperoleh tanggal 24 September 2018 dari <http://islamicmarket.com/publications/sukuk-negara-ritel-seri-sr-007-8-25-11-mar-2018-memorandum-informasi>).
- Susanto, Burhanuddin. (2008). *Pasar Modal Syariah (Tinjauan Hukum)*. Yogyakarta: UII Press.
- Wahid, Nazaruddin Abdul. (2010). *Sukuk: Memahami & Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*. Yogyakarta: Ar-Ruz Media.
- Yaya, Rizal., Aji, Erlangga Martawireja., Ahim, Abdurahim. (2014) *Akuntansi Perbankan Syariah Teori dan Praktik Kontemporer Berdasarkan PAPSI 2013*. Jakarta: Salemba Empat.
- Yuliana, Indah. (2010). *Investasi Produk Keuangan Syariah*. Malang: UIN-Maliki Press.
- Yusiarmayanti, Rita (2017). **Faktor-Faktor yang Memengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-005 di Indonesia 2013-2016**, skripsi. Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor, Bogor.
- <http://www.djppr.kemenkeu.go.id> diakses 25 Maret 2019, dari <http://www.djppr.kemenkeu.go.id/page/load/1199>
- <http://www.djppr.kemenkeu.go.id> diakses 25 Maret 2019, dari <http://www.djppr.kemenkeu.go.id/uploads/files/Sosialisasi%20SBN/Edukasi%20Sosialisasi%20SUN%20Ritel%20ITS.pdf>
- <http://www.nafiun.com/>, diakses 25 Maret 2019, dari <http://www.nafiun.com/2013/05/fungsi-konsumsi-dan-tabungan-dan-kurva-permintaan-investasi.html>.

LAMPIRAN

-

LAMPIRAN



Lampiran 1
Data Penelitian

Bulan / Tahun	VOL (Rupiah)	HRG (Persen)	YTM (Persen)	NT (Rupiah)	BDM (Persen)	BR (Persen)	INF (Persen)
Apr-15	10,105,000,000	101.05	7.84	12,948	7.51	7.50	6.79
Mei-15	201,000,000	100.50	8.05	13,141	7.95	7.50	7.15
Jun-15	200,820,000,000	100.41	8.08	13,314	7.40	7.50	7.26
Jul-15	4,816,800,000	100.35	8.10	13,375	7.79	7.50	7.26
Agu-15	10,015,000,000	100.15	8.18	13,782	7.74	7.50	7.18
Sep-15	490,000,000,000	98.00	9.17	14,396	7.70	7.50	6.83
Okt-15	15,517,410,000	98.90	8.77	13,796	7.41	7.50	6.25
Nov-15	9,945,000,000	99.45	8.55	13,673	7.52	7.50	4.89
Des-15	24,875,000	99.50	8.50	13,855	7.80	7.50	3.35
Jan-16	50,500,000	101.00	7.73	13,889	7.51	7.25	4.14
Feb-16	100,000,000	100.00	8.25	13,516	6.93	7.00	4.42
Mar-16	50,775,000,000	101.55	7.39	13,193	6.84	6.75	4.45
Apr-16	808,000,000	101.00	7.67	13,180	6.85	6.75	3.60
Mei-16	253,875,000,000	101.55	7.32	13,420	6.41	6.75	3.33
Jun-16	26,416,000,000	101.60	7.25	13,355	6.70	6.50	3.45
Jul-16	25,425,000	101.70	7.13	13,119	6.40	6.50	3.21
Agu-16	20,500,000,000	102.50	6.54	13,165	6.32	5.25	2.79
Sep-16	102,500,000,000	102.50	6.42	13,118	6.17	5.00	3.07
Okt-16	20,440,000,000	102.20	6.55	13,017	6.12	4.75	3.31
Nov-16	10,140,000,000	101.40	7.10	13,311	6.46	4.75	3.58
Des-16	505,000,000	101.00	7.37	13,418	6.48	4.75	3.02
Jan-17	100,250,000	100.25	8.06	13,359	6.49	4.75	3.49
Feb-17	110,160,000,000	102.00	6.23	13,341	6.30	4.75	3.83
Mar-17	20,280,000	101.40	6.70	13,346	6.33	4.75	3.61
Apr-17	50,960,000,000	101.92	5.94	13,306	6.03	4.75	4.17
Mei-17	507,500,000	101.50	6.24	13,323	6.11	4.75	4.33
Jun-17	15,217,500,000	101.45	6.18	13,298	6.23	4.75	4.37
Jul-17	30,075,000	100.25	8.25	13,342	6.14	4.75	3.88
Agu-17	8,000,000	100.00	8.31	13,342	6.08	4.50	3.82
Sep-17	3,027,000,000	100.90	6.17	13,303	6.08	4.25	3.72
Okt-17	503,000,000	100.60	6.56	13,526	6.03	4.25	3.58
Nov-17	2,200,000,000	100.00	8.25	13,527	5.91	4.25	3.30
Des-17	5,000,000	100.00	8.25	13,556	6.30	4.25	3.61
Jan-18	2,310,589,200	100.46	3.95	13,380	5.72	4.25	3.25
Feb-18	429,019,727,650	100.12	3.70	13,590	5.68	4.25	3.18
Mar-18	300,000,000	100.00	7.15	13,758	5.47	4.25	3.40

Data Penelitian setelah di Ln

Bulan / Tahun	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
Apr-15	23.04	101.05	7.84	9.47	7.51	7.50	6.79
Mei-15	19.12	100.50	8.05	9.48	7.95	7.50	7.15
Jun-15	26.03	100.41	8.08	9.50	7.40	7.50	7.26
Jul-15	22.30	100.35	8.10	9.50	7.79	7.50	7.26
Agu-15	23.03	100.15	8.18	9.53	7.74	7.50	7.18
Sep-15	26.92	98.00	9.17	9.57	7.70	7.50	6.83
Okt-15	23.47	98.90	8.77	9.53	7.41	7.50	6.25
Nov-15	23.02	99.45	8.55	9.52	7.52	7.50	4.89
Des-15	17.03	99.50	8.50	9.54	7.80	7.50	3.35
Jan-16	17.74	101.00	7.73	9.54	7.51	7.25	4.14
Feb-16	18.42	100.00	8.25	9.51	6.93	7.00	4.42
Mar-16	24.65	101.55	7.39	9.49	6.84	6.75	4.45
Apr-16	20.51	101.00	7.67	9.49	6.85	6.75	3.60
Mei-16	26.26	101.55	7.32	9.50	6.41	6.75	3.33
Jun-16	24.00	101.60	7.25	9.50	6.70	6.50	3.45
Jul-16	17.05	101.70	7.13	9.48	6.40	6.50	3.21
Agu-16	23.74	102.50	6.54	9.49	6.32	5.25	2.79
Sep-16	25.35	102.50	6.42	9.48	6.17	5.00	3.07
Okt-16	23.74	102.20	6.55	9.47	6.12	4.75	3.31
Nov-16	23.04	101.40	7.10	9.50	6.46	4.75	3.58
Des-16	20.04	101.00	7.37	9.50	6.48	4.75	3.02
Jan-17	18.42	100.25	8.06	9.50	6.49	4.75	3.49
Feb-17	25.43	102.00	6.23	9.50	6.30	4.75	3.83
Mar-17	16.83	101.40	6.70	9.50	6.33	4.75	3.61
Apr-17	24.65	101.92	5.94	9.50	6.03	4.75	4.17
Mei-17	20.05	101.50	6.24	9.50	6.11	4.75	4.33
Jun-17	23.45	101.45	6.18	9.50	6.23	4.75	4.37
Jul-17	17.22	100.25	8.25	9.50	6.14	4.75	3.88
Agu-17	15.89	100.00	8.31	9.50	6.08	4.50	3.82
Sep-17	21.83	100.90	6.17	9.50	6.08	4.25	3.72
Okt-17	20.04	100.60	6.56	9.51	6.03	4.25	3.58
Nov-17	21.51	100.00	8.25	9.51	5.91	4.25	3.30
Des-17	15.42	100.00	8.25	9.51	6.30	4.25	3.61
Jan-18	21.56	100.46	3.95	9.50	5.72	4.25	3.25
Feb-18	26.78	100.12	3.70	9.52	5.68	4.25	3.18
Mar-18	19.52	100.00	7.15	9.53	5.47	4.25	3.40

Lampiran 2 Analisis Statistik Deskriptif

Date: 03/10/19
Time: 15:34
Sample: 2015M04 2018M03

	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF	VOL
Mean	100.7544	7.275000	9.504722	6.636389	5.750000	4.301944	21.58611
Median	100.7500	7.380000	9.500000	6.405000	4.875000	3.665000	22.06500
Maximum	102.5000	9.170000	9.570000	7.950000	7.500000	7.260000	26.92000
Minimum	98.00000	3.700000	9.470000	5.470000	4.250000	2.790000	15.42000
Std. Dev.	1.000176	1.204818	0.020352	0.701020	1.348279	1.406194	3.307069
Skewness	-0.391228	-1.155252	0.968755	0.483402	0.251598	1.236466	-0.196585
Kurtosis	3.144227	4.539785	4.585260	1.983221	1.278851	3.025122	1.926256
Jarque-Bera Probability	0.949560 0.622022	11.56404 0.003082	9.400495 0.009093	2.952823 0.228456	4.823339 0.089665	9.174040 0.010183	1.961264 0.375074
Sum	3627.160	261.9000	342.1700	238.9100	207.0000	154.8700	777.1000
Sum Sq. Dev.	35.01229	50.80550	0.014497	17.20003	63.62500	69.20836	382.7847
Observations	36	36	36	36	36	36	36

Lampiran 3 Pengujian Stasioneritas

Volume

Level

Null Hypothesis: VOL has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.036643	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VOL)
Method: Least Squares
Date: 03/09/19 Time: 12:16
Sample (adjusted): 2015M05 2018M03
Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL(-1)	-1.052474	0.174348	-6.036643	0.0000
C	22.68039	3.817073	5.941828	0.0000
R-squared	0.524777	Mean dependent var		-0.100571
Adjusted R-squared	0.510376	S.D. dependent var		4.846819
S.E. of regression	3.391471	Akaike info criterion		5.335850
Sum squared resid	379.5685	Schwarz criterion		5.424727
Log likelihood	-91.37737	Hannan-Quinn criter.		5.366530
F-statistic	36.44106	Durbin-Watson stat		1.955303
Prob(F-statistic)	0.000001			

1st Difference

Null Hypothesis: D(VOL) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.910116	0.0004
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOL,2)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:16

Sample (adjusted): 2015M09 2018M03

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOL(-1))	-3.225680	0.656946	-4.910116	0.0000
D(VOL(-1),2)	1.426825	0.554400	2.573638	0.0161
D(VOL(-2),2)	0.858347	0.394540	2.175566	0.0389
D(VOL(-3),2)	0.370495	0.198737	1.864242	0.0736
C	-0.156263	0.715452	-0.218411	0.8288
R-squared	0.805441	Mean dependent var		-0.257742
Adjusted R-squared	0.775509	S.D. dependent var		8.383047
S.E. of regression	3.971931	Akaike info criterion		5.743072
Sum squared resid	410.1821	Schwarz criterion		5.974360
Log likelihood	-84.01761	Hannan-Quinn criter.		5.818466
F-statistic	26.90887	Durbin-Watson stat		1.994569
Prob(F-statistic)	0.000000			

Harga

Level

Null Hypothesis: HRG has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.396874	0.1499
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(HRG)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:15

Sample (adjusted): 2015M05 2018M03

Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
HRG(-1)	-0.303586	0.126659	-2.396874	0.0224
C	30.56416	12.76481	2.394408	0.0225
R-squared	0.148277	Mean dependent var		-0.030000
Adjusted R-squared	0.122468	S.D. dependent var		0.793329
S.E. of regression	0.743164	Akaike info criterion		2.299646
Sum squared resid	18.22567	Schwarz criterion		2.388523
Log likelihood	-38.24380	Hannan-Quinn criter.		2.330326
F-statistic	5.745006	Durbin-Watson stat		2.265243
Prob(F-statistic)	0.022357			

1st Difference

Null Hypothesis: D(HRG) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.014682	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(HRG,2)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:15

Sample (adjusted): 2015M06 2018M03

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(HRG(-1))	-1.328620	0.165773	-8.014682	0.0000
C	-0.023695	0.131565	-0.180098	0.8582
R-squared	0.667481	Mean dependent var		0.012647
Adjusted R-squared	0.657090	S.D. dependent var		1.309280
S.E. of regression	0.766695	Akaike info criterion		2.363567
Sum squared resid	18.81028	Schwarz criterion		2.453353
Log likelihood	-38.18064	Hannan-Quinn criter.		2.394187
F-statistic	64.23513	Durbin-Watson stat		1.969637
Prob(F-statistic)	0.000000			

YTM**Level**

Null Hypothesis: YTM has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.828062	0.0062
Test critical values:		
1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(YTM)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:16

Sample (adjusted): 2015M06 2018M03

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YTM(-1)	-0.696811	0.182027	-3.828062	0.0006
D(YTM(-1))	0.368189	0.208503	1.765870	0.0873
C	5.078645	1.348937	3.764923	0.0007
R-squared	0.325787	Mean dependent var		-0.026471
Adjusted R-squared	0.282289	S.D. dependent var		1.240738
S.E. of regression	1.051126	Akaike info criterion		3.021698
Sum squared resid	34.25082	Schwarz criterion		3.156377
Log likelihood	-48.36886	Hannan-Quinn criter.		3.067627
F-statistic	7.489761	Durbin-Watson stat		1.757423
Prob(F-statistic)	0.002220			

1st Difference

Null Hypothesis: D(YTM) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.792088	0.0076
Test critical values:		
1% level	-3.679322	
5% level	-2.967767	
10% level	-2.622989	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(YTM,2)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:16

Sample (adjusted): 2015M11 2018M03

Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(YTM(-1))	-3.240899	0.854648	-3.792088	0.0010
D(YTM(-1),2)	1.965427	0.789896	2.488211	0.0209
D(YTM(-2),2)	1.411983	0.713740	1.978288	0.0606
D(YTM(-3),2)	0.788617	0.559254	1.410124	0.1725
D(YTM(-4),2)	0.958409	0.410261	2.336094	0.0290
D(YTM(-5),2)	0.690216	0.250363	2.756861	0.0115
C	-0.239846	0.168527	-1.423188	0.1687
R-squared	0.823634	Mean dependent var		0.132759
Adjusted R-squared	0.775535	S.D. dependent var		1.829354
S.E. of regression	0.866707	Akaike info criterion		2.758273
Sum squared resid	16.52597	Schwarz criterion		3.088310
Log likelihood	-32.99496	Hannan-Quinn criter.		2.861637
F-statistic	17.12349	Durbin-Watson stat		1.946011
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nilai Tukar

Level

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.738700	0.4037
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(INF)
 Method: Least Squares
 Date: 03/09/19 Time: 12:15
 Sample (adjusted): 2015M05 2018M03
 Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.099870	0.057439	-1.738700	0.0914
C	0.335350	0.261223	1.283770	0.2082
R-squared	0.083921	Mean dependent var		-0.096857
Adjusted R-squared	0.056161	S.D. dependent var		0.488875
S.E. of regression	0.474949	Akaike info criterion		1.404226
Sum squared resid	7.444020	Schwarz criterion		1.493103
Log likelihood	-22.57395	Hannan-Quinn criter.		1.434906
F-statistic	3.023077	Durbin-Watson stat		1.561987
Prob(F-statistic)	0.091411			

1st Difference

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.685251	0.0006
Test critical values:		
1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:15

Sample (adjusted): 2015M06 2018M03

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.806741	0.172187	-4.685251	0.0000
C	-0.089775	0.085616	-1.048575	0.3022
R-squared	0.406876	Mean dependent var		-0.004118
Adjusted R-squared	0.388340	S.D. dependent var		0.623597
S.E. of regression	0.487707	Akaike info criterion		1.458819
Sum squared resid	7.611461	Schwarz criterion		1.548605
Log likelihood	-22.79992	Hannan-Quinn criter.		1.489438
F-statistic	21.95158	Durbin-Watson stat		1.930307
Prob(F-statistic)	0.000049			

Bagi Hasil Deposito Mudharabah (BDM)

Level

Null Hypothesis: BDM has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.830379	0.7979
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(BDM)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:13

Sample (adjusted): 2015M05 2018M03

Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BDM(-1)	-0.055319	0.066619	-0.830379	0.4123
C	0.310678	0.446581	0.695682	0.4915
R-squared	0.020467	Mean dependent var		-0.058286
Adjusted R-squared	-0.009216	S.D. dependent var		0.263600
S.E. of regression	0.264812	Akaike info criterion		0.235854
Sum squared resid	2.314144	Schwarz criterion		0.324731
Log likelihood	-2.127452	Hannan-Quinn criter.		0.266535
F-statistic	0.689529	Durbin-Watson stat		2.567397
Prob(F-statistic)	0.412292			

1st Difference

Null Hypothesis: D(BDM) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.105615	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(BDM,2)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:14

Sample (adjusted): 2015M06 2018M03

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BDM(-1))	-1.391646	0.152834	-9.105615	0.0000
C	-0.094021	0.040920	-2.297683	0.0283
R-squared	0.721527	Mean dependent var		-0.019118
Adjusted R-squared	0.712824	S.D. dependent var		0.436157
S.E. of regression	0.233731	Akaike info criterion		-0.012270
Sum squared resid	1.748165	Schwarz criterion		0.077516
Log likelihood	2.208583	Hannan-Quinn criter.		0.018350
F-statistic	82.91222	Durbin-Watson stat		1.870748
Prob(F-statistic)	0.000000			

BI Rate (BR)

Level

Null Hypothesis: BR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.723449	0.8277
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(BR)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:14

Sample (adjusted): 2015M05 2018M03

Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BR(-1)	-0.021174	0.029269	-0.723449	0.4745
C	0.029803	0.173918	0.171361	0.8650
R-squared	0.015612	Mean dependent var		-0.092857
Adjusted R-squared	-0.014218	S.D. dependent var		0.227565
S.E. of regression	0.229177	Akaike info criterion		-0.053201
Sum squared resid	1.733225	Schwarz criterion		0.035676
Log likelihood	2.931021	Hannan-Quinn criter.		-0.022521
F-statistic	0.523378	Durbin-Watson stat		1.694760
Prob(F-statistic)	0.474502			

1st Difference

Null Hypothesis: D(BR) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.894483	0.0004
Test critical values:		
1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(BR,2)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:14

Sample (adjusted): 2015M06 2018M03

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BR(-1))	-0.856243	0.174941	-4.894483	0.0000
C	-0.081847	0.043087	-1.899563	0.0665
R-squared	0.428122	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.410251	S.D. dependent var		0.301511
S.E. of regression	0.231546	Akaike info criterion		-0.031053
Sum squared resid	1.715635	Schwarz criterion		0.058733
Log likelihood	2.527905	Hannan-Quinn criter.		-0.000434
F-statistic	23.95596	Durbin-Watson stat		2.057085
Prob(F-statistic)	0.000027			

Inflasi (INF)**Level**

Null Hypothesis: INF has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.738700	0.4037
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:27

Sample (adjusted): 2015M05 2018M03

Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.099870	0.057439	-1.738700	0.0914
C	0.335350	0.261223	1.283770	0.2082
R-squared	0.083921	Mean dependent var		-0.096857
Adjusted R-squared	0.056161	S.D. dependent var		0.488875
S.E. of regression	0.474949	Akaike info criterion		1.404226
Sum squared resid	7.444020	Schwarz criterion		1.493103
Log likelihood	-22.57395	Hannan-Quinn criter.		1.434906
F-statistic	3.023077	Durbin-Watson stat		1.561987
Prob(F-statistic)	0.091411			

1st Difference

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.685251	0.0006
Test critical values:		
1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 03/09/19 Time: 12:27

Sample (adjusted): 2015M06 2018M03

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.806741	0.172187	-4.685251	0.0000
C	-0.089775	0.085616	-1.048575	0.3022
R-squared	0.406876	Mean dependent var		-0.004118
Adjusted R-squared	0.388340	S.D. dependent var		0.623597
S.E. of regression	0.487707	Akaike info criterion		1.458819
Sum squared resid	7.611461	Schwarz criterion		1.548605
Log likelihood	-22.79992	Hannan-Quinn criter.		1.489438
F-statistic	21.95158	Durbin-Watson stat		1.930307
Prob(F-statistic)	0.000049			

Lampiran 4 Pengujian Lag Optimum

Lag Optimum

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: VOL HRG YTM NT BDM BR
INF
Exogenous variables: C
Date: 03/09/19 Time: 12:17
Sample: 2015M04 2018M03
Included observations: 34

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-165.0100	NA	5.85e-05	10.11823	10.43248	10.22540
1	-20.55992	220.9236	2.27e-07	4.503525	7.017530*	5.360873*
2	39.37079	66.98139*	1.77e-07*	3.860542*	8.574302	5.468069

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Lampiran 5 Pengujian Stabilitas

Stabilitas Lag Optimum

Roots of Characteristic Polynomial
Endogenous variables: VOL HRG YTM NT BDM BR INF
Exogenous variables: C
Lag specification: 1 2
Date: 03/09/19 Time: 12:17

Root	Modulus
0.995131	0.995131
0.842050 - 0.238804i	0.875258
0.842050 + 0.238804i	0.875258
0.193552 - 0.836333i	0.858437
0.193552 + 0.836333i	0.858437
0.085270 - 0.807236i	0.811727
0.085270 + 0.807236i	0.811727
0.510400 - 0.322860i	0.603943
0.510400 + 0.322860i	0.603943
-0.521622 - 0.048655i	0.523886
-0.521622 + 0.048655i	0.523886
0.370567	0.370567
-0.339053	0.339053
0.000453	0.000453

No root lies outside the unit circle.
VAR satisfies the stability condition.

Lampiran 6 Pengujian Kointegrasi

Uji Kointegrasi (Johansen)

Date: 03/09/19 Time: 12:18
 Sample (adjusted): 2015M07 2018M03
 Included observations: 33 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: VOL HRG YTM NT BDM BR INF
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.964012	228.3578	125.6154	0.0000
At most 1 *	0.774107	118.6469	95.75366	0.0006
At most 2	0.501264	69.55303	69.81889	0.0525
At most 3	0.495178	46.59562	47.85613	0.0653
At most 4	0.296791	24.03848	29.79707	0.1988
At most 5	0.225697	12.41916	15.49471	0.1379
At most 6 *	0.113564	3.978043	3.841466	0.0461

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized	Max-Eigen	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.964012	109.7109	46.23142	0.0000
At most 1 *	0.774107	49.09387	40.07757	0.0037
At most 2	0.501264	22.95741	33.87687	0.5337
At most 3	0.495178	22.55714	27.58434	0.1932
At most 4	0.296791	11.61932	21.13162	0.5855
At most 5	0.225697	8.441116	14.26460	0.3356
At most 6 *	0.113564	3.978043	3.841466	0.0461

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=l):

VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
0.603087	-1.705498	1.036902	-42.34801	-2.117439	-0.056031	0.533380
0.287491	-1.209230	-1.087042	-96.21499	7.734560	-3.027352	-0.734687
-0.300086	2.346721	2.235028	67.88594	2.568122	-1.564891	0.274615
0.601362	-1.740738	-1.068393	41.78396	1.138259	-0.590058	-1.120757

0.029588	-3.079922	-0.719951	-93.40980	0.578248	1.466053	-1.791910
-0.205102	-0.575212	1.706056	-21.76401	-4.143759	0.378206	0.463143
-0.059860	-3.797256	-5.025977	-50.68997	3.063218	0.309003	-0.316978

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(VOL)	-0.023972	-0.007733	0.986345	-0.970213	-0.166017	0.560574	0.128332
D(HRG)	-0.093106	0.081712	0.101982	0.001451	0.209745	0.086328	-0.082357
D(YTM)	-0.058608	-0.106294	-0.087844	-0.102013	-0.134993	-0.209689	-0.006572
D(NT)	0.004433	0.004078	-0.002589	-0.005413	-0.001945	-0.000468	0.001069
D(BDM)	0.050370	0.070792	-0.055779	-0.009830	-0.040134	-0.003954	-0.024058
D(BR)	0.025941	0.075071	0.054703	0.024156	-0.040862	-0.007671	0.005861
D(INF)	-0.252254	0.225585	-0.073537	-0.060996	0.007123	0.028875	0.006117

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 79.44387

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1.000000	-2.827944	1.719323	-70.21869	-3.510998	-0.092907	0.884415
	(0.41412)	(0.46537)	(12.8034)	(0.76355)	(0.28657)	(0.17454)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(VOL)	-0.014457	(0.34216)
D(HRG)	-0.056151	(0.07610)
D(YTM)	-0.035346	(0.08114)
D(NT)	0.002674	(0.00159)
D(BDM)	0.030378	(0.02245)
D(BR)	0.015645	(0.02102)
D(INF)	-0.152131	(0.04403)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 103.9908

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1.000000	0.000000	13.00572	472.4121	-65.91887	21.32349	7.942804
		(3.86725)	(109.825)	(9.36768)	(3.29938)	(1.79916)
0.000000	1.000000	3.991024	191.8817	-22.06828	7.573132	2.495944
		(1.34468)	(38.1874)	(3.25724)	(1.14723)	(0.62559)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(VOL)	-0.016680	0.050235
	(0.37905)	(1.18615)
D(HRG)	-0.032659	0.059983
	(0.08326)	(0.26053)
D(YTM)	-0.065904	0.228489
	(0.08822)	(0.27608)
D(NT)	0.003846	-0.012492

	(0.00164)	(0.00512)
D(BDM)	0.050730	-0.171510
	(0.02207)	(0.06907)
D(BR)	0.037227	-0.135020
	(0.01985)	(0.06212)
D(INF)	-0.087277	0.157434
	(0.03229)	(0.10106)

3 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 115.4695

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1.000000	0.000000	0.000000	-497.1569 (157.533)	73.38620 (11.8904)	-30.80492 (4.75524)	-4.946808 (2.68317)
0.000000	1.000000	0.000000	-105.6469 (44.9867)	20.67984 (3.39554)	-8.423353 (1.35795)	-1.459452 (0.76623)
0.000000	0.000000	1.000000	74.54945 (18.7898)	-10.71106 (1.41823)	4.008115 (0.56718)	0.991073 (0.32004)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(VOL)	-0.312668 (0.37678)	2.364910 (1.61688)	2.188057 (1.38540)
D(HRG)	-0.063263 (0.08945)	0.299305 (0.38387)	0.042565 (0.32892)
D(YTM)	-0.039543 (0.09545)	0.022343 (0.40959)	-0.141559 (0.35095)
D(NT)	0.004623 (0.00173)	-0.018568 (0.00744)	-0.005623 (0.00637)
D(BDM)	0.067468 (0.02207)	-0.302407 (0.09472)	-0.149392 (0.08116)
D(BR)	0.020811 (0.01947)	-0.006647 (0.08355)	0.067556 (0.07159)
D(INF)	-0.065210 (0.03290)	-0.015138 (0.14120)	-0.671141 (0.12099)

4 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 126.7481

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	34.62497 (6.63937)	-14.92478 (2.79013)	-4.163969 (1.74245)
0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	12.44299 (2.09780)	-5.048788 (0.88158)	-1.293097 (0.55055)
0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	-4.898758 (0.71985)	1.626863 (0.30251)	0.873685 (0.18892)
0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	-0.077966 (0.01265)	0.031942 (0.00531)	0.001575 (0.00332)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(VOL)	-0.896118 (0.43353)	4.053796 (1.64363)	3.224626 (1.32539)	28.17877 (60.3543)
D(HRG)	-0.062390 (0.11574)	0.296779 (0.43881)	0.041015 (0.35385)	3.064626 (16.1134)
D(YTM)	-0.100890 (0.12125)	0.199922 (0.45970)	-0.032569 (0.37069)	2.483081 (16.8802)

D(NT)	0.001368 (0.00187)	-0.009147 (0.00707)	0.000160 (0.00570)	-0.982032 (0.25974)
D(BDM)	0.061557 (0.02847)	-0.285296 (0.10794)	-0.138890 (0.08704)	-13.14164 (3.96355)
D(BR)	0.035338 (0.02457)	-0.048696 (0.09316)	0.041748 (0.07513)	-3.598566 (3.42101)
D(INF)	-0.101890 (0.04020)	0.091040 (0.15241)	-0.605974 (0.12290)	-18.56304 (5.59664)

5 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 132.5577

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	-2.788608 (0.79939)	2.072474 (0.78349)
0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	-0.687477 (0.30077)	0.948060 (0.29478)
0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	-0.090168 (0.17291)	-0.008650 (0.16947)
0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	0.004615 (0.00426)	-0.012468 (0.00418)
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	-0.350503 (0.05016)	-0.180114 (0.04917)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(VOL)	-0.901030 (0.43206)	4.565114 (2.15650)	3.344150 (1.36041)	43.68634 (73.6639)	1.323651 (3.88103)
D(HRG)	-0.056184 (0.10528)	-0.349219 (0.52546)	-0.109991 (0.33148)	-16.52764 (17.9494)	1.213994 (0.94567)
D(YTM)	-0.104885 (0.11727)	0.615689 (0.58533)	0.064619 (0.36925)	15.09273 (19.9944)	-1.117809 (1.05342)
D(NT)	0.001311 (0.00181)	-0.003157 (0.00905)	0.001560 (0.00571)	-0.800393 (0.30899)	0.008220 (0.01628)
D(BDM)	0.060369 (0.02695)	-0.161687 (0.13450)	-0.109995 (0.08485)	-9.392773 (4.59450)	0.263242 (0.24206)
D(BR)	0.034129 (0.02272)	0.077156 (0.11340)	0.071167 (0.07153)	0.218361 (3.87348)	0.670061 (0.20408)
D(INF)	-0.101680 (0.04019)	0.069103 (0.20058)	-0.611102 (0.12654)	-19.22836 (6.85176)	2.024772 (0.36099)

6 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 136.7783

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	1.400646 (0.72350)
0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.782434 (0.21543)
0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	-0.030373 (0.12253)
0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	-0.011356 (0.00286)
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	-0.264557 (0.11310)
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	-0.240918

(0.29405)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(VOL)	-1.016004 (0.42192)	4.242665 (2.07343)	4.300519 (1.49553)	31.48601 (70.9434)	-0.999231 (4.11947)	-0.977664 (1.64232)
D(HRG)	-0.073890 (0.10578)	-0.398876 (0.51984)	0.037289 (0.37495)	-18.40648 (17.7864)	0.856271 (1.03280)	-0.062455 (0.41175)
D(YTM)	-0.061877 (0.10937)	0.736305 (0.53749)	-0.293122 (0.38768)	19.65641 (18.3906)	-0.248907 (1.06788)	0.245521 (0.42574)
D(NT)	0.001407 (0.00185)	-0.002888 (0.00910)	0.000762 (0.00656)	-0.790214 (0.31123)	0.010158 (0.01807)	-0.008376 (0.00720)
D(BDM)	0.061180 (0.02756)	-0.159413 (0.13542)	-0.116741 (0.09767)	-9.306713 (4.63332)	0.279628 (0.26904)	-0.184378 (0.10726)
D(BR)	0.035702 (0.02317)	0.081568 (0.11389)	0.058080 (0.08214)	0.385306 (3.89663)	0.701847 (0.22627)	-0.391384 (0.09021)
D(INF)	-0.107602 (0.04055)	0.052493 (0.19928)	-0.561840 (0.14374)	-19.85680 (6.81857)	1.905120 (0.39593)	-0.496360 (0.15785)



Lampiran 7 Uji VECM

VECM

Vector Error Correction Estimates

Date: 03/09/19 Time: 12:18

Sample (adjusted): 2015M07 2018M03

Included observations: 33 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2					
VOL(-1)	1.000000	0.000000					
HRG(-1)	0.000000	1.000000					
YTM(-1)	13.00572 (3.98627) [3.26263]	3.991024 (1.38607) [2.87939]					
NT(-1)	472.4121 (113.205) [4.17305]	191.8817 (39.3627) [4.87471]					
BDM(-1)	-65.91887 (9.65599) [-6.82673]	-22.06828 (3.35749) [-6.57286]					
BR(-1)	21.32349 (3.40092) [6.26992]	7.573132 (1.18253) [6.40416]					
INF(-1)	7.942804 (1.85453) [4.28292]	2.495944 (0.64484) [3.87064]					
C	-4325.448	-1861.363					
Error Correction:	D(VOL)	D(HRG)	D(YTM)	D(NT)	D(BDM)	D(BR)	D(INF)
CointEq1	-0.016680 (0.39072) [-0.04269]	-0.032659 (0.08582) [-0.38056]	-0.065904 (0.09094) [-0.72471]	0.003846 (0.00169) [2.28115]	0.050730 (0.02275) [2.22987]	0.037227 (0.02046) [1.81939]	-0.087277 (0.03329) [-2.62182]
CointEq2	0.050235 (1.22265) [0.04109]	0.059983 (0.26855) [0.22335]	0.228489 (0.28457) [0.80292]	-0.012492 (0.00528) [-2.36775]	-0.171510 (0.07119) [-2.40915]	-0.135020 (0.06403) [-2.10875]	0.157434 (0.10417) [1.51132]
D(VOL(-1))	-1.247979 (0.46899) [-2.66097]	-0.066348 (0.10301) [-0.64407]	0.212794 (0.10916) [1.94942]	-0.004386 (0.00202) [-2.16716]	-0.035754 (0.02731) [-1.30931]	0.045213 (0.02456) [1.84088]	0.049531 (0.03996) [1.23958]
D(VOL(-2))	-0.034277	-0.004621	-0.060735	-0.002242	-0.037776	0.051033	0.051857

	(0.40695) [-0.08423]	(0.08938) [-0.05170]	(0.09472) [-0.64123]	(0.00176) [-1.27657]	(0.02370) [-1.59427]	(0.02131) [2.39465]	(0.03467) [1.49566]
D(HRG(-1))	-2.807288 (1.79043) [-1.56794]	-0.685813 (0.39326) [-1.74390]	0.500103 (0.41672) [1.20009]	0.012360 (0.00773) [1.59980]	0.228532 (0.10425) [2.19214]	-0.025291 (0.09376) [-0.26973]	-0.162080 (0.15254) [-1.06251]
D(HRG(-2))	-0.132681 (1.55312) [-0.08543]	0.035815 (0.34114) [0.10498]	-0.515260 (0.36149) [-1.42539]	0.000752 (0.00670) [0.11215]	0.013783 (0.09043) [0.15241]	0.163898 (0.08133) [2.01511]	0.108403 (0.13233) [0.81921]
D(YTM(-1))	-2.918343 (1.05783) [-2.75879]	-0.127655 (0.23235) [-0.54941]	0.444999 (0.24621) [1.80739]	-0.002805 (0.00456) [-0.61459]	0.128739 (0.06159) [2.09013]	0.039245 (0.05540) [0.70843]	0.308035 (0.09013) [3.41778]
D(YTM(-2))	1.029757 (1.24186) [0.82920]	0.424152 (0.27277) [1.55497]	-1.387111 (0.28904) [-4.79899]	-0.004638 (0.00536) [-0.86551]	0.018970 (0.07231) [0.26234]	0.142642 (0.06503) [2.19333]	0.341113 (0.10581) [3.22394]
D(NT(-1))	81.90204 (89.7349) [0.91271]	5.505572 (19.7101) [0.27933]	-23.09212 (20.8857) [-1.10564]	0.359838 (0.38722) [0.92928]	5.914855 (5.22495) [1.13204]	-3.735711 (4.69928) [-0.79495]	15.56751 (7.64539) [2.03620]
D(NT(-2))	-77.33077 (67.9150) [-1.13864]	1.226943 (14.9174) [0.08225]	19.85360 (15.8072) [1.25599]	-0.294965 (0.29307) [-1.00648]	1.823457 (3.95445) [0.46111]	-1.769125 (3.55661) [-0.49742]	10.22219 (5.78634) [1.76661]
D(BDM(-1))	-12.37763 (6.98579) [-1.77183]	-2.788049 (1.53441) [-1.81701]	3.320376 (1.62594) [2.04213]	-0.019099 (0.03015) [-0.63356]	-0.843017 (0.40676) [-2.07253]	0.129974 (0.36584) [0.35528]	-2.317370 (0.59519) [-3.89351]
D(BDM(-2))	-2.544443 (6.41642) [-0.39655]	-2.723505 (1.40935) [-1.93245]	1.954673 (1.49342) [1.30886]	-0.006350 (0.02769) [-0.22933]	-0.515560 (0.37361) [-1.37996]	0.311586 (0.33602) [0.92729]	-0.997451 (0.54668) [-1.82457]
D(BR(-1))	-5.840744 (3.75652) [-1.55483]	0.457403 (0.82511) [0.55435]	0.407086 (0.87433) [0.46560]	0.009799 (0.01621) [0.60449]	0.266677 (0.21873) [1.21921]	0.034491 (0.19672) [0.17533]	0.237253 (0.32005) [0.74129]
D(BR(-2))	-0.058293 (4.06854) [-0.01433]	0.159366 (0.89365) [0.17833]	-0.696435 (0.94695) [-0.73545]	-0.008040 (0.01756) [-0.45793]	-0.248667 (0.23690) [-1.04968]	0.736855 (0.21306) [3.45838]	0.507969 (0.34664) [1.46541]
D(INF(-1))	2.635962 (1.81261) [1.45424]	-0.407787 (0.39813) [-1.02424]	-0.585621 (0.42188) [-1.38811]	0.001333 (0.00782) [0.17044]	-0.126057 (0.10554) [-1.19438]	0.097891 (0.09492) [1.03126]	-0.194474 (0.15443) [-1.25927]
D(INF(-2))	-0.694608 (1.85833) [-0.37378]	-0.646378 (0.40818) [-1.58357]	0.842728 (0.43252) [1.94839]	0.010408 (0.00802) [1.29785]	0.197666 (0.10820) [1.82679]	-0.172638 (0.09732) [-1.77396]	-0.334172 (0.15833) [-2.11062]
C	-1.563916 (1.07978) [-1.44836]	-0.376273 (0.23717) [-1.58650]	0.147217 (0.25132) [0.58578]	0.000690 (0.00466) [0.14802]	-0.116764 (0.06287) [-1.85717]	0.019137 (0.05655) [0.33843]	-0.272779 (0.09200) [-2.96507]
R-squared	0.754206	0.587391	0.807427	0.593541	0.673035	0.715783	0.833253

Adj. R-squared	0.508413	0.174782	0.614854	0.187081	0.346070	0.431566	0.666506
Sum sq. resids	180.5777	8.711989	9.782304	0.003363	0.612217	0.495227	1.310813
S.E. equation	3.359480	0.737902	0.781917	0.014497	0.195611	0.175931	0.286227
F-statistic	3.068453	1.423603	4.192835	1.460270	2.058432	2.518438	4.997115
Log likelihood	-74.86925	-24.85015	-26.76209	104.8359	18.96343	22.46261	6.401718
Akaike AIC	5.567833	2.536373	2.652248	-5.323390	-0.118996	-0.331067	0.642320
Schwarz SC	6.338762	3.307301	3.423176	-4.552461	0.651932	0.439861	1.413248
Mean dependent	-0.197273	-0.012424	-0.028182	0.000909	-0.058485	-0.098485	-0.116970
S.D. dependent	4.791502	0.812296	1.259934	0.016079	0.241895	0.233347	0.495640

Determinant resid covariance (dof adj.)	6.86E-10
Determinant resid covariance	4.32E-12
Log likelihood	103.9908
Akaike information criterion	1.758133
Schwarz criterion	7.789512



Lampiran 8
Analisis Impulse Respon Function (IRF)

Response of VOL:							
Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	3.359480	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.504399	-0.185021	-1.788489	1.187925	-2.001417	-0.544007	0.292397
3	1.417635	0.610820	-0.316086	0.965411	-0.018052	-0.152999	0.212707
4	0.716745	0.372918	0.031497	-0.121590	-0.916993	-0.181405	-0.231785
5	0.869557	0.949043	-0.203135	-0.185721	-0.445467	-0.032337	-0.035930
6	1.073324	0.818142	-1.116762	0.175586	-0.498408	-0.032329	0.040474
7	1.334757	0.401014	-0.671902	0.362495	-1.374633	0.000561	0.042244
8	1.219111	0.435413	0.164071	-0.106942	-0.537087	0.114698	-0.034114
9	1.520779	0.727577	-0.256722	-0.629332	-0.341784	0.218979	-0.171571
10	1.404934	0.536115	-1.084281	0.090633	-0.937264	0.122840	0.068051
11	1.569941	0.426099	-0.599096	0.138206	-0.913286	0.147275	0.094114
12	1.633160	0.299794	0.091656	-0.391263	-0.652288	0.197166	-0.107901
13	1.517330	0.564624	-0.299666	-0.417767	-0.440862	0.226192	-0.099669
14	1.486025	0.633322	-1.012765	-0.023984	-0.708954	0.184242	0.054838
15	1.615030	0.374448	-0.612096	0.002962	-1.015419	0.145961	0.058705
16	1.619406	0.319684	0.081465	-0.352537	-0.603447	0.191181	-0.082002
17	1.521571	0.578099	-0.336320	-0.407264	-0.390654	0.228251	-0.106246
18	1.463710	0.617794	-1.000025	-0.014429	-0.796180	0.174770	0.052894
19	1.593069	0.397473	-0.561146	-0.020836	-0.944925	0.147456	0.059659
20	1.635671	0.334325	0.056467	-0.383834	-0.594284	0.192221	-0.096794
21	1.495949	0.569199	-0.384005	-0.348558	-0.437802	0.219453	-0.090504
22	1.465033	0.624440	-0.971674	-0.017034	-0.779860	0.176793	0.055301
23	1.603734	0.386925	-0.521512	-0.060644	-0.941179	0.148979	0.044994
24	1.625463	0.344476	0.036086	-0.373767	-0.582659	0.192639	-0.094092
25	1.493558	0.577898	-0.426525	-0.325032	-0.446892	0.218951	-0.082043
26	1.472697	0.608303	-0.951326	-0.017989	-0.805779	0.174415	0.055554
27	1.606405	0.382722	-0.477199	-0.082848	-0.914959	0.151615	0.037379
28	1.621760	0.358253	0.012706	-0.377686	-0.567249	0.195283	-0.096689
29	1.488219	0.580654	-0.469061	-0.298838	-0.473487	0.215852	-0.072004
30	1.480215	0.596389	-0.926020	-0.018617	-0.814140	0.172929	0.056751
31	1.611266	0.377406	-0.437577	-0.107223	-0.894596	0.154203	0.027195
32	1.612766	0.371722	-0.012703	-0.374691	-0.556736	0.196907	-0.096490
33	1.485364	0.585707	-0.507134	-0.277895	-0.493129	0.213524	-0.062896
34	1.488832	0.581797	-0.900002	-0.021202	-0.826239	0.171011	0.056452
35	1.613274	0.373790	-0.400915	-0.126952	-0.872516	0.156738	0.018562
36	1.604666	0.386121	-0.039876	-0.372373	-0.546636	0.198726	-0.096283

Response of HRG:							
Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.123862	0.727432	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	-0.077767	0.499585	-0.242100	-0.275187	-0.322503	0.001742	-0.057557
3	0.155777	0.571071	0.000875	-0.317101	-0.205710	0.027268	-0.052924
4	0.102053	0.476668	0.026865	-0.316141	-0.113837	0.107993	-0.070917
5	0.245819	0.480655	-0.043109	-0.353571	-0.288886	0.149895	-0.057274
6	0.319977	0.415010	-0.057320	-0.308617	-0.263140	0.189766	-0.020752
7	0.467774	0.373957	0.003041	-0.417256	-0.251333	0.227278	-0.056180

8	0.465849	0.352922	-0.006758	-0.439067	-0.242885	0.244917	-0.051328
9	0.508800	0.382053	-0.053292	-0.476260	-0.197694	0.257516	-0.041794
10	0.544911	0.329084	-0.054507	-0.465436	-0.252724	0.252235	-0.040831
11	0.539375	0.314617	0.004440	-0.448620	-0.228694	0.255324	-0.042224
12	0.526485	0.347860	-0.006735	-0.475414	-0.184856	0.264159	-0.050681
13	0.524553	0.359035	-0.062328	-0.475353	-0.222056	0.259338	-0.044187
14	0.531200	0.343442	-0.046819	-0.462745	-0.229543	0.253505	-0.037952
15	0.535284	0.334553	0.000311	-0.479167	-0.208016	0.255448	-0.049606
16	0.517638	0.349561	-0.015856	-0.478526	-0.199065	0.257307	-0.051010
17	0.513536	0.362895	-0.057571	-0.464522	-0.211306	0.255670	-0.041981
18	0.525162	0.346446	-0.041773	-0.463443	-0.229850	0.252483	-0.041488
19	0.526043	0.338808	-0.001504	-0.476300	-0.212108	0.254267	-0.048899
20	0.517282	0.354623	-0.019522	-0.479968	-0.195330	0.257289	-0.050503
21	0.515487	0.359484	-0.057545	-0.464433	-0.217152	0.254893	-0.042702
22	0.523503	0.345570	-0.037343	-0.461783	-0.228282	0.252642	-0.041217
23	0.526360	0.340939	-0.002077	-0.478812	-0.208740	0.255149	-0.049492
24	0.518048	0.353819	-0.023349	-0.478773	-0.199560	0.257045	-0.049926
25	0.516180	0.358276	-0.056236	-0.462674	-0.217202	0.254880	-0.042049
26	0.524426	0.345158	-0.034376	-0.463935	-0.226678	0.253113	-0.042163
27	0.525759	0.341603	-0.003303	-0.479346	-0.208585	0.255292	-0.049544
28	0.518152	0.354426	-0.025965	-0.477726	-0.199872	0.256963	-0.049267
29	0.516988	0.357024	-0.055216	-0.462384	-0.218519	0.254703	-0.042062
30	0.524264	0.344758	-0.031749	-0.464677	-0.225595	0.253243	-0.042582
31	0.525305	0.342768	-0.004424	-0.479901	-0.207287	0.255506	-0.049687
32	0.518095	0.354637	-0.028500	-0.476719	-0.201408	0.256767	-0.048794
33	0.517372	0.356157	-0.053960	-0.462005	-0.219192	0.254542	-0.041919
34	0.524423	0.344520	-0.029431	-0.465862	-0.224307	0.253411	-0.043133
35	0.524782	0.343565	-0.005717	-0.479978	-0.206752	0.255613	-0.049734
36	0.517956	0.354944	-0.030646	-0.475623	-0.202461	0.256626	-0.048279

Response
of YTM:

Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	-0.261176	-0.498043	0.543263	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	-0.004273	-0.319460	0.893858	-0.124686	0.407125	0.059386	-0.059927
3	-0.193324	-0.297846	0.199661	0.204223	0.220617	0.031330	-0.000576
4	-0.170920	-0.227202	-0.038331	0.419829	-0.037533	-0.020697	0.101312
5	-0.149958	-0.361406	0.495858	0.122297	0.093817	-0.045841	0.022915
6	-0.155852	-0.317713	0.747895	-0.143220	0.349461	-0.046048	-0.086643
7	-0.346626	-0.176386	0.213491	0.185988	0.336218	-0.072662	-0.001334
8	-0.359578	-0.189604	-0.002904	0.444654	0.024568	-0.110962	0.087841
9	-0.298296	-0.341738	0.526468	0.259431	0.033926	-0.116345	0.024447
10	-0.310389	-0.259997	0.731054	0.011254	0.358214	-0.078861	-0.072714
11	-0.407958	-0.111754	0.186200	0.194900	0.298510	-0.085787	-0.009583
12	-0.387259	-0.179658	0.012069	0.417546	-0.002360	-0.125839	0.085391
13	-0.290743	-0.340363	0.552210	0.239158	0.066222	-0.121244	0.017633
14	-0.321034	-0.271442	0.706313	0.048712	0.342223	-0.082339	-0.070095
15	-0.419192	-0.111699	0.172876	0.232098	0.275182	-0.085446	0.001744
16	-0.373576	-0.185750	0.040654	0.398705	-0.000497	-0.122145	0.081816
17	-0.279309	-0.345472	0.566228	0.219612	0.074561	-0.118394	0.010563
18	-0.325181	-0.264307	0.675960	0.062252	0.347533	-0.081116	-0.065390
19	-0.415669	-0.113821	0.157315	0.241870	0.258492	-0.086479	0.007036
20	-0.366261	-0.198924	0.072519	0.388743	-0.003043	-0.122699	0.079052
21	-0.279014	-0.343086	0.581892	0.207950	0.096025	-0.115812	0.004895
22	-0.331924	-0.253910	0.642764	0.073174	0.344979	-0.080815	-0.062217
23	-0.415464	-0.115824	0.143540	0.254095	0.239673	-0.088910	0.013190

24	-0.359050	-0.208983	0.105394	0.376345	0.000867	-0.122847	0.075001
25	-0.280601	-0.340521	0.593845	0.196530	0.113193	-0.113768	-0.000897
26	-0.339437	-0.243297	0.610241	0.085329	0.342195	-0.080878	-0.057898
27	-0.413397	-0.119114	0.133092	0.264663	0.222153	-0.091156	0.018414
28	-0.352700	-0.219342	0.137779	0.365318	0.004083	-0.122864	0.070794
29	-0.283099	-0.336183	0.602767	0.186331	0.130888	-0.111459	-0.005921
30	-0.345494	-0.233435	0.577979	0.096158	0.337635	-0.081042	-0.053657
31	-0.410723	-0.123823	0.125844	0.274405	0.205221	-0.093457	0.023249
32	-0.346833	-0.228800	0.169661	0.354340	0.009437	-0.122572	0.066376
33	-0.286081	-0.331213	0.608432	0.177378	0.146901	-0.109231	-0.010435
34	-0.351083	-0.224320	0.546632	0.107206	0.331894	-0.081401	-0.049111
35	-0.407424	-0.129139	0.121652	0.282575	0.189778	-0.095615	0.027413
36	-0.341580	-0.237523	0.200431	0.343343	0.015645	-0.122137	0.061787

Response
of NT:

Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.004071	-0.008601	0.004283	0.010062	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.001737	-0.005441	0.002065	0.008513	0.000412	-0.000286	7.80E-05
3	0.002671	-0.004323	-0.002680	0.005150	0.002070	-0.001995	0.001049
4	0.004314	-0.008770	-0.001142	0.008104	-0.000775	-0.004545	0.001136
5	-8.60E-05	-0.010240	0.003101	0.014310	0.001208	-0.005602	0.001187
6	-0.004215	-0.005967	0.001485	0.014648	0.003046	-0.005681	0.000933
7	-0.005291	-0.004502	-0.002080	0.014280	3.72E-05	-0.006560	0.001400
8	-0.004730	-0.005819	-0.000162	0.014863	-0.000444	-0.007363	0.001456
9	-0.005553	-0.006178	0.002403	0.014985	0.001326	-0.007404	0.000756
10	-0.007270	-0.004628	0.000450	0.015482	0.001412	-0.007360	0.000895
11	-0.007227	-0.004232	-0.001527	0.016118	-3.93E-06	-0.007597	0.001489
12	-0.006240	-0.005628	0.000517	0.016028	-0.000634	-0.007770	0.001311
13	-0.006535	-0.005740	0.002243	0.015630	0.000769	-0.007565	0.000861
14	-0.007197	-0.004517	0.000112	0.015740	0.001143	-0.007408	0.001011
15	-0.006888	-0.004661	-0.001392	0.016337	-0.000428	-0.007611	0.001466
16	-0.006235	-0.005747	0.000812	0.016086	-0.000490	-0.007693	0.001308
17	-0.006408	-0.005629	0.002091	0.015384	0.000920	-0.007483	0.000857
18	-0.006983	-0.004701	-0.000110	0.015825	0.000849	-0.007426	0.001075
19	-0.006778	-0.004855	-0.001200	0.016524	-0.000419	-0.007605	0.001495
20	-0.006234	-0.005728	0.000973	0.015987	-0.000336	-0.007643	0.001250
21	-0.006446	-0.005525	0.001910	0.015302	0.000911	-0.007473	0.000866
22	-0.006931	-0.004712	-0.000245	0.015866	0.000784	-0.007449	0.001117
23	-0.006732	-0.004964	-0.001044	0.016551	-0.000447	-0.007620	0.001480
24	-0.006293	-0.005709	0.001095	0.015957	-0.000235	-0.007630	0.001221
25	-0.006492	-0.005426	0.001760	0.015288	0.000941	-0.007467	0.000875
26	-0.006909	-0.004729	-0.000353	0.015920	0.000668	-0.007469	0.001146
27	-0.006706	-0.005031	-0.000896	0.016552	-0.000447	-0.007626	0.001470
28	-0.006312	-0.005690	0.001184	0.015895	-0.000138	-0.007616	0.001189
29	-0.006526	-0.005366	0.001617	0.015307	0.000932	-0.007465	0.000888
30	-0.006895	-0.004743	-0.000428	0.015978	0.000586	-0.007482	0.001175
31	-0.006674	-0.005088	-0.000757	0.016526	-0.000444	-0.007628	0.001455
32	-0.006327	-0.005674	0.001250	0.015844	-5.76E-05	-0.007604	0.001164
33	-0.006554	-0.005313	0.001479	0.015336	0.000928	-0.007463	0.000903
34	-0.006881	-0.004761	-0.000485	0.016028	0.000505	-0.007494	0.001199
35	-0.006648	-0.005137	-0.000621	0.016494	-0.000434	-0.007629	0.001440
36	-0.006339	-0.005656	0.001299	0.015796	1.91E-05	-0.007593	0.001140

Response of BDM:							
Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	-0.064622	-0.052203	0.045656	0.071299	0.155546	0.000000	0.000000
2	-0.023182	-0.019501	0.074112	-0.030819	0.087327	-0.001004	-0.016817
3	-0.052556	-0.066305	0.039600	0.019916	0.099738	-0.037137	0.012393
4	-0.018864	-0.068076	0.027288	0.089699	0.113427	-0.047860	0.007991
5	-0.104447	-0.084649	0.017764	0.168454	0.067794	-0.063315	0.014999
6	-0.122264	-0.024945	0.057569	0.104931	0.106647	-0.063006	0.010386
7	-0.113458	-0.035767	0.051720	0.070122	0.112748	-0.074705	-5.43E-05
8	-0.127203	-0.042511	0.022341	0.133273	0.090258	-0.084293	0.008468
9	-0.156332	-0.035185	0.017311	0.169846	0.092498	-0.085116	0.016225
10	-0.149424	-0.030228	0.051373	0.128557	0.083761	-0.083951	0.007075
11	-0.147706	-0.033331	0.060681	0.115214	0.099976	-0.085322	0.003727
12	-0.149441	-0.025606	0.024915	0.138445	0.102126	-0.085395	0.007678
13	-0.155742	-0.031287	0.011861	0.159253	0.075723	-0.087587	0.014224
14	-0.148858	-0.036713	0.052219	0.137844	0.082534	-0.086415	0.009943
15	-0.145147	-0.035099	0.063377	0.119774	0.103506	-0.084174	0.002661
16	-0.152417	-0.026752	0.023395	0.140608	0.095986	-0.084855	0.008294
17	-0.152929	-0.029722	0.012791	0.155715	0.077887	-0.086844	0.015056
18	-0.144212	-0.040215	0.052670	0.136419	0.082149	-0.086338	0.009045
19	-0.146083	-0.036345	0.062404	0.123965	0.102410	-0.084085	0.003237
20	-0.153295	-0.024900	0.022540	0.140191	0.097721	-0.084335	0.008740
21	-0.151065	-0.030501	0.013958	0.152569	0.076306	-0.086986	0.014534
22	-0.144005	-0.041332	0.053964	0.137155	0.083160	-0.086546	0.009019
23	-0.146854	-0.035354	0.060689	0.125378	0.103525	-0.083892	0.003313
24	-0.153896	-0.024614	0.021140	0.140620	0.095727	-0.084477	0.009085
25	-0.150455	-0.030953	0.016163	0.151304	0.076613	-0.087083	0.014408
26	-0.143677	-0.041540	0.055056	0.136352	0.084551	-0.086464	0.008483
27	-0.147747	-0.034707	0.058388	0.126801	0.103139	-0.083908	0.003622
28	-0.154045	-0.024423	0.020205	0.141305	0.094710	-0.084578	0.009538
29	-0.149707	-0.031755	0.018494	0.150094	0.076616	-0.087115	0.014052
30	-0.143790	-0.041493	0.055926	0.135798	0.085807	-0.086343	0.008117
31	-0.148325	-0.033860	0.055990	0.127749	0.103069	-0.083872	0.003926
32	-0.153914	-0.024660	0.019435	0.141965	0.093273	-0.084741	0.009914
33	-0.149181	-0.032525	0.020954	0.149204	0.076934	-0.087119	0.013749
34	-0.143929	-0.041211	0.056547	0.135091	0.087143	-0.086171	0.007730
35	-0.148837	-0.033129	0.053533	0.128666	0.102653	-0.083886	0.004264
36	-0.153717	-0.024975	0.018950	0.142623	0.092052	-0.084904	0.010275

Response of BR:							
Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.043311	-0.073046	-0.014158	-0.097338	0.034976	0.113321	0.000000
2	0.206285	-0.098141	-0.043008	-0.138737	0.132941	0.093787	0.006292
3	0.215418	-0.103798	-0.068856	-0.182515	0.079600	0.098552	0.000451
4	0.184498	-0.136640	-0.059268	-0.150347	0.153675	0.060133	0.012703
5	0.159920	-0.093661	-0.035332	-0.153894	0.158845	0.052811	-0.001883
6	0.082102	-0.098667	-0.059244	-0.098575	0.153085	0.028285	0.006900
7	0.065595	-0.047920	-0.058708	-0.102312	0.154785	0.023057	0.004452
8	0.038060	-0.060142	-0.057646	-0.095274	0.148181	0.010866	0.001858
9	0.030605	-0.041507	-0.045348	-0.099579	0.149884	0.008247	-0.001518
10	0.012816	-0.041009	-0.058124	-0.087863	0.156664	0.004989	0.000838
11	0.016997	-0.037328	-0.061347	-0.085194	0.139366	0.003748	0.001310
12	0.012837	-0.046160	-0.050676	-0.078717	0.141047	0.002869	0.002471

13	0.017512	-0.040882	-0.045130	-0.087427	0.147716	0.005414	-0.001050
14	0.013924	-0.041072	-0.058320	-0.082566	0.143484	0.005188	0.001043
15	0.018118	-0.041047	-0.060634	-0.080711	0.139272	0.005089	0.002998
16	0.020935	-0.047360	-0.049738	-0.083660	0.140196	0.005152	0.001427
17	0.020482	-0.045529	-0.046484	-0.086472	0.145369	0.006222	-9.95E-05
18	0.018159	-0.042062	-0.057874	-0.082935	0.145013	0.006355	0.001549
19	0.020254	-0.043730	-0.060239	-0.080782	0.138399	0.005589	0.002892
20	0.021772	-0.047476	-0.049225	-0.083785	0.140581	0.005568	0.001567
21	0.020842	-0.045200	-0.047406	-0.087095	0.146572	0.006437	-7.12E-05
22	0.018683	-0.042314	-0.058396	-0.083197	0.143962	0.006198	0.001541
23	0.019907	-0.044051	-0.059402	-0.080476	0.138927	0.005446	0.002976
24	0.021660	-0.047069	-0.048847	-0.084293	0.141277	0.005605	0.001301
25	0.020307	-0.044988	-0.048256	-0.086681	0.146138	0.006309	3.97E-05
26	0.018597	-0.042148	-0.058597	-0.082901	0.143822	0.006112	0.001689
27	0.019991	-0.044293	-0.058717	-0.080753	0.138932	0.005409	0.002822
28	0.021471	-0.046943	-0.048619	-0.084438	0.141565	0.005625	0.001210
29	0.020141	-0.044699	-0.048948	-0.086479	0.146187	0.006311	0.000134
30	0.018697	-0.042289	-0.058790	-0.082696	0.143326	0.006051	0.001776
31	0.020074	-0.044523	-0.058007	-0.080891	0.139044	0.005411	0.002753
32	0.021432	-0.046800	-0.048472	-0.084689	0.141970	0.005691	0.001096
33	0.020029	-0.044523	-0.049650	-0.086260	0.146005	0.006300	0.000230
34	0.018776	-0.042403	-0.058886	-0.082496	0.143015	0.006005	0.001879
35	0.020203	-0.044724	-0.057336	-0.081133	0.139179	0.005424	0.002647
36	0.021350	-0.046684	-0.048402	-0.084850	0.142277	0.005737	0.001013

Response of INF:							
Period	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.030189	0.002680	-0.026359	0.252247	0.048956	0.043771	0.111226
2	-0.057925	0.091393	-0.097466	0.212448	0.003663	-0.026788	0.056196
3	-0.194201	0.269911	-0.077979	0.167038	0.147063	-0.021982	0.012281
4	-0.405213	0.450578	-0.187641	-0.016974	0.227179	-0.074284	-0.005831
5	-0.398031	0.475027	-0.148037	-0.103980	0.172843	-0.119295	-0.009779
6	-0.466945	0.379272	-0.054456	0.052029	0.185748	-0.160342	-0.009466
7	-0.553756	0.458140	-0.066563	0.156038	0.205538	-0.142723	-0.015534
8	-0.617078	0.522690	-0.170008	0.146348	0.153086	-0.140166	-0.000167
9	-0.543517	0.514902	-0.125935	0.051646	0.120903	-0.143345	-0.005983
10	-0.515831	0.452537	-0.049423	0.042060	0.166034	-0.145981	-0.022344
11	-0.543613	0.479657	-0.096584	0.089079	0.186631	-0.136279	-0.018946
12	-0.560902	0.495966	-0.169368	0.120535	0.140594	-0.136124	0.001961
13	-0.518072	0.467014	-0.104608	0.082794	0.117665	-0.137734	-0.002912
14	-0.508095	0.447915	-0.040838	0.056329	0.167597	-0.133171	-0.020336
15	-0.531090	0.482805	-0.111559	0.077402	0.183429	-0.128071	-0.016163
16	-0.535690	0.487905	-0.172830	0.106316	0.133392	-0.133460	0.002049
17	-0.509355	0.455393	-0.095922	0.082145	0.124917	-0.136591	-0.003923
18	-0.509498	0.451261	-0.040804	0.053635	0.175353	-0.131141	-0.021259
19	-0.532819	0.484976	-0.119502	0.076979	0.180112	-0.128535	-0.014385
20	-0.532287	0.485034	-0.169956	0.107219	0.130750	-0.134556	0.002505
21	-0.510405	0.453600	-0.089631	0.082969	0.128613	-0.136587	-0.005465
22	-0.513542	0.456175	-0.044581	0.052955	0.177786	-0.130671	-0.021580
23	-0.533640	0.487079	-0.125522	0.076739	0.177196	-0.129220	-0.013164
24	-0.529995	0.481850	-0.165649	0.106914	0.128797	-0.135384	0.002366
25	-0.511161	0.452478	-0.084258	0.082876	0.132004	-0.136341	-0.006618
26	-0.515923	0.459419	-0.049065	0.053712	0.179049	-0.130205	-0.021424
27	-0.533568	0.487752	-0.130305	0.078052	0.173529	-0.129625	-0.011966
28	-0.528017	0.479243	-0.160890	0.105963	0.127947	-0.135696	0.002086

29	-0.511255	0.452070	-0.080094	0.081138	0.135419	-0.135922	-0.007803
30	-0.517537	0.461785	-0.053940	0.054745	0.179585	-0.129953	-0.021053
31	-0.533356	0.487812	-0.133987	0.079967	0.170258	-0.130021	-0.010821
32	-0.526498	0.476987	-0.155909	0.104848	0.127556	-0.135863	0.001659
33	-0.511486	0.452167	-0.076821	0.079201	0.138631	-0.135504	-0.008877
34	-0.518851	0.463907	-0.058981	0.055895	0.179778	-0.129813	-0.020589
35	-0.533076	0.487542	-0.136905	0.081898	0.167116	-0.130434	-0.009793
36	-0.525267	0.474991	-0.150838	0.103593	0.127577	-0.135962	0.001154

Cholesky
Ordering:
VOL HRG
YTM NT
BDM BR
INF



Lampiran 9
Analisis Variance Decomposition

Variance Decomposition of VOL:								
Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	3.359480	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	4.535606	56.09895	0.166407	15.54898	6.859737	19.47172	1.438595	0.415601
3	4.904633	56.32914	1.693313	13.71252	9.740773	16.65319	1.327570	0.543498
4	5.064731	54.82696	2.130095	12.86317	9.192322	18.89508	1.373255	0.719120
5	5.252127	53.72539	5.245942	12.11122	8.673098	18.29016	1.280798	0.673398
6	5.561951	51.63061	6.841508	14.83101	7.833416	17.11223	1.145459	0.605761
7	5.945750	50.21976	6.441663	14.25514	7.226458	20.31950	1.002354	0.535129
8	6.113011	51.48638	6.601313	13.55777	6.867021	19.99470	0.983458	0.509360
9	6.392747	52.73828	7.331567	12.55847	7.248329	18.56896	1.016607	0.537788
10	6.723878	52.03766	7.262968	13.95241	6.570159	18.72812	0.952319	0.496366

Variance Decomposition of HRG:								
Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.737902	2.817603	97.18240	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.020684	2.053132	74.74999	5.626090	7.268995	9.983512	0.000291	0.317994
3	1.240403	2.967376	71.80975	3.809514	11.45724	9.510234	0.048524	0.397358
4	1.380777	2.940964	69.86865	3.112171	14.48833	8.354559	0.650864	0.584461
5	1.560152	4.786111	64.21766	2.514026	16.48425	9.972515	1.432880	0.592558
6	1.706724	7.514230	59.57412	2.213555	17.04426	10.71030	2.433603	0.509936
7	1.887765	12.28220	52.61964	1.809604	18.81735	10.52709	3.438720	0.505384
8	2.054182	15.51571	47.39092	1.529358	20.46053	10.28856	4.325670	0.489250
9	2.227400	18.41424	43.24866	1.357984	21.97381	9.538314	5.015676	0.451320
10	2.390669	21.18028	39.43797	1.230816	22.86530	9.397498	5.467184	0.420951

Variance Decomposition of YTM:								
Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.781917	11.15697	40.57069	48.27234	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.304171	4.011570	20.58374	64.32708	0.914041	9.745076	0.207346	0.211145
3	1.399348	5.393059	22.40930	57.91006	2.923830	10.95011	0.230226	0.183417
4	1.492929	6.048859	22.00404	50.94360	10.47678	9.683575	0.221488	0.621658
5	1.629171	5.926712	23.39872	52.04301	9.361279	8.463302	0.265165	0.541815
6	1.868432	5.201786	20.68124	55.59008	7.704841	9.932745	0.262340	0.626971
7	1.959794	7.856337	19.60798	51.71455	7.903844	11.97145	0.375917	0.569924
8	2.055334	10.20363	18.67844	47.01872	11.86648	10.89865	0.633246	0.700826
9	2.188589	10.85660	18.91130	47.25395	11.87058	9.635928	0.841079	0.630560
10	2.372393	10.95125	17.29551	49.71112	10.10471	10.48053	0.826296	0.630581

Variance
Decomposition
of NT:

Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.014497	7.886145	35.20427	8.729895	48.17970	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.017882	6.126354	32.39398	7.071401	54.32772	0.053057	0.025584	0.001905
3	0.019715	6.876430	31.46048	7.665679	51.52199	1.146113	1.044804	0.284511
4	0.023952	7.901841	34.71864	5.420376	46.35159	0.881240	4.308580	0.417737
5	0.030450	4.889984	32.79091	4.391193	50.76439	0.702510	6.050694	0.410313
6	0.035211	5.089963	27.39606	3.461899	55.27313	1.273544	7.128378	0.377024
7	0.039259	5.910469	23.35207	3.065390	57.69087	1.024502	8.526262	0.430436
8	0.043301	6.051916	21.00212	2.521226	59.20464	0.852660	9.900521	0.466913
9	0.047239	6.467117	19.35715	2.377301	59.80957	0.795211	10.77572	0.417935
10	0.051016	7.575779	17.41961	2.046067	60.49061	0.758433	11.32038	0.389115

Variance
Decomposition
of BDM:

Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.195611	10.91393	7.121966	5.447603	13.28544	63.23106	0.000000	0.000000
2	0.231373	8.804727	5.800875	14.15375	11.27012	59.44033	0.001882	0.528315
3	0.272281	10.08346	10.11875	12.33547	8.673007	56.33902	1.861627	0.588670
4	0.321151	7.593150	11.76688	9.588877	14.03544	52.97158	3.559016	0.485051
5	0.398416	11.80628	12.15963	6.429168	26.99643	37.31366	4.837927	0.456890
6	0.451754	16.50766	9.762691	6.624575	26.39306	34.59565	5.708130	0.408231
7	0.494083	19.07344	8.685580	6.633850	24.07867	34.12911	7.058071	0.341279
8	0.543774	21.21892	7.781872	5.645620	25.88594	30.93164	8.230009	0.306007
9	0.605458	23.78259	6.614742	4.635626	28.74954	27.28407	8.614793	0.318641
10	0.650462	25.88265	5.947046	4.640135	28.81511	25.29746	9.129702	0.287905

Variance
Decomposition
of BR:

Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.175931	6.060444	17.23907	0.647657	30.61113	3.952338	41.48936	0.000000
2	0.361585	33.98208	11.44794	1.568082	21.96873	14.45319	16.54971	0.030285
3	0.491960	37.53108	10.63591	2.806035	25.63146	10.42574	12.95333	0.016444
4	0.590122	35.85813	12.75310	2.958839	24.30433	14.02713	10.04070	0.057764
5	0.659960	34.54236	12.21094	2.652374	24.87028	17.00860	8.668449	0.047000
6	0.699666	32.11001	12.85299	3.076850	24.11255	19.92013	7.875921	0.051543
7	0.731133	30.21045	12.20002	3.462466	24.03986	22.72427	7.312024	0.050909
8	0.757694	28.38183	11.98971	3.802799	23.96507	24.98367	6.828926	0.048003
9	0.781837	26.80933	11.54253	3.907999	24.13010	27.13975	6.424824	0.045461
10	0.805470	25.28450	11.13434	4.202771	23.92477	29.35351	6.057168	0.042941

Variance
Decomposition
of INF:

Period	S.E.	VOL	HRG	YTM	NT	BDM	BR	INF
1	0.286227	1.112425	0.008769	0.848062	77.66628	2.925398	2.338542	15.10053
2	0.390073	2.804111	5.494232	6.699978	71.48089	1.583941	1.730744	10.20610
3	0.564771	13.16146	25.46085	5.102473	42.84609	7.536111	0.977110	4.915904
4	0.882522	26.47234	36.49405	6.610344	17.58411	9.712873	1.108664	2.017617
5	1.113487	29.40731	41.12444	5.920006	11.91792	8.510931	1.844259	1.275130
6	1.291399	34.93680	39.19921	4.579017	9.022651	8.396250	2.912715	0.953362
7	1.508604	39.07451	37.94664	3.550064	7.681396	8.008791	3.029397	0.709202
8	1.738757	42.00990	37.60248	3.628447	6.490888	6.804079	2.930334	0.533879
9	1.907234	43.03696	38.54118	3.451720	5.468115	6.056939	3.000376	0.444708
10	2.040098	44.00693	38.60501	3.075453	4.821575	5.956050	3.134315	0.400665

Cholesky
Ordering: VOL
HRG YTM NT
BDM BR INF

Lampiran 10 **Biodata Peneliti**

Nama Lengkap : Laily Farikhatun Ni'mah
Tempat, tanggal lahir : Lamongan, 17 Maret 1997
Alamat Asal : Desa Sungegeneng RT 02 RW 02, Kecamatan Sekaran
Kabupaten Lamongan
Alamat Asrama : Jl. Joyosuko No. 1A Merjosari, Lowokwaru
No HP : 082245433047
Email : LailyFarikhatun17@gmail.com

Pendidikan Formal

2003-2009 : MI Ma'arif NU Sungegeneng
2009-2012 : MTS Ma'arif NU Sungegeneng
2012-2015 : SMA Unggulan BPPT Al-Fattah Lamongan
2015-2019 : Jurusan Perbankan Syariah (S1) Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang

Pendidikan Non Formal

2015-2016 : Program Khusus Perkuliahan Bahasa Arab (PKPBA)
Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
2016-2017 : English Language Center (ELC) Universitas Islam Negeri
Maulana Malik Ibrahim Malang

Pengalaman Organisasi

- Anggota Koperasi Mahasiswa (Kopma Padang Bulan) Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
- Pengurus *Eldinar Finance House*
- Pengurus SESCOM (*Sharia Economic Student Community*)

Lampiran 11
Surat Izin Penelitian Skripsi



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI

Jalan Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881
Website : www.uin-malang.ac.id Email : info@ui-malang.ac.id

Nomor : B-1880/F.EK.1/PP.00.9/10/2018 22 Oktober 2018
Lampiran : -
Perihal : **Ijin Penelitian Skripsi**

Kepada Yth.
Pimpinan The Indonesia Capital Market Institute
Jalan Jendral Sudirman Kebayoran Baru Jakarta Selatan
di
Tempat

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Dalam rangka memenuhi tugas akhir bagi mahasiswa Jurusan Perbankan Syariah Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang untuk melakukan penelitian lapangan pada lembaga atau perusahaan.

Oleh karena itu, kami mohon kepada Bapak/Ibu kiranya berkenan untuk memberikan ijin penelitian di instansi Bapak / Ibu pimpin kepada mahasiswa kami :

Nama Mahasiswa : Laily Farikhatun Ni'mah
NIM : 15540033
Jurusan : Perbankan Syariah
Contact Person : 082245433047
Judul Penelitian : Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-007 Nilai Tukar dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah Terhadap, BI Rate dan Inflasi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

Perlu kami sampaikan bahwa data-data yang diperlukan sebatas kajian keilmuan dan tidak dipublikasikan.

Demikian permohonan kami, atas perhatian dan kerja sama yang baik, kami sampaikan terima kasih.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb



- Tembusan :
1. Dekan Sebagai Laporan,
 2. Kabag Tata Usaha,
 3. Kasubag. Akademik,
 4. Arsip.

Lampiran 12 Bukti Konsultasi



KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI

JURUSAN PERBANKAN SYARIAH (S1)

Jalan Gajayana 50 Malang, Telep/Fax. (0341) 558881, 551354 Pswt 126
http://www.fe.uin-malang.ac.id ; e-mail: pbsuinmalang@yahoo.co.id

BUKTI KONSULTASI

Nama : Laily Farikhatun Ni'mah
NIM/Jurusan : 15540033/ Perbankan Syariah (S1)
Pembimbing : Ahmad Sidi Pratomo, S.Ei., M.A
Judul Skripsi : Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-007, Yield, Nilai Tukar, Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah, BI Rate dan Inflasi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

No	Tanggal	Materi Konsultasi	Tanda Tangan Pembimbing
1	29 Agustus 2018	Pengajuan Judul Proposal	1.
2	18 September 2018	Acc Judul Proposal	2.
3	25 September 2018	Alat Analisis	3.
4	27 September 2018	Proposal BAB 1,2,3	4.
5	20 Desember 2018	Bab 1,2,3 dan 4 (pembahasan)	5.
6	8 Februari 2019	Bab 1,2,3,4 dan 5	6.
7	4 Maret 2019	Acc keseluruhan	7.
8	11 Maret 2019	Bab 3 dan 4 (tambahan)	8.
9	13 Maret 2019	Seminar Hasil	9.
10	21 Maret 2019	Revisi (seminar hasil)	10.
11	5 April 2019	Ujian Skripsi	11.
12	22 April 2019	Revisi Skripsi	12.
13	25 April 2019	Acc Keseluruhan	13.

Malang, 25 April 2019
Mengetahui,
Ketua Jurusan Perbankan Syariah (S1)



Dr. Suprayitno, S.E., M.Si., Ph.D
NIP. 19751109 199903 1 003

Lampiran 13
Surat Keterangan Bebas Plagiarisme



KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI
Jalan Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881

SURAT KETERANGAN BEBAS PLAGIARISME
(FORM C)

Yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Zuraidah, S.E., M.Si
NIP : 19761210 200912 2 001
Jabatan : **UP2M**

Menerangkan bahwa mahasiswa berikut :

Nama : Laily Farikhatun Ni'mah
NIM : 15540033
Handphone : 082245433047
Konsentrasi : Keuangan
Email : Lailyfarikhatun17@gmail.com
Judul Skripsi : Analisis Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-007, Yield, Nilai Tukar, Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah, BI Rate, dan Inflasi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007

Menerangkan bahwa penulis skripsi mahasiswa tersebut di nyatakan **BEBAS PLAGIARISME** dari **TURNITIN** dengan nilai *Originaly report*:

SIMILARTY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATION	STUDENT PAPER
20%	20%	3%	9%

Demikian surat pernyataan ini dibuat dengan sebenar-benarnya dan di berikan kepada yang bersangkutan untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 25 April 2019
UP2M

Zuraidah, S.E., M.Si
19761210 200912 2 001

Lampiran 14
Hasil Turnitin

SKRIPSI

ORIGINALITY REPORT

20%	20%	3%	9%
SIMILARITY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATIONS	STUDENT PAPERS

PRIMARY SOURCES

1	repository.uinjkt.ac.id Internet Source	7%
2	etheses.uin-malang.ac.id Internet Source	6%
3	Submitted to Segi University College Student Paper	3%
4	Submitted to iGroup Student Paper	2%
5	anzdoc.com Internet Source	1%
6	Submitted to UIN Maulana Malik Ibrahim Malang Student Paper	1%
7	repository.unhas.ac.id Internet Source	1%
8	salsalito.net Internet Source	1%
9	Submitted to Fakultas Ekonomi Universitas	

Indonesia
Student Paper

1%

Exclude quotes On

Exclude matches < 1%

Exclude bibliography On

