

**ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP  
*OUTSTANDING* SUKUK DI INDONESIA**

Tesis

Oleh:

HIMAS MAULIDA RAKHMAWATI  
NIM: 17801015



**PROGRAM MAGISTER EKONOMI SYARIAH  
PASCASARJANA  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM  
MALANG**

**2020**

**ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP  
*OUTSTANDING* SUKUK DI INDONESIA**

Tesis  
Diajukan Kepada  
Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang  
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan  
Dalam Menyelesaikan Program Magister  
Ekonomi Syariah

OLEH  
HIMAS MAULIDA RAKHMAWATI  
NIM: 17801015

**PROGRAM MAGISTER EKONOMI SYARIAH  
PASCASARJANA  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM  
MALANG  
2020**

**LEMBAR PENGESAHAN TESIS**

Tesis dengan judul **ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP OUTSTANDING SUKUK DI INDONESIA** telah di uji dan di pertahankan di depan sidang dewan penguji pada tanggal 29 April 2020.

Dengan penguji :

Dr.Hj.Nanik Wahyuni, SE, M.Si,Ak.CA  
NIP 197203222008012005

(.....)  
Ketua Penguji

Dr.Indah Yuliana,SE.,MM  
NIP 1974091820031220004

(.....)  
Penguji Utama

Dr. H. Misbahul Munir,Lc, M.EI  
NIP 197507072005011005

(.....)  
Pembimbing I

Eko Suprayitno,SE., M.Si, Ph.D  
NIP 197511091999031003

(.....)  
Pembimbing II

**Mengetahui,**  
Direktur Pascasarjana

(.....)  
Prof.Dr. Hj. Umi Sumbulah, M.Ag  
NIP 197208261998032002

### PERNYATAAN ORISINALITAS KARYA ILMIAH

Saya, yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Himas Maulida Rakhmawati

NIM : 17801015

Program Studi : Magister Ekonomi Syariah

Judul Tesis : Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap *Oustanding*  
Sukuk di Indonesia

Menyatakan bahwa tesis ini benar – benar karya saya sendiri, bukan plagiasi dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau keseluruhan. Pendapat atau temuan penelitian orang lain yang terdapat dalam tesis ini di kutip atau di rujuk sesuai kode etik penulisan karya ilmiah. Apabila di kemudian hari ternyata dalam tesis ini terbukti ada unsur plagiasi, maka saya bersedia untuk diproses sesuai peraturan yang berlaku.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar –benarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 11 Maret 2020

Hormat saya,



Himas Maulida Rakhmawati

NIM: 17801015

**MOTTO**

Life Must Go on



## PERSEMBAHAN

Tesis ini di persembahkan untuk :

- A. Kedua orang tua tercinta yang telah mencurahkan daya dan upayanya demi pendidikan anaknya tersayang



## Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis dan mendiskripsikan pengaruh variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi, dan neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Serta untuk menganalisis dan mendiskripsikan berapa besar kontribusi variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *vector error correction model* atau VECM. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data *time series* dengan periode tahun 2010 kuartal 1 sampai 2018 kuartal 4. Pengolahan data pada penelitian ini menggunakan Eviews8 sebagai alat uji penelitian.

Hasil VECM menyatakan bahwa variabel makroekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia dalam jangka pendek. Sedangkan dalam jangka panjang, variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga dan neraca perdagangan memiliki hubungan yang signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Selain itu berdasarkan uji *variance decomposition*, variabel suku bunga merupakan variabel yang paling banyak berkontribusi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia sejak periode ke dua sampai ke sepuluh.

**Kata Kunci :** Variabel Makroekonmi, *Oustanding* Sukuk, VECM.

## ABSTRACT

The purpose of this research is to analyze and describe the influence of economic growth variables, exchange rates, interest rates, inflation, trade balance to outstanding sukuk in Indonesia. And the second is to analyze and describe how much the contribution of economic growth, exchange rates, interest rates, inflation and trade balance to outstanding sukuk in Indonesia.

This research used vector error correction model or VECM method. In this study used time series data with period 2010 quarter 1 to 2018 quarter 4. Data processing in this study used Eviews8 as a research test tool.

The VECM results that all variable of macroeconomy have no significant relationship to outstanding sukuk in Indonesia in the short term. While in the long run, the variables of economic growth, exchange rates, interest rates and trade transfers have a significant relationship to outstanding sukuk in Indonesia. In addition, based on the variance decomposition test, the interest rate variable is the variable that has most contributed to outstanding sukuk in Indonesia from the second to the tenth period.

**Keywords:** Macroeconomic variables, Outstanding Sukuk, VECM.

## المستلخص

يهدف هذا البحث إلى تحليل متغيرات النمو الاقتصادي، وأسعار الصرف، وأسعار الفائدة، والتضخم والميزان التجاري على تفوق الكفالة الإسلامية في إندونيسيا، وكذلك تحليل ووصف قيمة إسهام النمو الاقتصادي، وأسعار الصرف، وأسعار الفائدة، والتضخم على تفوق الكفالة الإسلامية في إندونيسيا.

يستخدم هذا البحث طريقة *vector error correction model* وتعتبر البيانات في هذا البحث هي بيانات *time series* من فترة الربع الأول 2010 إلى الربع الرابع 2018. تستخدم معالجة البيانات في هذا البحث *Eviews8* كأداة اختبار البحث.

تدل نتيجة *VECM* على أن متغيرات الاقتصاد الكلي لا تؤثر تأثيراً هاماً على تفوق الكفالة الإسلامية في إندونيسيا في فترة قصيرة. ولكن في فترة طويلة تكون متغيرات النمو الاقتصادي، وأسعار الصرف، وأسعار الفائدة، والميزان التجاري لها علاقة هامة على تفوق الكفالة الإسلامية في إندونيسيا. بجانب إلى ذلك، اعتماداً على نتيجة اختبار *variance decomposition*، تكون متغيرة أسعار الفائدة أكثر المتغيرات إسهاماً على تفوق الكفالة الإسلامية في إندونيسيا من فترة ثانية إلى فترة عاشرة.

الكلمات الرئيسية: متغيرات الاقتصاد الكلي، تفوق الكفالة الإسلامية، *VECM*

## KATA PENGANTAR

AssalamualaikumWr. Wb.

Ucapan syukur yang mendalam penulis panjatkan kepada bagi Allah SWT yang tak pernah berhenti melimpahkan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “ **Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Outstanding Sukuk di Indonesia**”. Tesis ini disusun untuk memenuhi sebagian persyaratan dalam memperoleh gelar Magister Ekonomi Syariah Program Studi Ekonomi Syariah Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang. Dalam proses penulisan tesis ini, penulis mendapat semangat, doa, bimbingan, saran, nasihat, penghiburan, dan bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Dr. H. Abdul Haris selaku Rektor Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Prof. Dr. Hj. Umi Sumbulah, M.Ag selaku Direktur Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
3. Dr. H. Ahmad Djalaluddin, Lc., M.A selaku Ketua Program Studi Magister Ekonomi Syariah Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
4. Dr. Misbahul Munir, M.EI selaku dosen pembimbing I yang telah meluangkan waktu, memberikan banyak saran dan kontribusi pemikiran dalam tesis ini.
5. Bapak Eko Suprayitno, S.E, M.Si, PhD selaku dosen pembimbing II yang telah meluangkan waktu dan memberikan banyak kontribusi pemikiran dalam tesis ini.

6. Seluruh dosen Program Studi Pascasarjana Magister Ekonomi Syariah Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
7. Orang tua tercinta, Ibu Tri Esti, Ayah Sucahyono, serta keluarga besar lainnya terima kasih atas doa tulus dan segala dukungan moril serta materil lainnya.
8. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan namun banyak memberikan kontribusi positif terhadap tesis ini.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam penyusunan tesis ini. Oleh karena itu, penulis sangat mengharapkan saran dan kritik yang membangun dari berbagai pihak guna menyempurnakan tesis ini.

WassalamualaikumWr. Wb.

Malang, 11 Maret 2020.

Penulis,



Himas Maulida R  
17801015

## DAFTAR ISI

Halaman Sampul.....	i
Halaman Judul.....	ii
Lembar Persetujuan.....	iii
Daftar Isi.....	iii
Daftar Tabel.....	iv
Daftar Lampiran.....	v
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah.....	8
C. Tujuan Penelitian.....	9
D. Manfaat Penelitian.....	9
E. Ruang Lingkup Penelitian.....	9
F. Orisinalitas Penelitian.....	11
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA.....</b>	<b>23</b>
A. Pengantar.....	23
B. Landasan Teori.....	
1. Teori Investasi.....	30
2. Teori <i>Marginal Efficiency of Investment</i> .....	33
3. Pasar Modal.....	34
4. Tobin Q.....	37
5. Obligasi Syariah.....	38
6. Faktor Yang Mempengaruhi Ketersediaan Sukuk.....	44
7. Hubungan Variabel Makroekonomi dan Sukuk.....	61
C. Kerangka Berpikir.....	69
D. Hipotesis dan Model Analisis.....	72

<b>BAB III METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>75</b>
A. Kerangka Konsep .....	75
B. Jenis Penelitian dan Pendekatan Penelitian.....	77
C. Identifikasi Variabel.....	78
D. Definisi Operasional.....	79
E. Jenis dan Sumber Data .....	83
F. Teknik Pengumpulan Data.....	84
G. Estimasi VECM.....	89
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN.....</b>	<b>93</b>
A. Deskripsi Variabel Penelitian.....	93
B. Pengujian Hipotesis.....	110
<b>BAB V PEMBAHASAN.....</b>	<b>138</b>
A. Pengaruh Variabel Pertumbuhan Ekonomi, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi Dan Neraca Perdagangan Terhadap <i>Oustanding</i> Sukuk di Indonesia.....	138
B. Kontribusi Variabel Pertumbuhan Ekonomi, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi Dan Neraca Perdagangan Terhadap <i>Oustanding</i> Sukuk di Indonesia.....	145
<b>BAB VI PENUTUP.....</b>	<b>149</b>
A. Kesimpulan.....	149
B. Implikasi Teoritis.....	150
C. Saran.....	151
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>153</b>

## DAFTAR TABEL

<b>No. Tabel</b>	<b>Judul</b>	<b>Halaman</b>
Tabel 2.1	Ringkasan Studi Empiris Pengaruh Investasi Pada Perekonomian.....	25
Tabel 2.2	Ringkasan Studi Empiris Kontribusi Sukuk.....	26
Tabel 2.3	Ringkasan Penelitian Pengaruh Sukuk Pada Level Makroekonomi Perusahaan dan Makroekonomi Negara.....	27
Tabel 3.1	Jenis dan Sumber Data.....	83
Tabel 4.1	Analisis Deskriptif.....	93
Tabel 4.2	Hasil Uji Sationeritas.....	111
Tabel 4.3	Hasil Uji Lag Length Criteria.....	113
Tabel 4.4	Hasil Uji Kointegrasi.....	114
Tabel 4.4	Hasil Uji Granger Causality.....	115
Tabel 4.5	Hasil Estimasi Jangka Pendek.....	119
Tabel 4.6	Hasil Estimasi Jangka Panjang.....	124
Tabel 4.7	Hasil Uji Variance Decomposition Outstanding Sukuk.....	130
Tabel 4.8	Hasil Uji Variance Decomposition Pertumbuhan Ekonomi.....	131
Tabel 4.9	Hasil Uji Variance Decomposition Nilai Tukar.....	132
Tabel 4.10	Hasil Uji Variance Decomposition Suku Bunga.....	134
Tabel 4.11	Hasil Uji Variance Decomposition Inflasi.....	135
Tabel 4.12	Hasil Uji Variance Decomposition Neraca Perdagangan.....	136

## DAFTAR GAMBAR

<b>No. Gambar</b>	<b>Judul</b>	<b>Halaman</b>
Gambar 2.1	Tingkat Pengembalian dan Tingkat Investasi.....	34
Gambar 2.2	Skema Kerangka Berpikir.....	71
Gambar 2.3	Skema Hipotesis.....	73
Gambar 3.1	Kerangka Konsep.....	75
Gambar 3.2	Ilustrasi Metode Penelitian.....	76
Gambar 3.3	Tahap Teknik Analisis.....	84
Gambar 3.4	Gambar Model VECM.....	86
Gambar 4.1	<i>Outstanding</i> Sukuk Di Indonesia.....	96
Gambar 4.2	Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia.....	98
Gambar 4.3	Nilai Tukar Di Indonesia.....	101
Gambar 4.4	Suku Bunga Di Indonesia.....	104
Gambar 4.5	Inflasi Di Indonesia.....	105
Gambar 4.6	Neraca Perdagangan Di Indonesia.....	109

## DAFTAR GRAFIK

Grafik 1.1	Variabel Makroekonomi dan Outstanding Sukuk Di Indonsia Tahun 2010 – 2015.....	2
------------	---	---



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	
1.....	158
Lampiran	
2.....	159
Lampiran	
3.....	177
Lampiran	
4.....	177
Lampiran	
5.....	181
Lampiran	
6.....	182
Lampiran	
7.....	185
Lampiran	
8.....	186

## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang

Perkembangan sistem perekonomian dunia semakin modern dan terintegrasi, sehingga dapat mendorong mobilisasi aliran modal lintas negara. Islam memegang peranan penting dalam perkembangan sistem ekonomi, khususnya bagi perkembangan keuangan berbasis syariah.<sup>1</sup> Sejak tahun 1980an, banyak negara berkembang memberlakukan liberalisasi keuangan untuk meningkatkan aliran modal. Salah satu aliran modal tersebut dalam bentuk investasi portofolio. Bentuk investasi portofolio sangat beragam, antara lain adalah obligasi, reksa dana, *forex*, sukuk, reksa dana syariah dan lainnya. Ketidakpastian dalam arus investasi akan menimbulkan ketidakstabilan makroekonomi. Tingkat ketidakpastian dalam arus investasi akan berdampak pada penawaran uang (*money supply*), tingkat nilai tukar, dan volatilitas pasar saham.<sup>2</sup>

Indonesia merupakan negara berkembang dan seperti negara berkembang pada umumnya, akumulasi modal di Indonesia masih minim. Indonesia adalah salah satu negara *emerging market* yang dijadikan tempat untuk investasi. Peningkatan investasi portofolio ke Indonesia disebabkan karena kondisi keuangan internasional dan kondisi makroekonomi Indonesia semakin berkembang.<sup>3</sup> Perubahan yang terjadi pada faktor- faktor makroekonomi ini akan

---

<sup>1</sup>Azwar, "Pengaruh Penerbitan Sukuk Negara Sebagai Pembiayaan Defisit Fiskal Dan Kondisi Ekonomi Makro Terhadap Perkembangan Perbankan Syariah Di Indonesia".,2014,1:21.

<sup>2</sup>Dilip, P. and P. Wald, "Firm Characteristics and the Impact of Emerging Market Liberalisation", *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29:7, 1671–1695.

<sup>3</sup>Bank Indonesia, Laporan Perekonomian Indonesia, (Jakarta:Bank Indonesia,2004)

mempengaruhi pertumbuhan sukuk dan selanjutnya akan mempengaruhi ketersediaan sukuk itu sendiri.<sup>4</sup>

Secara umum, makro ekonomi adalah sebuah cabang ilmu ekonomi yang secara spesifik mempelajari mekanisme perekonomian yang bekerja secara keseluruhan. Makro ekonomi meliputi beberapa pokok bahasan, antara lain pembahasan tentang beberapa variabel ekonomi serta hubungan kausal antar variabel. Terdapat beberapa variabel yang berperan dalam kondisi makro ekonomi. Variabel tersebut akan mempengaruhi pengambilan kebijakan bagi sebuah negara, baik kebijakan jangka panjang maupun jangka pendek. Selain itu, dalam kajian makro ekonomi, kita mampu melihat secara luas kesulitan yang akan di hadapi sebuah perekonomian secara luas serta melihat peluang. Sehingga variabel makro ekonomi menjadi salah satu variabel yang berpengaruh secara luas terhadap sebuah perekonomian. Para ekonom makro menggunakan model dan persamaan matematis untuk menjelaskan variabel- variabel yang terkait dengan makro ekonomi.<sup>5</sup> Di antara variabel – variabel makro ekonomi yang dimaksud adalah variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, investasi, jumlah uang beredar, suku bunga, nilai tukar, kesempatan kerja dan neraca perdagangan.

Investasi merupakan salah satu variabel makroekonomi yang cukup menjadi sorotan penting bagi pemerintah. Hal ini di karenakan adanya investasi

---

<sup>4</sup> Aprilla, Azza dan , Eny Setyowati, *Analisis Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi Indonesia Tahun 2011-2018*, 2019.

<sup>5</sup> Gregory, Mankiw, *Teori Makroekonomi*. Jakarta: Erlanga, 2007.

akan mampu membantu pemerintah dalam mengurangi tingkat pengangguran, meningkatkan daya saing dan meningkatkan pendapatan perkapita. Selain itu, bagi masyarakat atau individu, investasi dapat digunakan sebagai penghasilan tetap dan berpotensi jangka panjang. Secara umum terdapat dua jenis investasi, yakni investasi pada *real asset* dan *financial asset*.

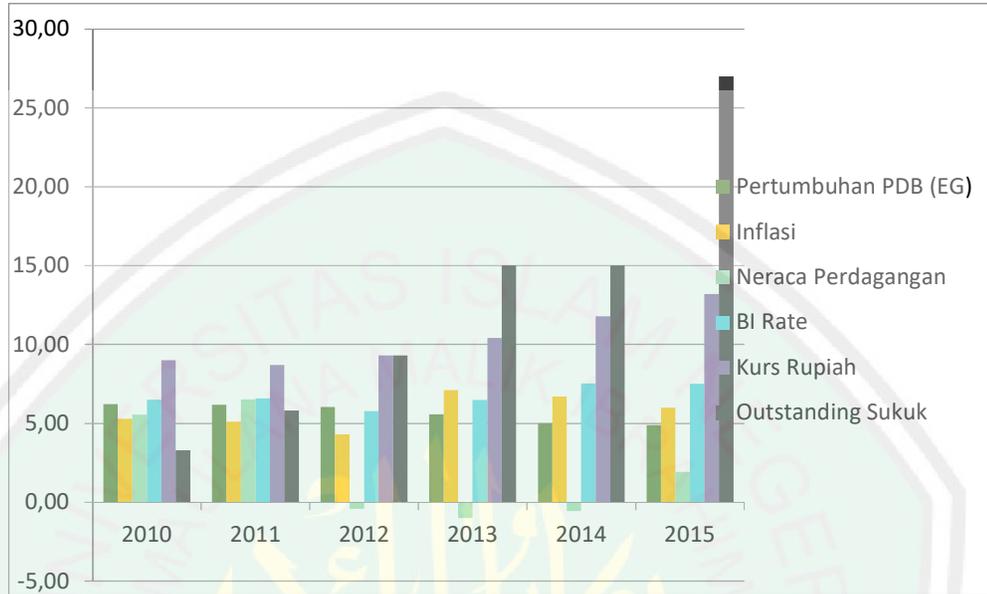
Investasi dalam bentuk *real asset* adalah sebuah investasi yang memiliki wujud. Salah satu bentuk *real asset* adalah tanah, rumah, emas, logam mulia dan lain sebagainya. Sedangkan yang di maksud dengan investasi dalam bentuk *financial asset* adalah investasi yang tidak memiliki wujud nyata akan tetapi memiliki nilai yang tinggi. Salah satu bentuk investasi dalam bentuk *financial asset* adalah obligasi, saham dan reksadana.

Obligasi merupakan salah satu bentuk *financial asset* yang cukup menguntungkan. Secara singkat obligasi merupakan surat utang. Obligasi di terbitkan oleh sebuah perusahaan atau pemerintah. Secara umum terdapat dua jenis obligasi, yakni obligasi konvensional dan obligasi syariah. Obligasi syariah lebih di kenal dengan istilah sukuk. Menurut fatwa dewan MUI, yang disebut sebagai sukuk adalah surat berharga jangka panjang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/ margin/ fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Sukuk juga dapat diterbitkan oleh perusahaan atau pemerintah. Sukuk yang di terbitkan oleh pemerintah disebut sebagai sukuk ritel (SR) sedangkan sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan swasta disebut sebagai sukuk korporasi.

Berdasarkan *Islamic Commercial Law Report 2017*, Indonesia berada diposisi keempat dengan nilai *outstanding* sukuk terbesar setelah UEA. Sejak tahun 2010, nilai *outstanding* sukuk di Indonesia terus cenderung mengalami peningkatan. Hal ini menimbulkan *gap* yang berbeda antara kondisi beberapa variabel makroekonomi dengan *outstanding* sukuk. Berdasarkan data yang ada, nilai beberapa variabel makroekonomi di Indonesia justru mengalami penurunan. Hal ini justru berbanding dengan nilai *outstanding* sukuk yang nilainya semakin meningkat cukup signifikan sejak tahun 2010 sampai tahun 2018 kuartal empat.

Secara umum, *outstanding* sukuk diartikan sebagai jumlah ketersediaan sukuk yang beredar di sebuah negara. Baik sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah atau sukuk yang diterbitkan oleh korporasi. Nilai ketersediaan sukuk tersebut dipengaruhi oleh beberapa variabel. Nilai *outstanding* sukuk penting untuk diperhatikan karena ketersediaan sukuk akan mempengaruhi besaran permintaan dan selanjutnya akan mempengaruhi harga sukuk itu sendiri.

**Grafik 1.1**  
**Variabel Makroekonomi Dan Outstanding Sukuk Di Indonesia Tahun 2010 - 2015**



Sumber : Badan Pusat Statistik, Bank Indonesia dan DJPPR. Data diolah

Grafik 1.1 di atas menunjukkan nilai variabel makroekonomi di Indonesia sejak tahun 2010 sampai 2015. Variabel makroekonomi tersebut terdiri dari pertumbuhan ekonomi, inflasi, suku bunga, neraca perdagangan dan kurs. Data pada grafik 1.1 menunjukkan bahwa nilai variabel makroekonomi di Indonesia mengalami fluktuasi setiap tahunnya. Tahun 2010 merupakan tahun dimana nilai variabel makroekonomi berada pada titik stabil. Dikatakan stabil karena pada tahun tersebut, nilai-nilai variabel ekonomi berada pada nilai yang tidak terlalu tinggi dan tidak terlalu rendah. Sedangkan pada tahun 2015, terdapat beberapa nilai variabel makroekonomi yang mengalami nilai cukup anjlok dibandingkan tahun sebelumnya. Hal ini juga berimbas pada nilai *outstanding* sukuk di Indonesia. Berdasarkan data dari BPS, menurunnya nilai beberapa variabel ekonomi tersebut di sebabkan oleh menurunnya konsumsi rumah tangga dalam negeri pada tahun tersebut. Akan tetapi dapat di lihat bahwa menurunnya nilai

variabel makroekonomi pada tahun tersebut tidak di ikuti oleh menurunnya nilai *outstanding* sukuk. Justru nilai *outstanding* sukuk di Indonesia pada tahun tersebut mengalami kenaikan yang cukup signifikan.

Indikator nilai *outstanding* sukuk dapat di tentukan dengan melihat jumlah permintaan. Nilai *outstanding* sukuk akan mengalami kenaikan jika permintaan terhadap sukuk itu sendiri mengalami kenaikan. Permintaan sukuk yang tinggi akan mendorong pemerintah untuk meningkatkan ketersediaan sukuk. Kenaikan nilai *outstanding* sukuk di Indonesia sejak tahun 2010 menunjukkan bahwa kesadaran masyarakat untuk melakukan investasi pada sektor *financial asset* semakin tinggi. Berdasarkan data yang diperoleh melalui kemenkeu, jumlah *outstanding* sukuk yang sampai tahun sejak tahun 2010 sampai 2018 kuartal empat mencapai 64 triliun rupiah.

Masyarakat memiliki peranan penting dalam roda perputaran investasi. Hubungan mekanisme transmisi moneter terhadap tingkat investasi pada umumnya dapat terjadi melalui jalur harga aset (*assets price channel*).<sup>6</sup> Mekanisme transmisi melalui harga aset menekankan bahwa kebijakan moneter seperti peningkatan jumlah uang beredar berpengaruh pada perubahan harga aset, seperti saham dan obligasi atau kekayaan masyarakat lainnya, yang selanjutnya memengaruhi pengeluaran investasi. Lain halnya apabila bank sentral melakukan kebijakan moneter yang bersifat kontraktif (menurunkan jumlah uang beredar), maka hal tersebut mampu mendorong peningkatan suku bunga, dan pada gilirannya akan menekan harga pasar aset perusahaan. Penurunan harga asset akan

---

<sup>6</sup>Dame, Siregar, “*Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Investasi Portofolio Asing di Indonesia.*” Bogor. Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor, 2011.

mengakibatkan dua hal. Pertama, penurunan ini akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan ekspansi. Kedua, akan menurunkan nilai kekayaan dan pendapatan, sehingga mengurangi pengeluaran investasi.<sup>7</sup>

Masyarakat yang melakukan investasi disebut sebagai investor. Investor akan tertarik melakukan investasi pada suatu negara yang memiliki kinerja ekonomi yang baik. Jika kinerja ekonomi makro menurun, maka investor akan cenderung menarik investasinya. Salah satu indikator kinerja ekonomi yang baik diukur dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi.<sup>8</sup> Tidak hanya pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi di Indonesia juga mengalami fluktuasi. Fluktuasi nilai inflasi dapat disebabkan berbagai faktor antara lain jumlah uang beredar, tingkat suku bunga BI rate, harga minyak dunia dan nilai tukar rupiah. Investasi yang masuk ke Indonesia menunjukkan semakin meningkatnya kepercayaan internasional dan nasional terhadap fundamental ekonomi Indonesia yang diperkuat dengan peningkatan rating Indonesia menjadi *investment grade*.<sup>9</sup>

Studi empiris Richard (2009) menjelaskan bahwa kondisi perekonomian suatu negara berkorelasi positif terhadap perkembangan obligasi di Indonesia. Negara dengan perekonomian makro yang stabil salah satunya ditandai dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkelanjutan serta tingkat inflasi yang rendah dan stabil sehingga dapat menjadi faktor penarik investor untuk

---

<sup>7</sup>*Ibid*

<sup>8</sup>Dua, Kasim and Garg, Murde., "Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigeria". European Journal of Business and Management.,2013,Vol. 5. No. 2.

<sup>9</sup> Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2007*.(Jakarta: Bank Indonesia, 2007)

menginvestasikan modalnya baik berupa saham, baik obligasi, reksadana, forex ataupun sukuk.<sup>10</sup>

Menurut Rosyida (2016), nilai tukar merupakan salah satu faktor makroekonomi yang paling penting dalam perekonomian terbuka dan memiliki efek langsung pada faktor-faktor ekonomi makro seperti investasi. Lebih lanjut ia menjelaskan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif terhadap obligasi syariah (sukuk) di Indonesia.<sup>11</sup> Penelitian lain yang ditulis oleh Waqas (2015) menjelaskan bahwa depresiasi mata uang negara domestik dapat memotivasi investor untuk berinvestasi. Depresiasi akan menyebabkan *return* yang lebih tinggi. Ketidakpastian pada nilai tukar juga menjadi salah satu faktor penentu bagi investor. Perubahan yang secara tiba-tiba dan tidak bisa diduga pada nilai tukar dapat mempengaruhi nilai investasi pada suatu negara.<sup>12</sup>

Variabel makroekonomi lainnya yang menjadi salah satu indikator adalah suku bunga. Penelitian yang dilakukan Waqas dkk (2015) juga menyatakan bahwa jika tingkat suku bunga di dalam negeri lebih tinggi daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka akan lebih menguntungkan para investor untuk melakukan pembelian investasi dalam negeri, tetapi sebaliknya, jika tingkat suku bunga di dalam negeri lebih rendah daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi asing.<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup>Noviandi, Lubis, *Analisis Pengaruh Nilai Kurs, Suku Bunga Deposito dan GDP Terhadap Permintaan Obligasi Swasta di Indonesia*, 2009.

<sup>11</sup>Dwi Rosida, A, *Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi di Indonesia (Periode Januari 2010 – Juli 2015)*, 2016.

<sup>12</sup>Waqas et al, *Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility : A case of South Asian Countries*. Future Business Journal, 2015, 65-67

<sup>13</sup>Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2010*.(Jakarta: Bank Indonesia, 2010)

Laporan perekonomian Bank Indonesia 2010 menyatakan bahwa kinerja ekspor semakin menurun. Penurunan ekspor ternyata diikuti oleh peningkatan jumlah impor, khususnya barang modal dan bahan baku. Hal tersebut kemudian berdampak pada ikhtisar neraca perdagangan. Sejalan dengan peningkatan impor, FDI mengalami peningkatan yang mampu menutupi defisit neraca transaksi berjalan.<sup>14</sup> Perkembangan neraca perdagangan yang ditunjukkan dengan selisih nilai ekspor dan impor menjadi salah satu indikator makroekonomi yang digunakan oleh investor untuk melakukan investasi. Hal ini disebabkan karena perkembangan neraca perdagangan mampu menunjukkan kondisi perdagangan internasional suatu negara.

Studi tentang investasi pada obligasi syariah (sukuk) sudah dilakukan oleh Ivan dan Deni pada tahun 2017. Studi yang dilakukan Ivan dan Deni (2017) menggunakan objek penelitian di Indonesia dengan periode penelitian tahun 2013 sampai 2015. Studi yang dilakukan Ivan (2017) menggunakan metode regresi linier berganda dan menyimpulkan bahwa jumlah uang beredar, indeks produksi industri dan inflasi serta variabel makro lainnya berdampak positif dan signifikan terhadap pertumbuhan sukuk. Sedangkan variable kurs, oil price dan deposito mudharabah berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia.

Sementara penelitian lain yang ditulis oleh Arafat (2018) menyatakan bahwa perkembangan ekonomi, tabungan, inflasi, kurs, harga minyak, dan perdagangan internasional mempengaruhi pasar sukuk di negara GCC (Gulf Cooperation Council). Berdasarkan perbedaan hasil tersebut, maka studi ini

---

<sup>14</sup>Dwi Rosida, A, *Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi di Indonesia (Periode Januari 2010 – Juli 2015)*, 2016.

melakukan penelitian tentang *outstanding* sukuk negara di Indonesia. Negara Indonesia dijadikan objek penelitian karena kondisi keuangan internasional Indonesia semakin berkembang dan kinerja ekonomi lebih baik dibandingkan negara *emerging market* yang lain. Studi ini menggunakan pertumbuhan ekonomi, kurs, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan sebagai variabel makroekonomi yang diduga mempengaruhi nilai *outstanding* sukuk di Indonesia.

Terdapat perbedaan yang mendasar antara teori dengan realita yang ada. Teori menyatakan bahwa variabel makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, inflasi, suku bunga, nilai tukar dan lain-lain akan mempengaruhi investasi, baik investasi pada sektor riil maupun pada sektor keuangan. Seperti teori yang dikemukakan oleh Adam Smith. Adam Smith menyatakan bahwa terciptanya kondisi investasi yang baik dipengaruhi oleh bertambahnya jumlah penduduk yang mampu mendorong adanya spesialisasi kerja. Akan tetapi, berdasarkan data yang ada, banyaknya jumlah penduduk di Indonesia belum mampu mendorong nilai beberapa variabel makroekonomi. Nilai beberapa variabel makroekonomi cenderung menurun sejak lima tahun terakhir. Akan tetapi, hal ini berbanding terbalik dengan nilai *outstanding* sukuk ritel di Indonesia yang justru mengalami peningkatan sejak lima tahun terakhir.

Sukuk negara atau yang lebih dikenal dengan istilah sukuk ritel (SR) penting untuk diteliti karena sukuk ritel merupakan salah satu instrument investasi portofolio yang cenderung lebih aman, terjangkau dan lebih menguntungkan dibandingkan instrument lainnya. Selain itu, sukuk turut andil dalam menentukan keseimbangan neraca pembayaran serta memberikan kontribusi positif pada

pengembangan pasar modal domestik. Penelitian ini fokus pada variabel-variabel makroekonomi yang mempengaruhi nilai *outstanding* sukuk di Indonesia. Oleh karena itu, penulis melakukan penelitian ini dengan judul “*Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Outstanding Sukuk di Indonesia*”. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data *time series*. Metode penelitian yang digunakan studi ini adalah *vector error correction model* (VECM) dengan periode tahun 2010 kuartal 1 sampai tahun 2018 kuartal 4. VECM merupakan pengembangan model VAR untuk analisis lebih mendalam dengan mempertimbangkan adanya perilaku data yang tidak stasioner.

#### **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian pada latar belakang di atas, maka penelitian ini merumuskan permasalahan penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia?
2. Berapa besar kontribusi variabel pertumbuhan ekonomi, kurs, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia ?

#### **C. Tujuan Penelitian**

Sesuai dengan rumusan masalah di atas, tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Menganalisis dan mendiskripsikan pengaruh variabel pertumbuhan ekonomi, kurs, suku bunga, inflasi, neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia.
2. Menganalisis dan mendisripsikan berapa besar kontribusi variabel pertumbuhan ekonomi, kurs, suku bunga, inflasi dan neraca perdagngan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia.

#### **D. Manfaat Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, antara lain :

1. Bagi akademisi, diharapkan dapat menjadi bahan acuan bagi penelitian selanjutnya dan dapat menjadi referensi dalam pengembangan ilmu ekonomi syariah khususnya ilmu ekonomi makro moneter serta diharapkan penelitian selanjutnya dapat memperbarui data yang ada.
2. Bagi pemerintah, diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan terutama kebijakan yang berkaitan dengan investasi dan pasar modal di Indonesia.
3. Bagi Bank Indonesia, diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan suku bunga.

#### **E. Ruang Lingkup Penelitian**

Penelitian ini merupakan salah satu penelitian yang menggunakan pendekatan kuantitatif. Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk menguji,

mendeskripsikan dan menganalisis fenomena yang ada dengan teori dalam ekonomi. Penelitian ini fokus untuk menguji dan menganalisis pengaruh variabel pertumbuhan ekonomi, kurs, suku bunga, inflasi dan defisit neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode *vector error correction model* (VECM). Analisis data menggunakan metode VECM untuk melihat bagaimana pengaruh variabel makroekonomi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia serta untuk menganalisis berapa besar kontribusi variabel makroekonomi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data *time series*, dengan periode tahun 2010Q1 – 2018Q4. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diambil dari beberapa website resmi pemerintah, seperti BI , DJPPR, BPS, BEI dan lain sebagainya.

Selain dari beberapa website resmi, data pada penelitian ini diambil dari beberapa jurnal atau buku yang terkait dengan penelitian.

#### F. Penelitian Terdahulu Dan Originalitas Penelitian

No	Nama, Tahun, dan Judul	Variabel	Metode	Hasil
1.	Nursilah, A. et al. 2012. <i>Economic Forces and The Sukuk Market.</i>	GDP, PPI, CPI, Sukuk	VAR	Hasil penelitian yang di lakukan oleh Nursilah menunjukkan bahwa GDP adalah variabel makroekonomi yang paling mempengaruhi sukuk. Penelitian ini menggunakan metode VAR dan menggunakan hasil uji IRF. Penelitian ini menggunakan data tahun 1996 sampai 2011.
2.	Ivan Hannoeriadi & Deni Lubis. 2017. Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia.	Jumlah uang beredar, IPI, inflasi, kurs, deposito mudharabah.	Regresi linier berganda	Dengan menggunakan metode regresi linier berganda, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa jumlah uang beredar, IPI ( <i>industrial price index</i> ), dan inflasi memiliki pengaruh yang positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Sedangkan variabel kurs dan deposito mudharabah menunjukkan hasil yang tidak berpengaruh. Metode regresi linier berganda dipilih dalam penelitian ini karena metode tersebut di nilai merupakan salah satu metode dalam statistika yang sederhana dan mampu menganalisis hasil dengan tepat.
3.	Siti Aisyah S. 2019. <i>Macroeconomic Impacts on Sukuk Performance in</i>	Sukuk, kurs, inflasi, BI rate, harga minyak, harga emas	VECM	Berdasarkan hasil uji analisis, data yang ada tidak stasioner sehingga pengujian di lanjutkan dengan menggunakan metode VECM. Metode VECM di gunakan untuk melihat pengaruh pada jangka panjang dan jangka pendek. Pada penelitian ini, variabel kurs, inflasi dan harga emas berpengaruh terhadap sukuk performance dalam jangka panjang. Sedangkan dalam jangka pendek variabel



	Market in Indonesia: A Comparative Analysis Between Sukuk And Bonds Market			karena terdapat beberapa variabel yang tidak stasioner. Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel infasi, kurs dan BI rate berpengaruh negatif signifikan terhadap pasar sukuk dan obligasi di Indonesia. sedangkan dalam jangka pendek, variabel inflasi, kurs dan BI rate tidak berpengaruh terhadap obligasi dan sukuk di Indonesia.
7.	Tyas Ardian. 2014. Analisis Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi Konvensional di Indonesia (Studi Kasus Pada Perusahaan Listed di BEI)	Bond yield, BI rate, inflasi, GDP, bond rating	Regresi linier berganda . Tahun 2008-2011	Penelitian ini menggunakan lima variabel, yakni bond yield, BI rate, inflasi, GDP, dan bond rating. Metode yang digunakan adalah regresi linier berganda. Objek penelitian yang digunakan adalah negara Indonesia. Jenis data pada penelitian ini adalah data sekunder pada tahun 2008 sampai tahun 2011. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel BI rate dan inflasi berpengaruh positif terhadap bond yield, sedangkan GDP dan bond rating berpengaruh negative terhadap bond yield di Indonesia.
8.	Rosyida Dwi Ayuningtyas. 2017. Faktor yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi di Indonesia.	Suku bunga, bagi hasil, harga SBSN IFR 003, kurs, IPI	ECM. 2010-2015, meneliti 3 perusahaan besar, yaitu PLN, Indosat dan Muamalat	Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah ECM. ECM digunakan untuk melihat keseimbangan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data time series. Hasil menunjukkan bahwa variabel harga asset, kurs dan IPI berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah (sukuk) dalam jangka panjang. Sedangkan variabel suku bunga dan bagi hasil berpengaruh terhadap harga obligasi syariah dalam jangka pendek.

9.	Azwar. 2014. Pengaruh Penerbitan Sukuk Negara Sebagai Pembiayaan Defisit Fiskal dan Makroekonomi Terhadap Perbankan Syariah.	Sukuk negara, nilai tukar, inflasi	Regresi linier berganda. Tahun 2011-2014	Penelitian ini menggunakan tiga variabel, yakni sukuk ritel atau sukuk negara, nilai tukar dan inflasi. Objek penelitiannya adalah negara Indonesia. Metode yang digunakan adalah regresi linier berganda. Data yang digunakan merupakan jenis data sekunder tahun 2011 sampai 2014. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel nilai tukar dan inflasi berpengaruh negatif terhadap perkembangan perbankan syariah. Sedangkan variabel sukuk negara tidak berpengaruh terhadap perkembangan perbankan syariah di Indonesia.
10.	Pettersin Ekeocha & Victor Adebayo. 2012. Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria	Market capitalization, real exchange rate, real interest rate, real gross domestic product and trade openness.	VECM. Tahun 1981- 2010	Penelitian ini menggunakan lima variabel yakni <i>market capitalization, real exchange rate, real interest rate, real gross domestic product and trade openness</i> . Objek penelitiannya adalah negara Nigeria. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel <i>market capitalization</i> dan <i>trade openness</i> berpengaruh positif dalam jangka panjang. Dan <i>real exchange rate, real interest rate, real gross domestic product</i> berpengaruh terhadap <i>foreign portofolio investmnet</i> dalam jangka pendek di Nigeria.
11.	Aktham I Maghyereh B.A. 2016. Dynamic Transmission Between Sukuk and Bond Markets	Return and Volatility	Dynamic Spillovers Index. GARCH	Penelitian ini menggunakan data sekunder untuk membentuk transmisi pada sukuk dan obligasi. Variabel yang digunakan yakni volatilitas dan return obligasi dan sukuk. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat transmisi yang berbeda pada sukuk & obligasi dan menyebabkan perbedaan alokasi aset antara sukuk dan obligasi di negara Malaysia.

12.	Devi Dwi Kurniawati. Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Pasar Modal Syariah	Sukuk di Indonesia	Deskriptif. Tahun 2008- 2012	Penelitian ini fokus hanya pada variabel sukuk di Indonesia. penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perkembangan sukuk. Data yang di gunakan yakni data sekunder pada tahun 2008 sampai 2012. Hasil analisis menunjukkan bahwa jika dilihat dari jumlah penerbitan sukuk, perkembangan sukuk di Inodnesia memiliki grafik yang meningkat setiap tahunnya.
13.	Nader Naifar, 2015. Do Global Risk Factors and Macroeconomic Conditions Affect Global Islamic Index Dynamics?	Variabel makroekonomi dianggap berpengaruh terhadap return	Quantile Regression Approach	Penelitian ini menggunakan dua variabel makro yakni return dan volatilitas. Data yang di gunakan merupakan data sekunder. Sedangkan metode yang di gunakan adalah pendekatan kuantil regresi. Hasil analisis kuantil regresi menunjukkan bahwa variabel volatilitas berpengaruh signifikan terhadap return.

Sumber : 2020, data diolah

Berikut adalah tabel persamaan dan perbedaan penelitian terdahulu dan penelitian saat ini :

No.	Nama Peneliti, Tahun dan Judul Penelitian	Persamaan	Perbedaan	Originalitas Penelitian
1.	Nursilah Ahmad,dkk. 2012. <i>Economic Forces and The Sukuk Market</i>	Menggunakan variabel independen pertumbuhan ekonomi, PPI, CPI. Menggunakan metode yang sama, yaitu VAR.	Objek penelitian yang berbeda dan variabel dependen yang juga berbeda.	Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada fenomena kondisi makro ekonomi negara Indonesia, yang salah satunya tercermin dari defisit neraca perdagangan. Selain itu objek penelitian yang dilakukan juga berbeda. Peneliti terdahulu menggunakan VAR dan penelitian saat ini menggunakan VECM. Jumlah variabel pada penelitian terdahulu sebanyak tiga variabel. Sedangkan pada penelitian saat ini sebanyak lima variabel.
2.	Ivan Hannoeriadi & Deni Lubis. 2017. Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk di Indonesia	Menggunakan variabel inflasi dan kurs.	Menggunakan variabel sukuk negara sebagai acuan	Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada jumlah variabel yang di analisis. Selain itu, penelitian saat ini menggunakan sukuk negara sebagai acuan pada variabel makroekonomi. Sedangkan penelitian terdahulu menggunakan sukuk korporasi. Pada penelitian saat ini menggunakan lima variabel makroekonomi sebagai acuan dalam analisis ketersediaan sukuk.

<p><b>3.</b></p>	<p>Siti Aisiyah S. 2019. Macroeconomic Impacts on Sukuk Performance in Indonesia: Co-integration and VECM Approach</p>	<p>Menggunakan sukuk, kurs, inflasi, dan BI rate. Dan menggunakan objek yang sama, yaitu Indonesia.</p>	<p>Menggunakan metode yg berbeda dan menggunakan ukuran variabel makroekonomi yang berbeda</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada jumlah variabel. Penelitian terdahulu menggunakan empat variabel, sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan lima variabel. Selain itu, penelitian terdahulu menggunakan sukuk korporasi sebagai variabel dependen. Sedangkan penelitian saat ini fokus pada outstanding sukuk negara yang ada di Indonesia.</p>
<p><b>4.</b></p>	<p>Arafat Mansoor. Dkk. 2018. The Role of Macroeconomic Factor on Sukuk Market Development of GCC countries</p>	<p>Menggunakan variabel inflasi dan kurs sebagai salah satu indikator makroekonomi</p>	<p>Tahun penelitian, objek dan metode yang di gunakan</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada objek yang di gunakan. Penelitian terdahulu membandingkan hasil analisis dengan beberapa negara di GCC country. Sedangkan penelitian saat ini fokus pada negara Indonesia. Selain itu, penelitian saat ini menggunakan metode VECM guna melihat pengaruhnya pada jangka pendek dan jangka panjang.</p>
<p><b>5.</b></p>	<p>Aisha Aden &amp; Mansur Masih. Do Macroeconomic Variables Effect Stock Sukuk Correlation in The Regional Markets?</p>	<p>Menggunakan indikator makroekonomi inflasi, BI rate dan kurs</p>	<p>Terdapat lima variabel makroekonomi dalam penelitian terbaru</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada jumlah variabel yang di gunakan. Penelitian terdahulu menggunakan tiga variabel makro. Sedangkan penelitian saat ini menggunakan variabel GDP dan neraca perdagangan sebagai salah satu variabel makroekonomi dan fokus hanya pada negara Indonesia. Pada penelitian terdahulu fokus pada GCC country. Metode yang di gunakan pada penelitian terdahulu dan penelitian saat ini berbeda. Penelitian terdahulu menggunakan metode DOLS dan FM OLS, sedangkan penelitian saat ini menggunakan metode VECM.</p>

<p>6.</p>	<p>Suriani,dkk.2018. Macroeconomics Determinants of The Capital Market in Indonesia: A Comparative Analysis Between Sukuk and Bonds Market.</p>	<p>Menggunakan variabel inflasi, kurs dan BI rate. Serta menggunakan objek kajian yang sama, yaitu Indonesia</p>	<p>Hanya fokus pada sukuk saja tanpa membandingkan dengan obligasi konvensional.</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada jumlah variabel makro yang di gunakan. Selain itu, pada penelitian saat ini lebih fokus hanya pada sukuk dan tidak membandingkan dengan obligasi konvensional. Penelitian saat ini menggunakan varaiabel ketersediaan sukuk sebagai variabel dependen.</p>
<p>7.</p>	<p>Tyas Ardian,S. Prasetiono. 2014. Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi Konvensional Di Indonesia (Studi Kasus Pada Perusahaan Listed di BEI ).</p>	<p>Menggunakan BI rate, GDP dan Inflasi sebagai salah satu variabel makroekonomi</p>	<p>Menggunakan variabel dependen yang berbeda dan metode yang berbeda.</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada metode yang digunakan. Metode yang di gunakan pada penelitian terdahulu yakni regresi linier berganda. Sedangkan penelitian saat ini menggunakan metode VECM. Penelitian saat ini fokus untu mengukur dan menganalisis perubahan tingkat ketersediaan sukuk jika terdapat beberapa varaiabel makroekonomi yang nialianya berubah.</p>

<p><b>8.</b></p>	<p>Rosyida Dwi Ayuningtyas. 2017. Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi Indonesia</p>	<p>Menggunakan kurs sebagai salah satu variabel makroekonomi.</p>	<p>Menggunakan variabel dependen yang berbeda. Selain itu metode penelitian yang digunakan juga berbeda.</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada jumlah variabel makroekonomi. Selain itu penelitian saat ini menganalisis variabel makroekonomi apa yang paling mempengaruhi variabel dependen. Penelitian terdahulu menggunakan variabel harga obligasi sebagai variabel dependen. Sedangkan pada penelitian saat ini menggunakan variabel ketersediaan sukuk sebagai variabel dependen.</p>
<p><b>9.</b></p>	<p>Azwar.2014. Pengaruh Penerbitan SBSN Sebagai Pembiayaan Defisit Terhadap Perkembangan Perbankan Syariah di Indonesia</p>	<p>Fokus menggunakan sukuk negara dan pengaruhnya terhadap perbankan syariah.</p>	<p>Menggunakan beberapa variabel makroekonomi.</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada metode penelitian yang di gunakan. Metode yang di gunakan pada penelitian saat ini adalah VECM. Sedangkan pada penelitian terdahulu menggunakan regresi linier berganda. Selain itu, penelitian saat ini lebih fokus pada sukuk negara dengan melihat perubahan nilai pada ketersediaan sukuk jika terdapat variabel makroekonomi yang berubah. Selain itu, penelitian saat ini tidak menggunakan variabel perbankan syariah sebagai variabel dependen.</p>
<p><b>10.</b></p>	<p>Ekeocha, dkk. 2012. <i>Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria</i></p>	<p>Menggunakan kurs, suku bunga dan GDP sebagai salah satu variabel makroekonomi.</p>	<p>Fokus pada <i>Foreign Portfolio Investment</i> di negara Nigeria.</p>	<p>Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada objek penelitian. Penelitian terdahulu menggunakan Nigeria sebagai objek penelitian. Selain itu penelitian saat ini membahas lebih dalam tentang jenis investasi portofolio, yaitu berupa sukuk yang diukur dengan nilai <i>outstanding</i> (ketersediaan) dengan objek penelitian di Indonesia.</p>

<b>11.</b>	Aktham I. Maghyereh B.A. 2016. <i>Dynamic Transmission Between Sukuk and Bond Markets.</i>	Menggunakan variabel suku bunga sebagai salah satu faktor penentu transmisi.	Hanya fokus membahas perbedaan transmisi pada sukuk dan obligasi.	Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada pengaruhnya variabel makroekonomi terhadap ketersediaan sukuk di Indonesia. Sedangkan penelitian terdahulu fokus pada perubahan transmisi. Selain itu penelitian saat ini fokus menganalisis perkembangan sukuk negara. Serta fokus untuk melihat seberapa besar kontribusi variabel makroekonomi terhadap ketersediaan sukuk di Indonesia.
<b>12.</b>	Devi Kurniawati. Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah	Menganalisis ketersediaan sukuk negara di Indonesia.	Menggunakan metode yang berbeda.	Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada metode yang di gunakan. Penelitian terdahulu menggunakan metode analisis deskriptif. Sedangkan penelitian saat ini menggunakan metode VECM. Selain itu penelitian saat ini fokus pada hubungan antara ketersediaan sukuk dengan beberapa variabel makroekonomi di Indonesia.
<b>13.</b>	Nader Naifar. 2015. <i>Do global risk factors and macroeconomic conditions affect global Islamic index dynamics ? a quantile regression approach</i>	Menganalisis <i>Islamic index</i> dan kondisi makroekonomi suatu negara.	Menggunakan metode yang berbeda serta menggunakan variabel yang berbeda	Perbedaan antara penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada variabel makroekonomi. Selain itu metode yang digunakan pada penelitian terdahulu adalah metode kuantil regresi. Sedangkan penelitian saat ini menggunakan metode VECM. Penelitian saat ini fokus pada jumlah ketersediaan sukuk negara di Indonesia.

Sumber : 2020, data di olah.

Tabel di atas menunjukkan beberapa penelitian terdahulu yang terkait dengan sukuk dan variabel makroekonomi di beberapa negara yang berbeda. Selain itu, tabel di atas juga menyajikan hasil dari penelitian terdahulu dan metode yang digunakan dalam penelitian tersebut. Tabel kedua menunjukkan persamaan dan perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian saat ini.

Perbedaan antara penelitian terdahulu dengan penelitian yang saat ini bahwa peneliti menggunakan lima indikator variabel makroekonomi yaitu pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan. Peneliti menemukan fenomena bahwa terjadi defisit neraca perdagangan sejak beberapa tahun terakhir, akan tetapi nilai *outstanding* sukuk justru cenderung meningkat. Sehingga peneliti menggunakan variabel neraca perdagangan sebagai salah satu indikator makroekonomi.

Selain itu penelitian ini menggunakan Indonesia sebagai objek penelitian dan tidak membandingkan dengan negara lain. Kebaruan pada penelitian ini yakni dengan menggunakan metode VECM. VECM adalah salah satu metode analisis ekonometrika yang mampu menjelaskan pengaruh antara variabel makroekonomi dengan nilai *outstanding* sukuk di Indonesia dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Selain itu VECM mampu menjelaskan seberapa besar kontribusi variabel makroekonomi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia melalui uji *forecast error variance decomposition* atau yang sering disebut sebagai uji *variance decomposition*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dari beberapa website resmi milik pemerintah. Penelitian ini menggunakan data periode tahun 2010 kuartal 1 – 2018 kuartal 4. Pada tahun 2010 kondisi perekonomian Indonesia tergolong kondisi yang cukup stabil. Begitu pula pada tahun 2018, kondisi makro ekonomi dinilai sangat stabil sehingga mampu mendorong beberapa sektor perekonomian. Akan tetapi disisi lain, berdasarkan data yang diperoleh melalui BPS, tahun 2018 adalah tahun terburuk defisit neraca perdagangan yakni sebesar 8,57 miliar US\$. Defisit tersebut di nilai defisit yang cukup parah sejak beberapa tahun terakhir. Defisit neraca perdagangan akan mempengaruhi kegiatan perekonomian sebuah negara.



## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA**

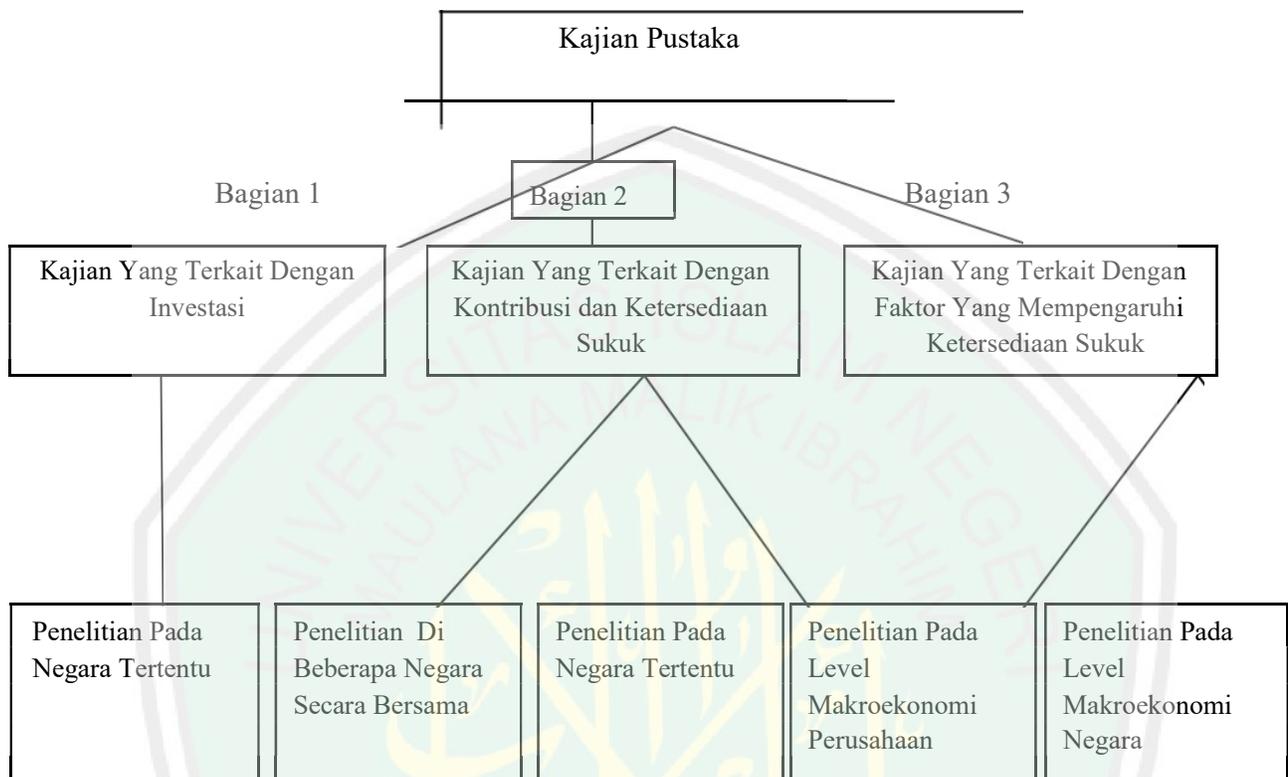
#### **A. Pengantar**

Investasi merupakan salah satu kegiatan ekonomi yang mampu mendorong pertumbuhan dan pembangunan ekonomi. Pentingnya investasi akan berdampak luas pada beberapa variabel ekonomi. Investasi dapat dilakukan dalam bentuk sektor riil maupun sektor keuangan. Investasi yang dilakukan pada sektor riil dapat berupa emas, tanah, properti, dan lain-lain. Sedangkan investasi dalam sektor keuangan dapat dilakukan dengan berinvestasi pada saham, obligasi, reksadana, dan lain-lain. Pada sektor keuangan islam, investasi dapat dilakukan pada saham syariah, obligasi syariah (sukuk), dan reksadana syariah.

Sukuk merupakan salah satu instrument investasi dalam sektor keuangan Islam. Keberadaan sukuk mampu mendorong berbagai macam pertumbuhan dan pembangunan ekonomi. Salah satunya adalah digunakan pembiayaan proyek besar, baik proyek pemerintah maupun proyek swasta. Berdasarkan data yang ada, sukuk mampu berkontribusi dalam pembiayaan pembangunan infrastruktur di Indonesia.

Ketersediaan sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh beberapa faktor, terutama faktor makroekonomi. Beberapa faktor ekonomi tersebut antara lain, suku bunga, inflasi, nilai tukar dan lainnya. Penelitian tentang hubungan variabel makroekonomi dan sukuk telah dilakukan sebelumnya. Hubungan antara variabel makroekonomi dan sukuk dapat diilustrasikan pada gambar 2.1 berikut .

**Gambar 2.1**  
**Klasifikasi Kajian Pustaka**



Sumber : 2020, data di olah.

Gambar 2.1 di atas merupakan ilustrasi bagaimana proses yang digunakan pada kajian pustaka pada penelitian ini. Proses pada kajian pustakan ini bertujuan untuk menganalisis beberapa penelitian terdahulu yang terkait dengan penelitian yang dilakukan oleh penulis. Terdapat tiga proses utama yang dilakukan oleh penulis. Bagian satu bertujuan untuk menganalisis kajian yang terkait dengan investasi dan telah dilakukan di beberapa negara tertentu. Bagian kedua bertujuan untuk menganalisis bagaimana kontribusi sukuk sebagai salah satu instrument investasi pada sektor keuangan, khususnya sektor keuangan Islam di beberapa

negara yang terkait. Sedangkan pada bagian ketiga, bertujuan untuk menganalisis faktor apa saja yang mempengaruhi kontribusi sukuk, khususnya kontribusinya pada level negara.

**Tabel 2.1**  
**Ringkasan Studi Empiris Pengaruh Investasi Pada Perekonomian**

Penulis	Periode	Negara	Metode
<b>Penelitian Pada Negara Tertentu</b>			
Mubyarto (2003)	2003	Indonesia	Deskriptif
Maya Malisa & Fakrudin (2017)	2005:3 – 2014:4	Indonesia	OLS
Hendry, Riky, dkk(2014)	1980 -2013	Indonesia	Ekonomi teknik dan <i>forecasting</i>
Kai Hokerts	2018	Perancis	<i>Multiple Case Studies</i>
George Lan (2014)	2013	Africa	Deskriptif
Avinash Awaikar, dkk (2011)	1993-2005	Kazakthan	Regresi sederhana

Sumber : 2020, data diolah.

Tabel 2.1 di atas menyimpulkan tentang beberapa penelitian yang terkait dengan investasi di beberapa negara. Kesimpulan dari beberapa jurnal tersebut menyatakan pentingnya nilai investasi suatu negara demi mendorong pertumbuhan ekonomi. Teori investasi digunakan dalam penelitian terdahulu dan

penelitian saat ini. Lebih lanjut, dalam penelitian terdahulu disebutkan bahwa investasi terbagi menjadi dua, yaitu investasi langsung dan tidak langsung.

**Tabel 2.2**  
**Ringkasan Studi Empiris Kontribusi Sukuk**

Penulis	Periode	Negara	Metode
<b>Penelitian Di Beberapa Negara Secara Bersama</b>			
Melis (2017)	2016	Indonesia, Malaysia	Deskriptif
Dr.Abdul Manhan, dkk (2016)	2008-2014	Indonesia, Malaysia, Brunei Darussalam	Regresi data panel
Dr.Marjan,dkk (2018)	2006- 2017	Indonesia, Malaysia, UAE, Turkey, Hongkong	<i>Desktop Research, survey, interview (online and by phone)</i>
Ali saib & Lihab Grassa (2013)	2003-2012	Saudi arab, kwait, uae, Qatar, Bahrain	<i>Multivariate analysis</i>
<b>Penelitian Pada Negara Tertentu</b>			
Azwar (2014)	2011- 2014	Indonesia	Regresi linier berganda
Pettershin Ikiocha (2012)	1981-2010	Nigeria	VECM
Sumaira Ghafar,dkk (2018)	2007 -2017	Malaysia	Deskriptif
Majeed Oladele (2014)	2013	Nigeria	Deskriptif

Sumber : 2020, data diolah.

Tabel 2.2 di atas menjabarkan beberapa penelitian terdahulu tentang kontribusi sukuk pada beberapa negara. Hal ini menunjukkan bahwa sukuk telah menjadi salah satu sumber pembiayaan bagi suatu negara. Bahkan negara Malaysia merupakan salah satu negara dengan *market share* sukuk terbesar dengan jumlah lebih dari lima puluh persen. Pentingnya kontribusi sukuk ini mendorong peranan pasar modal di suatu negara. Sehingga tidak dapat dipisahkan antara investasi dan keberadaan pasar modal. Lebih lanjut, tidak hanya peran pasar modal yang mampu mendorong kontribusi sukuk, akan tetapi juga peran atas performa perusahaan. Performa tersebut kemudian dapat diukur dengan menggunakan *Tobin q* model.

Jika pada bagian satu lebih fokus pada investasi dan teori investasi, maka pada bagian kedua ini sedikit lebih kompleks. Selain teori investasi, pada bagian dua ini membahas tentang teori sukuk dan apa saja jenis akad yang ada pada sukuk. Lebih lanjut antara teori investasi dan sukuk terkait dengan teori pasar modal dan bagaimana peran pasar modal. Pasar modal akan berperan sebagai wadah investor untuk melakukan investasi pada beberapa sektor perekonomian. Teori pasar modal ini kemudian menekankan bahwa keputusan investasi saat ini tidak hanya bergantung pada kebijakan ekonomi saat ini tetapi juga kebijakan ekonomi yang berlaku di masa depan.

Tabel 2.3

**Ringkasan Penelitian Pengaruh Sukuk Pada Level Makroekonomi  
Perusahaan dan Makroekonomi Negara**

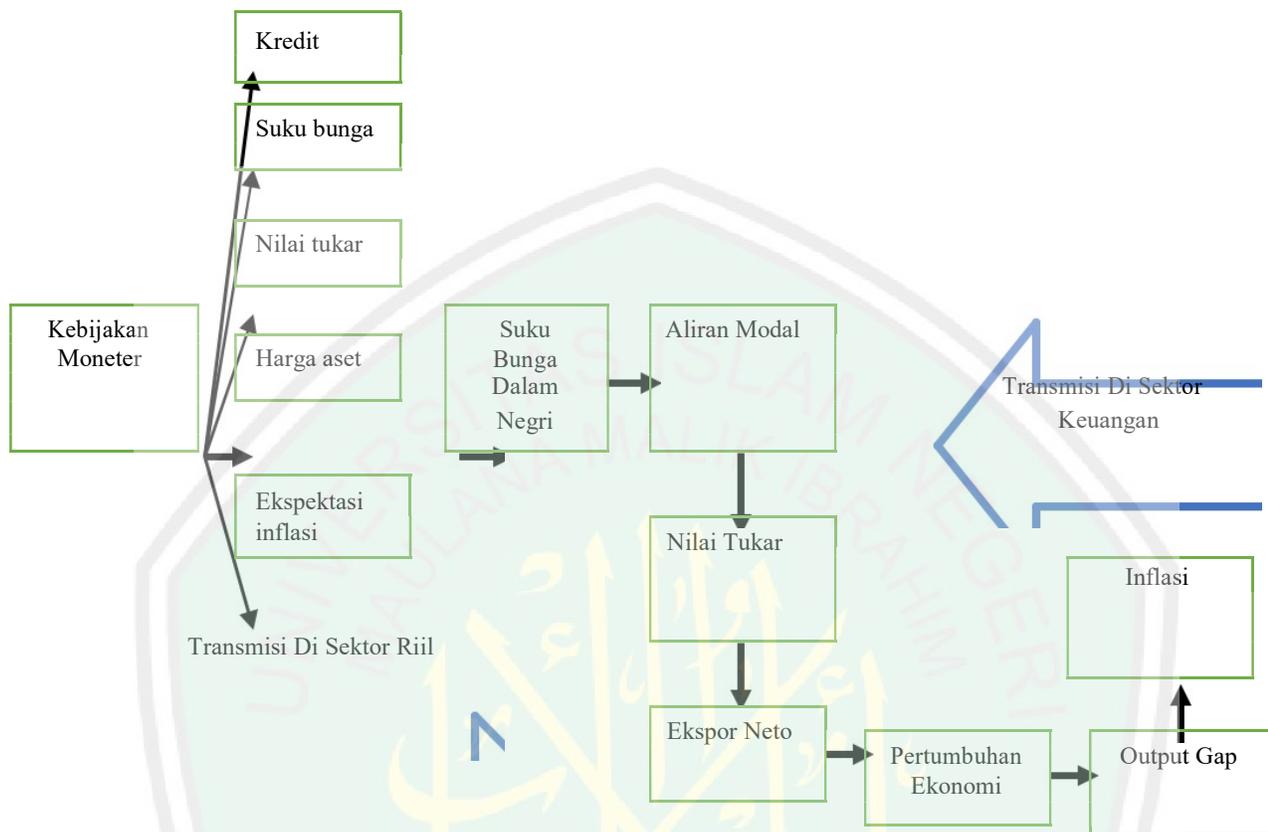
Penulis	Periode	Negara	Metode
<b>Level Makroekonomi Perusahaan</b>			
Ivan dan Deni Lubis (2012)	1996 -2011	Indonesia	VAR
Tiyas , dkk (2014)	2008 – 2011	Indonesia	RLB
M. Faizal Kamarudiin, dkk (2014)	2000 -2010	Malaysia	Deskriptif
Arafat (2018)	2001 – 2016	GCC countries	Analisis deskriptif
Houcem Semaoui, Karim, dkk (2017)	1995 – 2015	Bahrain, Brunei, Turkey, Malaysia, Indonesia, Pakistan, Qatar, Saudi Arabia, Yemen	GMM
<b>Level Makroekonomi Negara</b>			
Siti Aisiyah (2019)	2014 -2017	Indonesia	VECM
Aisha Aden & Mansur Masih (2017)	2013 – 2016	GCC	DOLS dan FM OLS
Aktham (2016)	2005 – 2014	Malaysia	GARCH
Karim Mimouni (2019)	2003 – 2014	Qatar	GMM
Ding Bo, Engku Rabiah (2016)	2013 – 2016	Hongkong	Analisis Deskriptif

Sumber : 2020, data diolah

Tabel 2.3 di atas merupakan ringkasan faktor yang mempengaruhi ketersediaan sukuk baik pada level makroekonomi perusahaan atau sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan dan pada level makroekonomi negara atau sukuk yang diterbitkan oleh negara. Masing- masing level makroekonomi memiliki pengaruh yang berbeda pada perekonomian di masing – masing negara. Tabel 2.3 menunjukkan penelitian terdahulu dari berbagai negara. Banyak faktor yang mempengaruhi ketersediaan sukuk, baik sukuk yang diterbitkan oleh korporasi maupun sukuk negara. Faktor tersebut antara lain adalah suku bunga, kurs, CPO, inflasi dan lain- lain. Masing – masing variabel tersebut memiliki pengaruh yang berbeda.

Terdapat lima jalur transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Salah satunya yaitu melalui jalur harga aset. Perubahan harga pada harga aset akan mempengaruhi suku bunga, yang kemudian akan merubah tingkat modal. Perubahan pada aliran modal akan merubah nilai tukar yang kemudian akan merubah pula nilai ekspor neto. Nilai ekspor neto akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Lebih lanjut, perubahan pada pertumbuhan ekonomi akan merubah output dan inflasi. Melalui skema transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset, kita dapat mengetahui lebih jelas bagaimana harga aset akan berpengaruh terhadap beberapa variabel makro ekonomi suatu negara. Berikut adalah skema transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset :

**Gambar 2.2**  
**Skema Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Harga Aset**



Sumber : 2020, data diolah.

## B. Landasan Teori

### 1. Teori Investasi

Teori investasi merupakan salah satu kegiatan ekonomi yang memiliki pengertian luas dan berkaitan dengan berbagai aktifitas. Aktifitas investasi yang umum dilakukan, misalnya menginvestasikan sejumlah dana pada aset riil seperti tanah, mesin, emas dan bangunan. Selain pada aset riil, investasi dapat dilakukan pada sektor finansial seperti deposito, saham ataupun obligasi. Pada dasarnya

investasi adalah mengelola uang yang kemudian uang tersebut dipakai untuk menghasilkan uang kembali.<sup>14</sup>

Suku bunga merupakan salah satu variabel yang dapat mempengaruhi tingkat investasi. Hubungan antara suku bunga dengan investasi dapat ditentukan melalui model determinan.<sup>15</sup> Berikut penurunan model determinasi investasi yang telah dijelaskan oleh Mankiw :<sup>16</sup>

$$\text{Profit} = \text{Revenue} - \text{Cost} = r/p - (P_K / p) (r + \delta) \dots\dots\dots(2.1)$$

Dimana dalam persamaan tersebut menunjukkan bahwa R adalah tingkat sewa dan P merupakan harga, sedangkan  $P_K/P$ ,  $r$ , dan  $\delta$  adalah harga relatif dari modal, tingkat bunga rill, dan tingkat penyusutan.

Keseimbangan harga sewa rill sama dengan produk marjinal modalnya, sehingga dapat ditulis tingkat laba sebagai berikut Mankiw :<sup>17</sup>

$$\text{Tingkat Laba} = \text{MPK} - \left(\frac{P_K}{P}\right) (r + \delta) \dots\dots\dots(2.2)$$

$$\Delta K = I_n \left[ \text{MPK} - \left(\frac{P_K}{P}\right) (r + \delta) \right] \dots\dots\dots(2.3)$$

<sup>14</sup>Duasa, Kasim and Garg, Murde, *Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigeria*. European Journal of Business and Management, 2013, Vol.5. No.2.

<sup>15</sup>*Ibid*

<sup>16</sup>Gregory, Mankiw, *Teori Makroekonomi*. Jakarta: Erlanga,2003.

<sup>17</sup>*Ibid*

Pada persamaan tersebut, simbol  $I_n$  adalah fungsi yang menggambarkan respon investasi neto ketika ada insentif pada tingkat investasi. Fungsi investasi dapat ditulis sebagai berikut :<sup>18</sup>

$$I = I_n \left[ MPK - \left( \frac{PK}{P} \right) (r + \delta) \right] + \delta K \dots\dots\dots(2.4)$$

Islam mengatur bagaimana membangun hubungan yang baik antara akhlak, akidah, ibadah dan muamalah. Manusia hidup di dunia haruslah memiliki hubungan yang baik antara ibadah dan muamalah. Aspek muamalah merupakan aturan main bagi manusia dalam menjalankan kehidupan sosial, sekaligus merupakan dasar untuk membangun sistem perekonomian yang sesuai dengan nilai – nilai Islam. Ajaran muamalah akan menuntun manusia dalam mencari rezeki didunia sesuai syariat islam. Allah berfirman :

*“Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan. (QS Al – Hasyr: 18)<sup>19</sup>*

Al – Qur’an telah mengingatkan manusia untuk mencari dan mengelola rezeki sesuai dengan nilai – nilai agama. Investasi merupakan salah satu wujud dari mencari dan mengelola rezeki. Investasi tidak dapat dilepaskan dari prinsip syariah. Investasi syariah adalah investasi yang didasarkan pada prinsip – prinsip syariah, baik investasi pada sector riil maupun sector keuangan. Islam mengajarkan investasi yang menguntungkan semua pihak (*win win solution* ) dan melarang manusia melakukan investasi *zero sum game* atau *win loss*. Selain itu, islam juga melarang untuk melakukan

---

<sup>18</sup>*Ibid*

<sup>19</sup>Sakinah, *Investasi Dalam Islam*, 2014, Vol.1.No.2

investasi yang di dalamnya terdapat unsur riba, gharar, gambling, maysir, menjual sesuatu yang tidak dimiliki, dan berbagai transaksi lain yang merugikan salah satu pihak.<sup>20</sup>

## 2. Teori *Marginal Efficiency of Investment*

Berbagai proyek investasi akan memberikan tingkat pengembalian yang berbeda. Sebagian dari proyek investasi tersebut akan menghasilkan keuntungan yang tinggi dan ada beberapa proyek dengan tingkat keuntungan rendah Menurut Sukirno (2012), berdasarkan jumlah modal yang akan diinvestasikan dan tingkat pengembalian modal yang diramalkan akan diperoleh sebuah analisis ekonomi yang membentuk suatu kurva. Kurva tersebut dinamakan efisiensi investasi marginal (*marginal efficiency of investment*). Efisiensi investasi marginal (*marginal efficiency of investment*) dapat didefinisikan sebagai suatu kurva yang menunjukkan hubungan antara tingkat pengembalian modal dan jumlah modal yang akan diinvestasikan.<sup>21</sup>

Sumbu vertikal menunjukkan tingkat pengembalian modal dan sumbu horizontal menunjukkan jumlah investasi yang akan dilakukan. Kurva MEI pada Gambar 2.1. menunjukkan bahwa terdapat tiga titik yaitu titik A, B dan C. Titik A menggambarkan bahwa tingkat pengembalian modal adalah  $R_0$  dan investasi sebesar  $I_0$ . Ini berarti titik A menggambarkan dalam perekonomian dapat dilakukan kegiatan investasi yang akan menghasilkan tingkat

---

<sup>20</sup>*Ibid*

<sup>21</sup>Sadono, Sukirno, *Teori Pengantar Makro Ekonomi*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Perkasa, 2012

pengembalian modal sebanyak  $R_0$  atau lebih tinggi dan untuk mewujudkan investasi tersebut modal yang diperlukan adalah sebanyak  $I_0$ . Begitu pula dengan titik B dan C yang juga memberikan gambaran sama.<sup>22</sup>

**Gambar 2.3**  
Tingkat Pengembalian dan Tingkat Investasi



Sumber : Sadono Sukirno, 2012:124

### 3. Pasar Modal

Pasar modal (*Capital Market*) adalah pasar yang menyediakan berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya. Pasar modal adalah sebuah sarana bagi perusahaan ataupun pemerintah dengan investor untuk melakukan kegiatan berinvestasi.<sup>23</sup> Pasar modal adalah pasar untuk memperjualbelikan sekuritas, seperti saham dan obligasi. Pasar modal adalah satu bentuk pasar yang mampu menjadi perantara bagi investor dan perusaha. Fungsi

<sup>22</sup>*Ibid*

<sup>23</sup>Darmadji, T., H.M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*, Salemba Empat. Jakarta, 2004.

ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana.<sup>24</sup>

Menurut UU No.8 tahun 1995 tentang pasar modal menyatakan bahwa pasar modal adalah suatu kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Sedangkan menurut UU No.21 tahun 2011 tentang OJK, menyatakan bahwa pasar modal adalah suatu kegiatan yang berkaitan dengan penawaran perdagangan efek serta lembaga dan profesi yang berkaitan.

Pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, sebab dengan adanya pasar modal, pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan return yang paling optimal. Hal ini berdasarkan asumsi bahwa investasi yang memberikan return yang relatif besar adalah sektor-sektor yang paling produktif yang terdapat di pasar. Maka, dana yang berasal dari investor dapat digunakan secara produktif oleh perusahaan-perusahaan tersebut.<sup>25</sup>

Secara umum, fungsi pasar modal adalah sebagai berikut: a) Sebagai sarana penambah modal bagi usaha. Perusahaan akan memperoleh dana dengan cara menjual saham ke pasar modal. Kemudian saham tersebut akan dibeli oleh masyarakat umum, perusahaan lain, lembaga, atau bahkan pemerintah. b) Sebagai sarana pemerataan pendapatan Setelah jangka waktu tertentu, saham-saham yang telah dibeli akan memberikan deviden (bagian dari keuntungan perusahaan)

---

<sup>24</sup>*Ibid*

<sup>25</sup>Tendelilin, Eduardus, *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius, 2010.

kepada para pembelinya (pemiliknya). Oleh karena itu, penjualan saham melalui pasar modal dapat dianggap sebagai sarana pemerataan pendapatan. c) Sebagai sarana untuk meningkatkan produksi. Adanya tambahan modal yang diperoleh dari pasar modal akan meningkatkan produktivitas perusahaan. d) Sebagai sarana terciptanya lapangan kerja. Keberadaan pasar modal dapat mendorong muncul dan berkembangnya industri lain yang berdampak pada terciptanya lapangan kerja baru. e) Sebagai sarana peningkatan pendapatan negara Setiap deviden yang dibagikan kepada para pemegang saham akan dikenakan pajak oleh pemerintah. Adanya tambahan pemasukan melalui pajak ini akan meningkatkan pendapatan negara. f) Sebagai indikator perekonomian negara Aktivitas dan volume penjualan/pembelian di pasar modal yang semakin meningkat (padat) memberi indikasi bahwa aktivitas bisnis berbagai perusahaan berjalan dengan baik. Begitu pula sebaliknya.<sup>26</sup>

Menurut Metwally (1995) fungsi dari keberadaan pasar modal syariah: a) Memungkinkan masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya. b) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas c) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya d) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar

---

<sup>26</sup>Yenni Samri, *Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian Negara*, 2015, Vol2. No.1

modal konvensional. e) Memungkinkan investasi pada ekonomi yang ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.<sup>27</sup>

Objek yang di perdagangan di pasar modal adalah efek, yakni surat pengakuan utang, surat berharga komersil, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak kolektif, kontrak perpanjangna atas efek, dan setiap derivative dari efek (Pasal 1 angka 5 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995). Meskipun efek terdiri atas berbagai macam surat berharga, tetapi 2 (dua) instrument utama di Pasar modal adalah saham dan obligasi. Sukuk merupakan salah satu instrument di pasar modal. Sebab sukuk adalah bentuk obligasi yang berbasis syariah.<sup>28</sup>

#### 4. Tobin q

James Tobin, seorang guru besar di Yale University, menghipotesiskan bahwa keseluruhan nilai pasar untuk semua perusahaan pada harga pasar saham akan serupa dengan biaya penempatan aktiva tersebut.<sup>29</sup> Ekonom pemegang hadiah nobel ini merumuskan bahwa perusahaan mendasarkan keputusan investasinya pada rasio berikut, yang kemudian rumus tersebut diberi nama sebagai *q Tobin* :<sup>30</sup>

<sup>27</sup>Metwally, M.M, *Teori dan Model Ekonomi Islam*, PT. Bangkit Daya Insana. Jakarta. 1995

<sup>28</sup>*Ibid*

<sup>29</sup>Fiakas, *Tobin's q: Valuing Small Capitalization Companies*, Crystal Equity Research, April, 2015

<sup>30</sup>*Ibid*

$q = \frac{\text{Nilai Pasar Modal Terpasang}}{\text{Biaya Penggantian Modal Terpasang}}$

Biaya Penggantian Modal Terpasang

Numerator  $q$  Tobin adalah nilai modal perekonomian yang ditentukan oleh pasar saham. Denumeratornya adalah harga modal jika dibeli hari ini.

Tobin menyatakan bahwa investasi neto seharusnya bergantung pada apakah  $q$  lebih besar atau kurang dari 1. Jika  $q$  lebih besar dari 1, artinya nilai pasar saham modal terpasang lebih besar dari biaya penggantian. Sebaliknya, jika  $q$  kurang dari 1 artinya pasar saham menilai modal kurang dari biaya penggantian.<sup>31</sup>

Salah satu keunggulan  $q$  Tobin sebagai ukuran dari insentif untuk investasi adalah bahwa hal itu mencerminkan profitabilitas modal masa depan yang diduga serta profitabilitas sekarang. Laba yang diduga lebih tinggi akan meningkatkan nilai saham sekarang dan meningkatkan  $q$  Tobin. Sehingga hal tersebut mampu mendorong investasi saat ini. Jadi, teori  $q$  Tobin menekankan bahwa keputusan investasi bergantung tidak hanya pada kebijakan ekonomi saat ini tetapi juga pada kebijakan yang berlaku di masa depan.<sup>32</sup>

## 5. Obligasi Syariah (Sukuk)

Obligasi syariah atau yang lebih dikenal dengan istilah sukuk dapat diartikan secara etimologi dan juga secara terminologi. Secara etimologi, *sukuk*

<sup>31</sup>Bambang Sudyatno & Elen Puspitasari, *Tobin Q dan Altman Z Score Sebagai Indikator Kinerja Perusahaan*, 2015 Vol.2.No.9

<sup>32</sup>*Ibid*

berasal dari kata ‘Sakk’ ( سَكَّة ), yang artinya adalah sebuah dokumen atau sertifikat. *Sukuk* ( صُكُوك ) merupakan istilah yang berasal dari bahasa Arab dan merupakan bentuk jamak (plural). *Sakk* adalah buku yang mencatat kegiatan transaksi dan laporan yang terjadi. Dalam Kitab *Mu’jam Al Mustholahaat Al Iqtishodiyah Wal Islamiyah*, *sakk* dapat diartikan sebagai surat berharga (*title deed*).<sup>33</sup>

Sedangkan berdasarkan fatwa DSN- MUI No.23/DSN-MUI/IX/2002, *sukuk* merupakan surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi ketika jatuh tempo.

Dalam perkembangannya, *The Islamic Jurispudence Council* (IJC) kemudian mengeluarkan fatwa yang mendukung berkembangnya *sukuk*. Hal tersebut mendorong Otoritas Moneter Bahrain (*Bahrain Monetary Agency*) untuk meluncurkan *salam sukuk* berjangka waktu 91 hari dengan nilai 25 juta dolar AS pada tahun 2001.<sup>34</sup> Dengan demikian, *sukuk* sudah berkembang menjadi salah satu alat yang cukup penting untuk meningkatkan sistem keuangan dalam pasar modal internasional melalui mekanisme yang dapat diterima secara islami.

---

<sup>33</sup> Ali Bin Ali Muhammad, *Mu’jam Al Mustholahaat Al Iqtishodiyah Wal Islamiyah*. Riyadh: Maktabah Al ‘Abikan, 2000.

<sup>34</sup> Zubair, Muhammad Kamal, “*Obligasi dan Sukuk Dalam Perspektif Keuangan Islam: Suatu Kajian Perbandingan*,” *Jurnal Ilmu Syari’ah dan Hukum*, 2012, Vol.46, No. 1, pp. 271-296.

Terdapat dua kategori sukuk yang sering kita tahu yaitu *sukuk* yang dapat diperdagangkan dan *sukuk* yang tidak dapat diperdagangkan. Beberapa *sukuk* yang dapat diperdagangkan diantaranya:<sup>35</sup>

1. Sukuk *Mudhârabah*. Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudhârabah* di mana satu pihak menyediakan modal (*Rab al-Mâl*) dan *satu* pihak lain mempunyai keahlian (*mudhârib*), keuntungan dari kerjasama tersebut dibagi berdasarkan prosentase bagi hasil yang telah disepakati pada awal transaksi, dan kerugian yang timbul ditanggung sepenuhnya oleh pemilik modal.
2. Sukuk *Musyârahah* Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah di mana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing.
3. Sukuk Ijarah. *Sukuk* yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijârah* di mana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan priode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan aset. *Sukuk* ijarah dibedakan menjadi *ijârah al-muntahiya. bi al-tamlîk* (*sale and lease back*) dan *ijarah headlease and sublease*.<sup>36</sup>

Sedangkan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan adalah :

---

<sup>35</sup>Fatah, “Perkembangan Obligasi Syariah (*Sukuk*) di Indonesia : Analisis dan Tantangan. Jurnal Al adalah, 2011, Vol.10. No.1., pp 35-45

<sup>36</sup>*Ibid*

1. *Sukuk Istishna* dan atau *Murâbahah* adalah kepemilikan utang yang semakin meningkat yang diperoleh dari jenis pembiayaan *istishna* dan atau *murâbahah*. Sebagai contoh, pembangunan jalan yang menghabiskan dana sebesar US\$110 juta harus kembali tanpa adanya prinsip differensiasi dan diskon (*coupon*).
2. *Sukuk Salam*. Jenis sukuk ini adalah sukuk dimana dana dibayarkan di muka dan komoditi menjadi utang. Dana juga dapat dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan utang.<sup>37</sup>

Sukuk memiliki beberapa karakteristik. Karakteristik sukuk antara lain : merupakan bukti kepemilikan suatu aset, hak manfaat, jasa atau kegiatan investasi tertentu, pendapatan yang diberikan berupa imbalan, margin, bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan, terbebas dari unsur riba, gharar dan maysir, memerlukan adanya *underlying* asset penerbitan, penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah.<sup>38</sup>

Sukuk yang diterbitkan dapat dikatakan memenuhi prinsip syariah apabila seluruh kegiatan penerbitan sukuk, termasuk akad/perjanjian penerbitannya, tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, yaitu antara lain transaksi yang dilakukan oleh para pihak harus bersifat adil, halal, thayyib, dan maslahat. Sukuk juga harus terbebas dari berbagai unsur larangan, antara lain riba, maysir, dan

---

<sup>37</sup> *Ibid*

<sup>38</sup> Dahlan Siamat, Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara, Jakarta: DJPPR, 2010 edisi kedua, hal 8

Gharar. Untuk itu, penerbitan Sukuk memerlukan adanya pernyataan kesesuaian syariah (*sharia compliance*) dari ahli syariah yang diakui secara umum atau dari lembaga yang memiliki keahlian di bidang syariah, yang menyatakan bahwa sukuk yang diterbitkan telah memenuhi prinsip-prinsip syariah.<sup>39</sup>

Terdapat beberapa pihak yang nantinya akan terlibat pada penerbitan sukuk, yaitu

1. Obligor yaitu pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran pokok serta imbal hasil Sukuk yang diterbitkan.
2. *Special Purpose Vehicle* (SPV), yaitu badan hukum yang didirikan khusus untuk menerbitkan Sukuk.
3. Investor yaitu pihak pemegang sukuk yang memiliki hak kepentingan atas underlying asset melalui SPV.
4. *Sharia Advisor*, yaitu sebagai pihak yang memberikan fatwa atau pernyataan kesesuaian terhadap prinsip-prinsip syariah atas sukuk yang diterbitkan.
5. Wali Amanat, yaitu pihak yang mewakilli kepentingan pemegang Sukuk sesuai dengan yang diperjanjikan.<sup>40</sup>

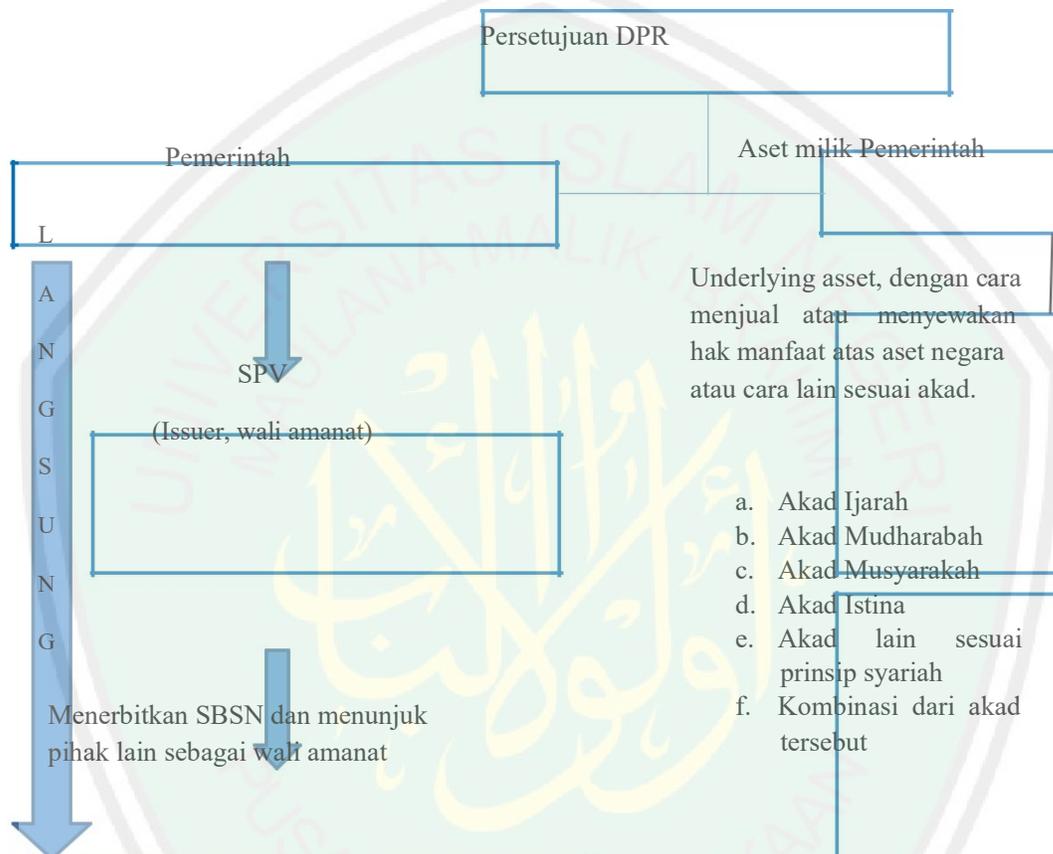
---

<sup>39</sup> Dahlan Siamat, *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara*, Jakarta: DJPPR, 2010 edisi kedua, hal 9

<sup>40</sup> Dahlan Siamat, *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara*, Jakarta: DJPPR, 2010 edisi kedua, hal 10

Penerbitan SBSN telah di atur dalam undang – undang No 9 tahun 2008 tentang surat berharga syariah negara, yaitu sebagai berikut :

**Gambar 2.4**  
**Mekanisme Penerbitan Sukuk**



Gambar 2.4 di atas menunjukkan mekanisme penerbitan sukuk. Penerbitan sukuk dapat dilakukan melalui *bookbuilding* ataupun lelang. Sedangkan untuk melakukan penerbitan sukuk berskala internasional, maka memerlukan beberapa syarat tambahan antara lain perlunya menunjuk konsultan hukum dan penyusunan *Offering Circular*. Selain itu diperlukan *syariah endorment* (dalam hal ini tidak dilakukan oleh DSN-MUI) melainkan diperoleh dari lembaga syariah

internasional yang direkomendasikan oleh agen penjual yang diakui komunitas syariah internasional, seperti AAOIFI.<sup>41</sup>

Tujuan penerbitan menerbitkan sukuk adalah untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Pembiayaan APBN yang dilakukan pemerintah tersebut termasuk dalam membiayai pembangunan proyek, seperti proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat.<sup>42</sup>

## 6. Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Ketersediaan Sukuk

Ketersediaan sukuk mampu menjadi salah satu alternatif pembiayaan bagi suatu negara. Secara umum, ketersediaan sukuk dipengaruhi oleh beberapa variabel makroekonomi suatu negara. Variabel makro tersebut antara lain :

### a) Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan sebagai suatu proses kenaikan output per kapita dalam jangka panjang. Pengertian pertumbuhan ekonomi ini mengandung tiga aspek yang cukup penting, yaitu proses, output per kapita, dan jangka panjang. Pertumbuhan merupakan suatu proses. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi bukan gambaran perekonomian pada suatu saat.

<sup>41</sup>Laporan Departemen Keuangan.2010

<sup>42</sup>Dahlan Siamat, *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara*, Jakarta: DJPPR, 2010 edisi kedua, hal 16

Pertumbuhan ekonomi berkaitan dengan output per kapita, berarti harus memperhatikan dua hal, yaitu output total (GDP) dan jumlah penduduk, karena output per kapita adalah output total dibagi dengan jumlah penduduk.<sup>43</sup>

Berdasarkan teori yang di kemukakan oleh Adam Smith, David Ricardo, dan Thomas Robert Malthus menunjukkan bahwa para pemikir mazhab klasik menganut pandangan yang luas tentang kegiatan ekonomi dalam kehidupan masyarakat.<sup>44</sup> Sistem analisis para pemikir dalam kaum klasik didasarkan atas asumsi bahwa seakan-akan perkembangan ekonomi berjalan dalam keadaan pasar bebas dengan persaingan yang sempurna tanpa adanya unsur monopoli.

Pertumbuhan ekonomi menurut Adam Smith di bagi menjadi lima tahapan yang berurutan, yaitu dimulai dari tahap perburuan, tahap beternak, tahap bercocok tanam, tahap perdagangan dan yang terakhir adalah tahap perindustrian. Menurut teori ini, masyarakat akan bergerak dari masyarakat tradisional ke masyarakat modern yang kapitalis. Dalam prosesnya, pertumbuhan ekonomi akan semakin terpacu dengan adanya sistem pembagian kerja antarpelaku ekonomi.<sup>45</sup> Pembagian kerja merupakan titik sentral pembahasan dalam teori Adam Smith, dalam upaya meningkatkan produktivitas tenaga kerja. Teori Adam Smith digunakan karena teori ini mendorong pertumbuhan modal dengan adanya penambahan penduduk. Melalui penambahan penduduk, maka penduduk akan

---

<sup>43</sup>Ika Novita, *Pertumbuhan Ekonomi*. April, 2015.

<sup>44</sup>Sumitro Djojohadikusumo, *Perkembangan Pemikiran Ekonomi. Dasar Teori Ekonomi Pertumbuhan dan Ekonomi Pembangunan*, Jakarta: LP3ES, 1994, hal. 27-35.

<sup>45</sup>Mudrajad Kuncoro, *Ekonomi Pembangunan*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN, 1997, hal. 38-41.

memperluas pasar dan selanjutnya akan mendorong percepatan pertumbuhan modal.

Berdasarkan hasil penelitian Richard (2009) menjelaskan bahwa kondisi perekonomian suatu negara berkorelasi positif terhadap perkembangan obligasi di Indonesia. Hal ini dikarenakan negara dengan perekonomian makro yang stabil salah yang ditandai dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkelanjutan serta tingkat inflasi yang rendah dan stabil dapat menjadi faktor penarik investor untuk menginvestasikan modalnya baik berupa saham, obligasi, reksadana, forex ataupun sukuk.<sup>46</sup>

Imam Al – Ghazali menyatakan bahwa pertumbuhan dalam islam mencakup tiga aspek penting yaitu diantaranya pembangunan fisik, pembangunan mental, dan pembangunan dalam hal spiritual. Sedangkan menurut Heidar, pertumbuhan dalam kerangka Islam meliputi aspek moral spiritual dan material kehidupan manusia dengan rincian sebagai berikut:

1. Tuntunan umum Islam untuk menjamin dan mengamankan pendistribusian pendapatan (kemakmuran) secara adil dan menetapkan batas dalam tingkat pertumbuhan yang layak.
2. Mempertahankan equitas antar generasi. Karena pembentukan modal harus diseimbangkan dengan pembentukan modal sumber daya manusia tangguh yang merupakan investasi jangka panjang.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup>Noviandi, Lubis, *Analisis Pengaruh Nilai Kurs, Suku Bunga Deposito dan GDP Terhadap Permintaan Obligasi Swasta di Indonesia*. 2009

<sup>47</sup>Aidit Ghazali, *Islamic Thinkers on Economics, Administration and Transactions*. Kuala Lumpur: Quill Publishers, 2000.

Selain itu jika dilihat dari sudut ekonomi, pertumbuhan menurut sistem kapitalis barat dimana riba masih dijadikan sistem, baik dalam bank dan perdagangan adalah sesuatu yang bertentangan dengan konsep islam. Dalam Al – Qur’an disebutkan dalam surat Al- Baqarah ayat 275 bahwa:

*“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu<sup>(3)</sup> (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.”*

Islam menawarkan konsep keseimbangan antara tujuan dunia dan ukhrawi. Konsep keseimbangan ini yang kemudian menjadi landasan optimalisasi pertumbuhan. Pertumbuhan yang kerap dijumpai dalam ekonomi konvensional pada akhirnya mengandung tidak efisiennya distribusi pendapatann dan pada akhirnya akan kembali menimbulkan ketidakseimbangan.<sup>48</sup> Salah satu komponen yang dapat memdorong pertumbuhan adalah terpenuhinya kebutuhan melalui kesempatan kerja penuh (*full employment*). Prinsip syariah mengajarkan bahwa setiap manusia harus bekerja guna memenuhi kebutuhan dasarnya demi untuk kesejahteraan hidup, akan tetapi Islam juga melarang adanya ketimpangan.<sup>49</sup>

<sup>48</sup>Haidar Naqvi, *Menggagas Ilmu Ekonomi Islam*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar, 2003.

<sup>49</sup>Umer Chapra. *Islam and The Economic Challenge*, Yogyakarta: Dana Bhakti Wakaf, 2000.

## b) Nilai Tukar

Menurut teori yang di kemukakan Frank nilai tukar didefinisikan sebagai jumlah satu mata uang yang dapat ditukar per unit mata uang lain, atau harga satu mata uang dalam sistem mata uang lain.<sup>50</sup> Nilai tukar mata uang antara dua negara adalah harga dari mata uang yang digunakan oleh penduduk negara tersebut untuk melakukan kegiatan perdagangan.<sup>51</sup> Teori Frank digunakan dalam penelitian ini karena teori tersebut mampu menjelaskan tentang nilai tukar dengan lebih jelas dari pada teori lainnya, seperti teori yang dikemukakan oleh Oliver Blencard.

Mata uang suatu negara dapat ditukarkan atau diperjualbelikan dengan mata uang negara lainnya sesuai dengan nilai tukar mata uang yang berlaku di pasar mata uang atau yang lebih dikenal dengan pasar valuta asing. Secara ekonomi, nilai tukar mata uang dapat dibedakan menjadi dua macam, yaitu nilai tukar mata uang nominal dan nilai tukar mata uang riil.<sup>52</sup>

Menurut Rosyida (2016), nilai tukar merupakan salah satu faktor makroekonomi yang paling penting dalam perekonomian terbuka dan memiliki efek langsung pada faktor-faktor ekonomi makro seperti investasi. Lebih lanjut ia menjelaskan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif terhadap obligasi syariah (sukuk). Hal ini di karenakan pada saat kurs mengalami kenaikan, maka

---

<sup>50</sup>Frank, Fabozzi. 2000. *Investment Management*, 2<sup>nd</sup> edition. Prentice, Hall. New Jersey.

<sup>51</sup>*Ibid*

<sup>52</sup>*Ibid*

masyarakat akan cenderung mengurangi pengeluarannya untuk membeli obligasi syariah (sukuk) dan lebih memilih untuk melakukan *saving*.<sup>53</sup>

Sistem perekonomian islam, mengemukakan tentang pandangan Islam mengenai mata uang, bahwa satuan uang terikat dengan emas dalam kadar tertentu yang di ukur menurut berat timbangannya. Siapapun boleh memiliki mata uang emas, emas batangan, bijih emas, perhiasan emas, dan bebas untuk memperjualbelikannya. Melalui sistem emas, perdagangan internasional mencapai puncak kejayaan kemudahannya. Namun sayangnya untuk saat ini sistem tersebut sudah tidak berlaku lagi.<sup>54</sup>

Menurut Ibnu Taymiyah, uang dalam Islam adalah sebagai alat tukar dan alat ukur nilai. Jika di dalam nilai tukar uang itu berubah, maka harus disesuaikan dengan kondisi yang telah ada. Melalui perubahan nilai tukar itulah, nilai suatu barang akan diketahui.<sup>55</sup>

Transaksi mata uang dalam bahasa arab disebut sebagai *sharf*. Sedangkan dalam istilah fiqih disebutkan bahwa *ba'I sharf* adalah menjual mata uang dengan mata uang.<sup>56</sup> Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 37/ DSN-MUI/X/2002, tentang pasar uang antar bank berdasarkan prinsip syariat salah satunya adalah bahwa akad yang digunakan adalah *mudharabah/ qiradh*,

---

<sup>53</sup>Dwi Rosida, A., *Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi di Indonesia (Periode Januari 2010 – Juli 2015)*,2016.

<sup>54</sup>Karim, Adi Warman, *Sejarah Pemikiran Islam*. Jakarta: IIIT Indonesia, 2001.

<sup>55</sup>Ibid

<sup>56</sup>Ibid

*musyarakah, qard, wadi'ah, al sharf*. Dalil yang digunakan DSN dalam menetapkan tentang pasar uang antar bank berdasarkan prinsip syariah yaitu :

1. “ *Hai orang –orang beriman, penuhilah akad – akad itu*”
2. “ *Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba*”
3. Hadits Nabi riwayat Tirmidzi ‘Amr bin Auf “ *Kaum muslimin terikat dengan syarat yang mereka buat kecuali syarat mengaharamkan yang halal dan menghalalkan yang haram* “
4. Kaidah fiqih : “ *pada dasarnya segala sesuatu dalam muamalah boleh dilakukan sampai ada dalil yang melarangnya*” dan “ *Segala mudharat harus dihindari seminimal mungkin*”<sup>57</sup>

Terdapat lima rukun al sharf, yaitu penjual (al-Ba’i), pembeli (al – Musytari), mata uang yang di perjualbelikan (obyek), nilai tukar (si’rus Sharf), ijab qobul (Sighat).<sup>58</sup>

Terdapat beberapa syarat jual beli dalam arti khusus dalam *Sharf* yaitu:<sup>59</sup>

#### 1. Serah terima sebelum *iftirak* (berpisah)

Serah terima yang di maksud yaitu transaksi tukar menukar yang dilakukan sebelum kedua belah pihak berpisah. Hal ini berlaku pada penukaran mata uang yang berjenis sama maupun yang berbeda, oleh

<sup>57</sup>Veithzal, Rivai, *Praktek Bisnis Dalam Islam*, Edisi Pertama, Penerbit PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.2006

<sup>58</sup>Adiwarman Karim, *Bank Islam Analisis Fiqh dan Keuangan*, Jakarta : PT.Raja Grafindo Persada, 2006, hlm. 71

<sup>59</sup>Risky Kurnia, *Al- Sharf Dalam Pandangan Islam*, 2018, Vol 7 No 2.

karena itu kedua belah pihak harus melakukan serah terima sebelum keduanya berpisah meninggalkan tempat transaksi dan tidak boleh menunda pembayaran salah satu antara keduanya. Apabila persyaratan ini tidak dipenuhi, maka jelas hukumnya tidak sah.

Hal ini didasarkan pada sebuah dalil yang bersumber dari hadis nabi seperti yang telah disebutkan terakhir di atas yang diriwayatkan oleh Abu Hurairah. Begitu pula dengan hadis yang diriwayatkan oleh Abu Sa'ad al-Khudhri, bahwasanya Rasulullah bersabda:

*”janganlah kalian menjual emas dengan emas, kecuali sama rata, dan janganlah melebihi salah satu diantara keduanya. Dan janganlah kalian menjual perak dengan perak, kecuali sama rata, dan janganlah kalian melebihi salah satu antara keduanya. Dan janganlah kalian menjual -emas dan perak- yang telah ada dengan yang belum ada.”*

## **2. Al-Tamatsul (sama rata)**

Pertukaran uang yang nilainya tidak sama rata maka hukumnya haram, syarat ini berlaku pada pertukaran uang yang satu atau sama jenis. Sedangkan pertukaran uang yang jenisnya berbeda, maka dibolehkan. Misalnya yaitu menukar mata uang dolar Amerika dengan dolar Amerika, maka nilainya harus sama. Namun apabila menukar mata uang dolar Amerika dengan rupiah, maka tidak disyaratkan *al-tamatsul*. hal ini praktis diperbolehkan mengingat nilai tukar mata uang di masing-masing negara di dunia ini berbeda. Dan apabila diteliti, hanya ada beberapa mata uang tertentu yang populer dan menjadi mata uang penggerak di

perekonomian dunia, dan tentunya masing-masing nilai mata uang itu sangat tinggi nilainya.

### 3. Pembayaran Dengan Tunai

Tidak sah hukumnya apabila di dalam transaksi pertukaran uang terdapat penundaan pembayaran, baik penundaan tersebut berasal dari satu pihak atau disepakati oleh kedua belah pihak. Syarat ini terlepas dari apakah pertukaran itu antara mata uang yang sejenis maupun mata uang yang berbeda.

### 4. Tidak Mengandung Akad *Khiyar* Syarat

Apabila terdapat *khiyar* syarat pada akad al-sharf baik syarat tersebut dari sebelah pihak maupun dari kedua belah pihak, maka menurut jumhur ulama hukumnya tidak sah. Sebab salah satu syarat sah transaksi adalah serah terima, sementara *khiyar* syarat menjadi kendala untuk kepemilikan sempurna. Hal ini tentunya dapat mengurangi makna kesempurnaan serah terima. Menurut ulama Hambali, al-sharf dianggap tetap sah, sedangkan *khiyar* syaratnya menjadi sia-sia.

#### c) Suku Bunga

Bunga adalah uang yang diberikan kepada seseorang karena pemberi pinjaman telah menahan diri (*abstinence*) dari keinginannya memanfaatkan uangnya sendiri semata-mata untuk memenuhi keinginan peminjam.<sup>60</sup> Suku bunga

---

<sup>60</sup>Heri Sudarsono, *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah*, Ekonisia, Yogyakarta, 2003.

adalah tingkat bunga yang dinyatakan dalam persen dengan jangka waktu tertentu (perbulan atau pertahun). Suku bunga dapat dibedakan menjadi dua, yaitu: suku bunga nominal dan suku bunga riil. Suku bunga nominal adalah rasio antara jumlah uang yang dibayarkan kembali dengan jumlah uang yang dipinjam. Sedangkan suku bunga riil lebih menekankan rasio pada daya beli uang yang dibayarkan kembali terhadap daya beli uang yang dipinjam. Suku bunga riil adalah selisih antara suku bunga nominal dengan laju inflasi.<sup>61</sup>

Menurut pandangan klasik dalam tingkat bunga ditentukan oleh tabungan yang tersedia dalam masyarakat dan permintaan dana modal untuk investasi. Kedua faktor tersebut ditentukan oleh suku bunga. Perubahan tabungan dan perubahan modal akan menimbulkan perubahan pada suku bunga. Namun berdasarkan teori yang di kemukakan oleh Keynes, suku bunga ditentukan oleh penawaran dan permintaan uang (ditentukan dalam pasar uang). Perubahan tingkat suku bunga selanjutnya akan mempengaruhi keinginan untuk mengadakan investasi, misalnya pada surat berharga, dimana harga dapat naik atau turun tergantung pada tingkat suku bunga sehingga ada kemungkinan pemegang surat berharga menderita capital loss dan capital gain.<sup>62</sup> Teori Keynes digunakan pada penelitian ini karena Keynes mengasumsikan bahwa perekonomian belum mencapai tingkat *full employment* sehingga produksi dapat di tingkatkan tanpa mengubah tingkat upah dan tingkat harga. Hal inilah yang kemudian akan menstimulus peningkatan nilai investasi.

---

<sup>61</sup>*Ibid*

<sup>62</sup>*Ibid*

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Waqas dkk (2015) juga menyatakan bahwa jika tingkat suku bunga di dalam negeri lebih tinggi daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka akan lebih menguntungkan para investor untuk melakukan pembelian investasi dalam negeri, tetapi sebaliknya, jika tingkat suku bunga di dalam negeri lebih rendah daripada tingkat suku bunga di luar negeri, maka lebih menguntungkan jika para investor melakukan pembelian investasi asing.<sup>63</sup> Penelitian lain yang dilakukan oleh Boutti (2014) menyatakan bahwa kenaikan pada suku bunga akan mempengaruhi sukuk *performance*. Lebih lanjut ia menganalisis bahwa perubahan pada tingkat suku bunga akan mempengaruhi sukuk dan portofolio lainnya pada pasar modal.<sup>64</sup> Hal ini dikarenakan perubahan suku bunga akan mempengaruhi *return* yang akan diperoleh investor. Sehingga perubahan suku bunga menjadi salah satu faktor penentu dalam melakukan investasi.

Salah satu ajaran Islam yang paling esensial dalam menegakkan keadilan dan menghapus segala bentuk eksploitasi dalam transaksi bisnis adalah dengan melarang semua bentuk peningkatan kekayaan secara tidak adil. Al – Quran dengan tegas melarang kaum muslimin mengambil harta yang bukan hak miliknya dengan cara yang bathil atau dengan cara yang tidak benar. Allah berfirman dalam Surat Al – Baqarah ayat 188 tentang larangan dalam mengambil harta yang bukan menjadi hak milik kita ;

---

<sup>63</sup>Waqas et al, *Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility : A case of South Asian Countries*. Future Business Journal, 2015, 65-67

<sup>64</sup>Boutti, F.M, *Sukuk and Bond Performance In Malaysia*, International Journal of Economics and Finance, 2014, 6(2), 121-130.

1. “ Dan janganlah sebahagian kamu memakan harta sebagian yang lain di antara kamu dengan jalan yang bathil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada hakim, supaya kamu dapat “ Dan janganlah sebahagian kamu memakan harta sebagian yang lain di antara kamu dengan jalan yang bathil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada hakim, supaya kamu dapat memakan sebagian daripada harta benda oarng lain itu dengan (jalan berbuat) dosa, padahal kamu mengetahui.”

2. Surat An- nisaa ayat 161

“ Dan disebabkan mereka memakan riba, padahal sesungguhnya mereka telah dilarang daripadanya, karena mereka memakan harta benda orang dengan jalan yang bathil. Kami telah menyediakan untuk orang – orang yang kafir di antara mereka itu siksa yang pedih”,<sup>65</sup>

#### d) Inflasi

Pada awalnya inflasi diartikan sebagai kenaikan jumlah uang beredar atau kenaikan likuiditas dalam suatu perekonomian. Pengertian tersebut mengacu pada gejala umum yang ditimbulkan oleh adanya kenaikan jumlah uang beredar yang diduga telah menyebabkan adanya kenaikan harga. Perkembangan lebih lanjut, inflasi secara singkat dapat diartikan sebagai suatu kecenderungan meningkatnya harga-harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus.<sup>66</sup> Menurut pengertian tersebut, terdapat dua arti penting yang merupakan kunci dalam memahami inflasi. Pertama adalah kenaikan harga secara umum dan yang kedua adalah terus-menerus. Hanya kenaikan harga yang terjadi secara umum yang

---

<sup>65</sup>*Ibid*

<sup>66</sup>Suseno. Siti Astiyah, *Inflasi*. Pusat Pendidikan dan Kebanksentralan. Jakarta. 2009

dapat disebut sebagai inflasi. Hal ini penting untuk membedakan kenaikan harga atas barang dan jasa tertentu.<sup>67</sup>

Teori tentang inflasi yang di kemukakan oleh Fisher pada awalnya berkembang dari teori yang dikenal dengan teori kuantitas (tentang uang). Teori kuantitas pada dasarnya merupakan suatu hipotesis tentang faktor yang menyebabkan perubahan tingkat harga ketika kenaikan jumlah uang beredar merupakan faktor penentu atau faktor yang mempengaruhi kenaikan tingkat harga.<sup>68</sup> Teori ini digunakan karena teori ini lebih memfokuskan pada bagaimana menekan jumlah uang beredar agar tidak terjadi inflasi yang di dalamnya melibatkan masyarakat dan pemerintah. Berbeda dengan teori Keynes yang hanya berfokus pada persaingan antar masyarakat.

Hasil penelitian yang di lakukan oleh Mustika Rini (2012) menggunakan model penelitian Vector Error Corretion Model (VECM) menemukan bahwa penerbitan sukuk di pengrauhi oleh beberapa indikator makroekonomi dalam jangka pendek, yaitu pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar dan inflasi.<sup>69</sup> Penelitian lain yang di temukan oleh Ardiasnyah (2017) menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk. Hal ini di karenakan

---

<sup>67</sup>*Ibid*

<sup>68</sup>*Ibid*

<sup>69</sup>Mustika. Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk) dan Inikator Makroekonomi Indonesia : Analisis VECM*. Bogor, IPB, 2002.

peningkatan nilai inflasi akan menyebabkan masyarakat akan lebih memilih mempertahankan nilai uangnya dari pada investasi melalui pembelian sukuk.<sup>70</sup>

Apabila inflasi didefinisikan dengan kecenderungan kenaikan harga secara umum, maka akan kita dapati bahwa dalam setiap perekonomian akan senantiasa ditemui permasalahan inflasi. Hanya saja, terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara permasalahan inflasi yang adalah dalam perekonomian islam dan kapitalis.

Pada sistem ekonomi islam, inflasi bukan merupakan suatu masalah utama ekonomi secara agregat, karena mata uangnya stabil dengan digunakannya mata uang dinar dan dirham. Salah satu faktor perbedaan adalah dikarenakan mata uang yang digunakan dalam Islam adalah bimetalik (dinar dan dirham). Pada dinar dan dirham tersebut mempunyai sejumlah keunggulan dibandingkan dengan mata uang kertas yang digunakan saat ini. Salah satu keunggulannya dibandingkan dengan mata uang kertas yang digunakan saat ini. Salah satu keunggulannya adalah nilai intrinsik yang terkandung di dalamnya. Penggunaan dinar dan dirham mampu mengendalikan inflasi. Telah diketahui bahwa *fiat money*, memiliki kelemahan yang teramat fatal. Sebaliknya, dinar dan dirham tidaklah memiliki kelemahan sebagaimana yang ditemukan dalam *fiat money*.<sup>71</sup>

Al Maqrizi merupakan salah satu cendekiawan Muslim pada pertengahan abad. Ia merupakan salah satu murid Ibnu Khaldun. Pada abad tersebut, Al Maqrizi menggolongkan dua penyebab inflasi yakni *human error inflasion* dan

---

<sup>70</sup>Ivan hannoriadi A. Deni L, *Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Koorporasi di Indonesia*, 2017

<sup>71</sup>Idris Parakkasi, *Inflasi Dalam Prespektif Islam*, 2016, Vol.3. No.1

*natural inflasion*.<sup>72</sup> Pengertian *human error inflasion* yang dimaksud Al Maqrizi adalah inflasi yang terjadi karena ulah manusia itu sendiri dimana hal ini sesuai dengan surat Ar-Rum ayat 41 yang berbunyi :

“ *Telah nampak kerusakan di darat dan laut di sebabkan karena perbuatan tangan manusia; Allah menghendaki agar mereka merasakan sebagian dari (akibat) perbuatan mereka, agar mereka kembali (ke jalan yang benar)*”

Sedangkan *natural inflasion* menurut Al Maqrizi adalah inflasi yang di sebabkan oleh alamiah, artinya inflasi tersebut terjadi karena turunnya penawaran agregat atau naiknya permintaan agregat.

Menurut Al Maqrizi inflasi merupakan salah satu fenomena ekonomi yang terjadi pada saat ini dan pada masa yang akan datang. Ia juga berpendapat bahwa kekayaan suatu negara tidak di tentukan oleh jumlah uang, melainkan jumlah produksi dan neraca pembayaran yang memiliki nilai positif. Hal ini menunjukkan bahwa perdagangan internasional telah menjadi pembahasan ulama sejak jaman dahulu.

Al Maqrizi menyatakan bahwa *human error inflasion* disebabkan oleh tiga hal utama yaitu korupsi dan administrasi yang buruk, pajak yang berlebihan dan terjadinya peningkatan sirkulasi mata uang atau fulus. Sedangkan *natural inflasion* dapat disebabkan oleh bencana alam. Terjadinya bencana alama merupakan salah satu fenomena yang tidak dapat di hindari oleh manusia. Bencana alam ini akan mengakibatkan terganggunya ketersediaan bahan pangan seperti adanya gagal

---

<sup>72</sup> Ambok Pangiuk, *Inflasi Pada Pandangan Sosial Ekonomi : Pandangan Al Magrizi*, 2015, Vol 30 No 2

panen. Hal inilah yang kemudian akan menimbulkan kelangkaan sehingga akan menimbulkan menaikkan harga-harga. Akibatnya, akan mengganggu aktivitas perekonomian suatu negara.

#### e) Neraca Perdagangan

Neraca perdagangan adalah selisih antara ekspor dan impor. Apabila ekspor lebih besar dari nilai impor maka akan dihasilkan neraca perdagangan yang positif (surplus) dan apabila ekspor lebih kecil dari impor maka akan dihasilkan neraca perdagangan yang negatif (defisit).<sup>73</sup> Menurut teori Samuelson dan Nordhaus defisit adalah selisih antara jumlah pengeluaran dan penerimaan.<sup>74</sup> Teori defisit ini digunakan karena teori ini mampu menjelaskan bahwa nilai neraca perdagangan mengalami defisit yang disebabkan karena pengeluaran yang lebih besar dibandingkan dengan penerimaan pajak.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Rangga (2017) menemukan bahwa defisit neraca di Indonesia mampu di atasi dengan pembiayaan yang diperoleh dari sukuk. Hal ini dikarenakan, sukuk mampu menyerap dana baik secara regional maupun secara global.<sup>75</sup>

Keseimbangan neraca perdagangan (*balance of trade*) merupakan salah satu komponen dari neraca pembayaran. Neraca pembayaran (*balance of*

---

<sup>73</sup>Paul, R. Krugman., *Ekonomi Internasional : Teori dan Kebijakan*. Edisi 5 jilid 2, Jakarta. PT. Indeks kelompok Gramedia, 2005

<sup>74</sup>Samuelson, Paul A dan Nordhaus, William D, *Ilmu Makro Ekonomi*. Jakarta PT. Media Edukasi, 2004.

<sup>75</sup>Rangga, dkk., *Potensi Sukuk Negara Dalam Penanggulangan Defisit Anggaran Negara*, 2017.

*payment*) adalah catatan resmi penduduk suatu negara dengan penduduk negara lain dalam jangka waktu tertentu, biasanya satu tahun. Keseimbangan neraca perdagangan adalah kondisi dimana ekspor sama dengan impor. Transaksi yang dicatat dalam keseimbangan neraca perdagangan hanya transaksi ekspor dan impor. Perdagangan yang dicatat meliputi perdagangan barang baik migas maupun nonmigas dan jasa-jasa yang dicatat meliputi; jasa transportasi, perjalanan, komunikasi, konstruksi, asuransi, keuangan, komputer dan informasi, royalti dan imbalan lisesnsi, personal, kultural, rekreasi dan jasa lainnya. Sementara itu, pendapatan investasi dan transfer berjalan tidak dicatat dalam keseimbangan neraca perdagangan walaupun keduanya adalah bagian dari neraca pembayaran.<sup>76</sup>

Sedangkan dalam Islam, perdagangan internasional adalah sama dengan jual beli yaitu transaksi yang dilakukan oleh pihak penjual dan pembeli atas suatu barang dan jasa yang menjadi obyek transaksi jual beli.<sup>77</sup> Sejarah islam menunjukkan bahwa praktik perdagangan internasional telah dilakukan oleh Nabi Muhammad SAW dengan membawa dagangan Khodijah hingga ke Negeri Syam, inilah yang menjadi bukti bahwa dalam islam perdagangan itu tidak terbatas yang hanya melulu berdagang dalam luar negeri. Surat al-Quraisy dijelaskan bahwa salah satu aktivitas kaum Quraisy pada saat itu adalah melakukan perjalanan saat musim panas dan dingin. Ayatnya sebagai berikut :<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup>*Ibid*

<sup>77</sup>Kasmir, *Perbankan Syariah (Jakarta: Kencana, 2013, 135*

<sup>78</sup>Sadono, Sukirno, *Teori Pengantar Makro Ekonomi*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Perkasa, 2012

“(yaitu) kebiasaan mereka bepergian pada musim dingin dan musim panas.” (QS 106:2)

Ekspor dan impor sangat penting untuk membentuk dan mengendalikan neraca perdagangan (*Balance of Payment*) di suatu negara. Impor harus dibiayai dengan nilai yang sama dari ekspor untuk mempertahankan keseimbangan neraca perdagangan. Hal ini berlaku siklus input dan output yang mana antara ekspor dan impor harus seimbang.<sup>79</sup> Sehingga bagaimana neraca perdagangan dalam islam dan konvensional memiliki tujuan yang sama, yaitu untuk menjaga keseimbangan.

## 7. Hubungan Variabel Makroekonomi dan Sukuk

### a) Pertumbuhan Ekonomi dan Sukuk

Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu alat yang digunakan untuk mengukur kemampuan suatu negara untuk menghasilkan output suatu negara. Menurut Sukirno (2012)<sup>80</sup>, pertumbuhan ekonomi dapat diartikan sebagai suatu perkembangan dalam perekonomian yang dapat menyebabkan jumlah output bertambah, sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Pertumbuhan ekonomi menjadi salah satu perhatian khusus bagi ekonom, guna mendorong pembangunan ekonomi suatu negara.

Berdasarkan teori yang di kemukakan oleh Adam Smith, David Ricardo, dan Thomas Robert Malthus menunjukkan bahwa para pemikir mazhab klasik

---

<sup>79</sup>*Ibid*

<sup>80</sup>*Ibid*

menganut pandangan yang luas tentang kegiatan ekonomi dalam kehidupan masyarakat.<sup>81</sup> Sistem analisis para pemikir dalam kaum klasik didasarkan atas asumsi bahwa seakan-akan perkembangan ekonomi berjalan dalam keadaan pasar bebas dengan persaingan yang sempurna tanpa adanya unsur monopoli.

Investor cenderung akan melakukan investasi pada suatu negara yang memiliki kinerja ekonomi yang baik. Salah satu indikator kinerja ekonomi yang baik diukur dengan pertumbuhan ekonomi tinggi (Duasa, dan Kassim. 2009). Pada studi empiris lainnya yang ditulis oleh Amaya dan Rowlan (2004) disebutkan bahwa pertumbuhan perekonomian suatu negara berkorelasi positif terhadap pergerakan arus kas. Salah satu indikator bahwa sebuah negara memiliki kondisi makroekonomi yang baik yaitu dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi dan rendahnya tingkat inflasi. Hal ini akan menarik investor untuk melakukan investasi. Penelitian lain yang dilakukan oleh Nursilah dkk (2012) menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi yang baik dan stabil akan mempengaruhi penerbitan sukuk negara. Pertumbuhan ekonomi yang cukup baik di negara Indonesia di harapkan mampu mendorong ketersediaan sukuk.

#### **b) Nilai Tukar dan Sukuk**

Kurs atau nilai tukar merupakan sebuah rasio harga domestik dengan harga internasional. Menurut teori Mankiw (2006) perhitungan kurs dapat dibagi menjadi dua, yaitu kurs nominal dan kurs riil. Kurs nominal adalah harga relatif

---

<sup>81</sup>Sumitro Djojohadikusumo, *Perkembangan Pemikiran Ekonomi. Dasar Teori Ekonomi Pertumbuhan dan Ekonomi Pembangunan*, Jakarta: LP3ES, 1994, hal. 27-35.

mata uang dua negara sedangkan kurs riil menghitung harga relatif barang-barang di antara dua negara.

Menurut Nawatwi (2009) terdapat tiga jenis kurs valas, yaitu (1). *spot exchange rate* adalah sistem kurs yang berlaku adalah kurs pada saat transaksi jual beli terjadi, (2) *foward exchange rate* adalah sistem nilai tukar yang berlaku adalah nilai tukar pada perjanjian awal, pengiriman aset dan pembayaran dilakukan pada waktu yang akan datang, dan (3) *future exchange rate* nilai tukar yang berlaku adalah nilai tukar yang telah disesuaikan setiap hari selama periode kontrak, pengiriman aset dan pembayaran akan dilakukan pada waktu yang akan datang.<sup>82</sup>

Penelitian yang dilakukan oleh Bilawal dkk (2014) menyatakan bahwa nilai tukar merupakan salah satu faktor penting dalam sebuah perekonomian terbuka. Menurutnya, nilai tukar memiliki efek langsung pada beberapa indikator ekonomi makro seperti investasi.<sup>83</sup> Studi lain yang dilakukan Waqas, dkk (2015) menyatakan bahwa perubahan yang tidak dapat diprediksi pada nilai tukar akan mempengaruhi minat investor dalam berinvestasi. Depresiasi mata uang negara domestik memotivasi investor asing untuk berinvestasi karena *return* yang lebih tinggi.<sup>84</sup>

---

<sup>82</sup>Nawatmi, Sri, *Volatilitas Nilai Tukar dan Perdagangan Internasional*. Dinamika Akuntansi, Perbankan dan Keuangan, 2012, Hal 41-56. Vol.1.No.1

<sup>83</sup>Bilawal, et.al, *Impact of Exchange Rate on Foreign Direct Investment In Pakistan*. Advances in Economics and Business, 2014, 2(6): 223- 231

<sup>84</sup>Ibid

Menurut Rosyida (2016), nilai tukar merupakan salah satu faktor makroekonomi yang paling penting dalam perekonomian terbuka dan memiliki efek langsung pada faktor-faktor ekonomi makro seperti investasi. Lebih lanjut ia menjelaskan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif terhadap obligasi syariah (sukuk). Nilai tukar yang bersifat fluktuatif akan mempengaruhi ekspektasi inflasi masyarakat, sehingga akan mempengaruhi harga aset. Perubahan pada harga aset akan mempengaruhi ketersediaan sukuk di Indonesia.

#### c) **Suku Bunga dan Sukuk**

Bunga merupakan suatu bentuk pendapatan bagi pemilik dana yang telah mengorbankan dananya dalam beberapa waktu karena digunakan oleh pihak lain. Bunga ini merupakan harga yang harus dibayar oleh peminjam atau pengguna untuk memperoleh dana dari pemberi atau pemilik dana dalam jangka waktu yang telah disepakati. Teori klasik menjelaskan kebutuhan tabungan dan kebutuhan investasi sebagai penentu tingkat bunga yang berlaku.

Investasi yang mengalir ke negara-negara berkembang sangat sensitif terhadap suku bunga. Tingkat bunga dunia dan tingkat bunga domestik merupakan salah satu indikator yang efektif untuk mendorong mobilitas modal.<sup>85</sup> Investasi akan cenderung mengalir pada negara dengan suku bunga domestik lebih tinggi dari suku bunga internasional. Investor akan cenderung

---

<sup>85</sup>Arfaoui, Mongi, and Ezzeddine. Abaoub, *On The Determinant Of International Financial Integration In The Global Business Area*. Journal Of Applied Economics Science, 2010, Vol.5.Issue 3 (13)

merasa diuntungkan jika melakukan investasi pada negara dengan tingkat bunga yang lebih tinggi.

BI menetapkan tingkat bagi hasil sukuk diasumsikan lebih tinggi diatas BI rate. Kebijakan Bank Indonesia mencerminkan *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Tujuan lain adanya suku bunga acuan adalah sebagai salah satu bentuk efektivitas dalam transmisi kebijakan moneter melalui pergerakan suku bunga. Oleh sebab itu, suku bunga digunakan sebagai acuan dalam menetapkan imbal hasil sukuk.

Boutti (2014) menyatakan bahwa kenaikan pada suku bunga akan mempengaruhi sukuk *performance*. Lebih lanjut ia menganalisis bahwa perubahan pada tingkat suku bunga akan mempengaruhi sukuk dan portofolio lainnya pada pasar modal.<sup>86</sup> Hal ini di karenakan perubahan suku bunga akan mempengaruhi *return* yang akan di peroleh investor. Sehingga perubahan suku bunga menjadi salah satu faktor penentu dalam ketersediaan sukuk negara di Indonesia.

#### d) Inflasi dan Sukuk

Inflasi dapat diartikan sebagai kenaikan harga secara terus menerus, sehingga dapat menimbulkan kenaikan pada jumlah uang beredar.<sup>87</sup> Inflasi merupakan salah satu indikator dalam sebuah pembangunan negara. Rendahnya tingkat inflasi disuatu negara merupakan sasaran utama pemerintah pada

---

<sup>86</sup>Boutti, F.M, *Sukuk and Bond Performance In Malaysia*. International Journal of Economics and Finance, 2014, 6(2),121-130.

<sup>87</sup>Ibid

variabel makroekonomi. Tingkat inflasi yang rendah menunjukkan kestabilan harga dan akan berdampak pada pengambilan keputusan pada kebijakan moneter.<sup>88</sup>

Kenaikan harga pada satu atau dua jenis barang tidak dapat dikatakan inflasi, kecuali kenaikan tersebut dapat mengakibatkan kenaikan harga pada harga barang lainnya. Inflasi mengakibatkan jumlah uang beredar di masyarakat melebihi jumlah uang yang dibutuhkan. Jika harga-harga mengalami kenaikan, maka mengakibatkan penurunan daya beli masyarakat karena pendapatan riil masyarakat yang juga menurun. Hal ini akan menghambat laju pertumbuhan ekonomi suatu negara.

Teori tentang inflasi yang dikemukakan oleh Fisher pada awalnya berkembang dari teori yang dikenal dengan teori kuantitas (tentang uang). Teori kuantitas pada dasarnya merupakan suatu hipotesis tentang faktor yang menyebabkan perubahan tingkat harga ketika kenaikan jumlah uang beredar merupakan faktor penentu atau faktor yang mempengaruhi kenaikan tingkat harga.<sup>89</sup> Teori ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mustika Rini (2012) menggunakan model penelitian Vector Error Correction Model (VECM) menemukan bahwa penerbitan sukuk dipengaruhi oleh beberapa indikator

---

<sup>88</sup>Pratiwi, Ardianing. *Determinan Inflasi Indonesia: Jangka Panjang dan Jangka Pendek. Jurnal Kajian Ekonomi*. 2013, Vol.10. No.21

<sup>89</sup>*Ibid*

makroekonomi dalam jangka pendek, yaitu pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar dan inflasi.<sup>90</sup>

Investasi pada pasar modal tidak hanya memberi *return* tetapi juga mengandung resiko. Besar kecilnya resiko di pasar modal sangat di pengaruhi oleh kondisi perekonomian negara tersebut. Inflasi adalah salah satu permasalahan ekonomi yang dapat mengganggu mobilitas laju investasi. Inflasi tidak hanya menjadi permasalahan bagi pemerintah tetapi juga menjadi ancaman besar bagi investor. Hal ini disebabkan karena inflasi yang terlalu tinggi memberikan tanda *overheated economy* sehingga mengurangi jumlah investasi.<sup>91</sup>

#### e) Neraca Perdagangan dan Sukuk

Ekspor merupakan jumlah produksi barang dan jasa dalam sebuah negara. Sedangkan yang dimaksud dengan impor adalah jumlah produksi barang dan jasa dari luar negeri yang masuk ke dalam suatu negara.<sup>92</sup> Kegiatan ekspor impor dalam jangka panjang sangat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi negara. Nilai ekspor dan impor negara dapat dilihat melalui neraca perdagangan.

---

<sup>90</sup>Mustika. Rini, *Obligasi Syariah (Sukuk) dan Indikator Makroekonomi Indonesia : Analisis VECM.*,Bogor,IPB, 2002.

<sup>91</sup>*Ibid*

<sup>92</sup>*Ibid*

Nilai ekspor dan impor menjadi salah satu tolok ukur untuk pertumbuhan ekonomi pada suatu negara.<sup>93</sup> Perkembangan nilai ekspor dan impor mendorong pembangunan berkelanjutan dan merupakan salah satu sumber penting negara yang sedang berkembang seperti Indonesia.<sup>94</sup> Penelitian yang dilakukan oleh Pramono (2008), menyatakan bahwa nilai ekspor memiliki korelasi yang signifikan terhadap investasi.

Teori yang di kemukakan oleh Krugman (2005) menyatakan bahwa neraca perdagangan adalah selisih antara ekspor dan impor. Apabila ekspor lebih besar dari nilai impor maka akan dihasilkan neraca perdagangan yang positif (surplus) dan apabila ekspor lebih kecil dari impor maka akan dihasilkan neraca perdagangan yang negatif (defisit).

Perkembangan nilai ekspor dan impor negara menjadi salah satu faktor pendorong investor untuk melakukan investasi. Jumlah ekspor yang tinggi menunjukkan bahwa negara tersebut memiliki nilai output yang cukup baik. Kondisi ekonomi dan non ekonomi menjadi faktor penting dalam pengambilan keputusan dalam berinvestasi. Kondisi non ekonomi seperti faktor keamanan negara juga menjadi salah satu faktor pertimbangan bagi investor.<sup>95</sup>

Penelitian yang di lakukan oleh Rangga (2017) menyatakan bahwa sukuk memiliki peran dan pengaruh penting dalam pembiayaan defisit anggaran di

---

<sup>93</sup>Made Kembar, K, *Pengaruh Ekspor, Impor dan Kurs Terhadap Cadangan Devisa Nasional Periode 1999 – 2010*. E- Jurnal Ekonomi Pembangunan Universitas Udayana, 2012, Vol.3. No.1

<sup>94</sup>I Gede.I Wayan, *Analisis Pengaruh Investasi, Inflasi, Kurs Dollar Amerika Serikat Dan Suku Bunga Kredit Terhadap Ekspor Indonesia Tahun 1992 -2012*, 2015, Vol.4. No.5

<sup>95</sup>Ibid

negara Indonesia. Nilai ekspor impor mampu meningkatkan kapasitas konsumsi suatu negara sehingga akan meningkatkan jumlah output. Hal ini juga akan berdampak pada tersalurkannya sumber daya yang langka dan pasar-pasar internasional yang potensial untuk berbagai produk ekspor yang mana tanpa produk-produk tersebut, maka negara-negara miskin tidak akan mampu mengembangkan kegiatan dan kehidupan perekonomiannya.

### C. Kerangka Berpikir

Penelitian ini akan menganalisis hubungan variabel makroekonomi di negara Indonesia. Variabel makroekonomi yang menjadi indikator dalam penelitian ini adalah variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan.

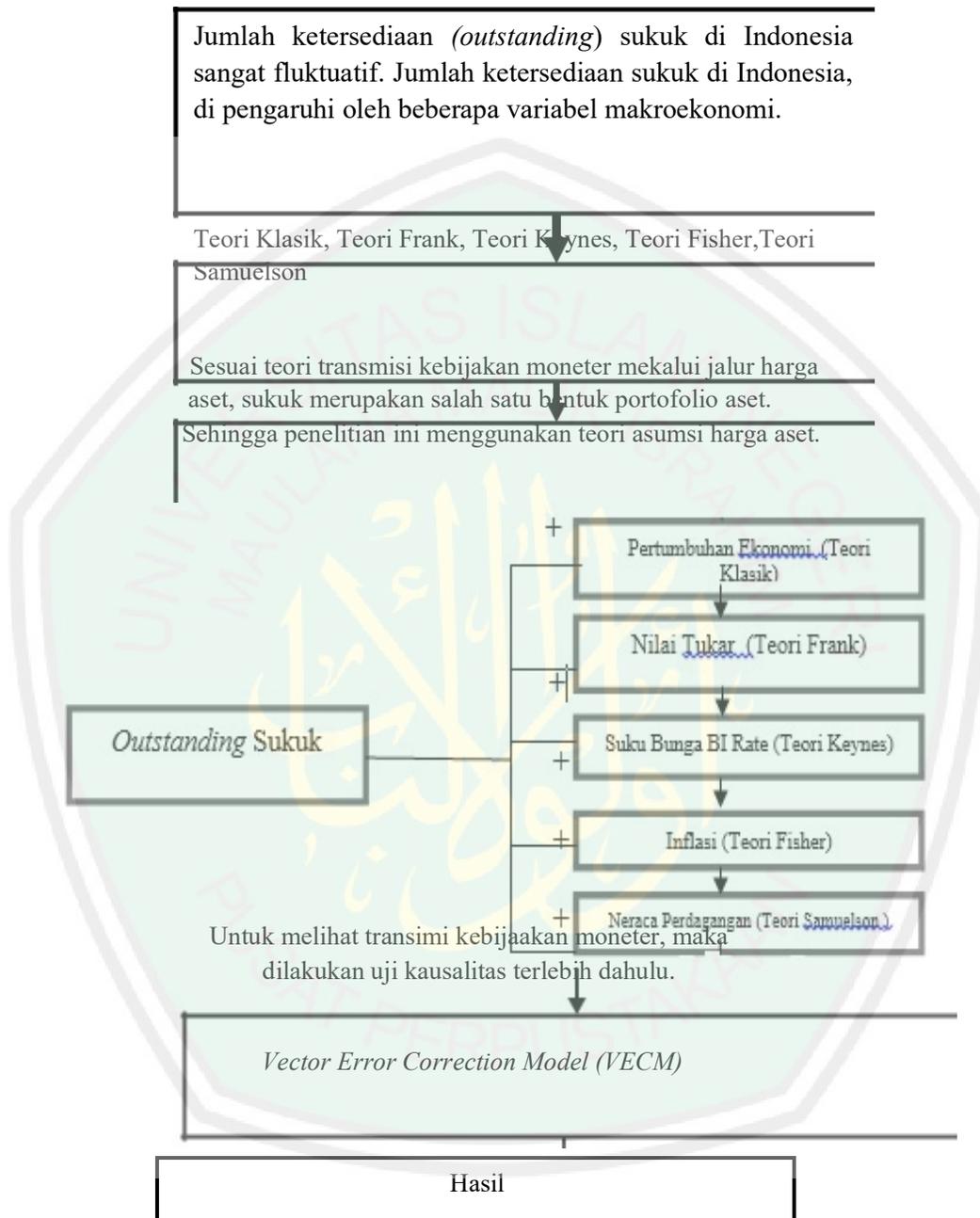
Kebijakan moneter merupakan salah satu kebijakan yang memiliki hubungan langsung dengan beberapa variabel makroekonomi. Transmisi kebijakan moneter terhadap investasi dapat terjadi melalui jalur harga aset (*asset price channel*). Mekanisme kebijakan melalui harga aset menekankan bahwa kebijakan moneter akan mempengaruhi jumlah uang beredar, yang kemudian akan berpengaruh terhadap perubahan harga aset melalui perubahan suku bunga.

Variabel pertumbuhan ekonomi digunakan dalam penelitian ini karena kondisi makroekonomi yang stabil menunjukkan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkelanjutan dengan tingkat inflasi yang rendah. Sehingga dapat menjadi faktor penarik investor untuk menginvestasikan modalnya berupa saham, baik obligasi, reksadana, forex ataupun sukuk. Nilai tukar adalah salah satu

indikator lain yang tidak luput dari sebuah perekonomian. Variabel nilai tukar digunakan dalam penelitian ini karena nilai tukar memiliki efek langsung pada variabel makroekonomi lainnya.

Investor akan cenderung melakukan investasi pada negara dengan tingkat suku bunga yang lebih tinggi dari pada suku bunga domestik. Sehingga pergerakan suku bunga juga menjadi salah satu faktor bagi investor dalam melakukan investasi. Investasi pada pasar modal selain memberikan *return*, juga mengandung resiko. Inflasi dapat berpengaruh terhadap beberapa kegiatan ekonomi seperti pada investasi. Neraca perdagangan merupakan salah satu kegiatan ekonomi dalam negara yang menunjukkan aktivitas perdagangan. Aktivitas perdagangan tersebut menunjukkan nilai ekspor dan impor pada suatu negara. Nilai ekspor yang tinggi menunjukkan tingginya output dalam sebuah negara dan sebaliknya jika nilai impor yang tinggi, maka menunjukkan bahwa output pada negara tersebut cenderung rendah. Neraca perdagangan akan mempengaruhi tingkat investasi yang kemudian akan mempengaruhi ketersediaan aset di suatu negara. Ilustrasi kerangka berpikir dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 2.5. Ilustrasi tersebut menggambarkan bagaimana variabel makroekonomi bekerja melalui transmisi kebijakan moneter. Lebih lanjut ilustrasi tersebut menggambarkan bahwa terdapat hubungan positif antara variabel makroekonomi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia.

**Gambar 2. 5**  
**Skema Kerangka Berpikir**



Sumber : Analisis diolah, 2020.

#### D. Hipotesis Dan Model Analisis Penelitian

Berdasarkan transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset, fluktuasi harga aset dipengaruhi dua sektor perekonomian yakni sektor riil dan sektor keuangan. Sukuk merupakan salah satu bentuk portofolio aset. Sehingga asumsi teori harga aset di gunakan pada penelitian ini. Karena sukuk merupakan salah satu bentuk portofolio aset yang bergerak di sektor keuangan, maka penelitian ini fokus hanya pada sektor keuangan. Lalu, perkembangan pada sektor keuangan itu sendiri di pengaruhi oleh dua faktor utama, yakni investasi dan konsumsi. Penelitian ini lebih menfokuskan penelitian pada faktor investasi. Investasi pada sektor keuangan yang berbentuk sukuk dapat di pengaruhi oleh beberapa variabel makroekonomi, yakni pertumbuhan ekonomi, suku bunga, inflasi, nilai tukar dan neraca perdagangan.

Dari uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama menyatakan bahwa perubahan pada variabel makroekonomi yang terdiri dari pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan memiliki pengaruh terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa perubahan pada variabel makroekonomi yang terdiri dari pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi, dan neraca perdagangan berdampak pada besarnya kontribusi yang diberikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Gambar 2.3 di atas mengilustrasikan skema hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini. Hipotesis dimulai dari hal apa yang melatarbelakangi

peneliti untuk melakukan penelitian. Lalu latar belakang tersebut dikaji melalui beberapa teori yang berkaitan dengan variabel makroekonomi. Teori transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset akan mempengaruhi berbagai kondisi perekonomian di Indonesia. Aset yang dimaksud dalam penelitian ini adalah sukuk atau obligasi syariah. Secara garis besar, transmisi kebijakan moneter akan mempengaruhi dua sektor besar dalam perekonomian global, yakni sektor riil dan sektor finansial. Sedangkan transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset, akan berfokus bagaimana transmisi kebijakan moneter tersebut mempengaruhi sektor finansial melalui beberapa variabel makroekonomi. Variabel makroekonomi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan. Kelima variabel makroekonomi tersebut di duga memiliki hubungan yang positif terhadap *outstanding* sukuk. Sehingga jika terjadi perubahan pada salah satu nilai variabel makroekonomi, maka akan merubah nilai ketersediaan (*outstanding*) sukuk.

**Gambar 2.6**  
**Skema Hipotesis**



Keterangan :

Warna ungu menyatakan hipotesis pertama  
Warna hijau menyatakan hipotesis kedua

Sumber : Penulis. 2020

Gambar 2.6 di atas menggambarkan perubahan yang terjadi pada variabel makroekonomi dipengaruhi oleh berbagai faktor. Baik faktor internal maupun faktor eksternal. Hal ini akan mendorong investor untuk melakukan investasi. Pengaruh dan respon yang terjadi antara variabel makroekonomi dan *outstanding* sukuk kemudian akan dianalisis menggunakan metode VECM.

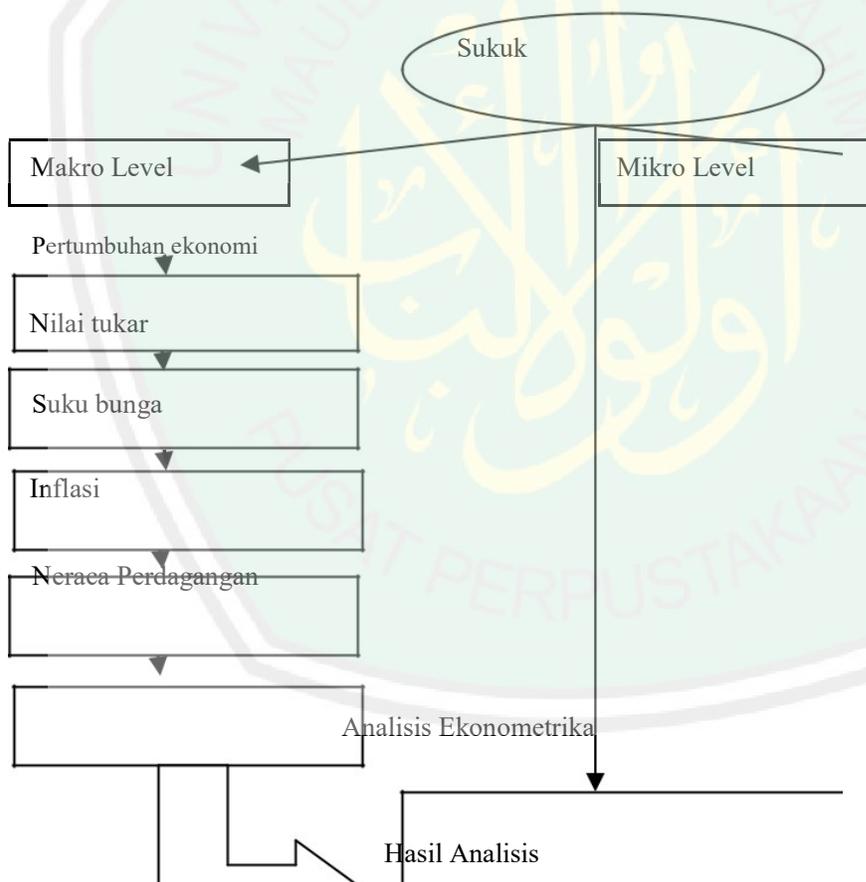
### BAB III

#### METODE PENELITIAN

##### A. Kerangka Konsep

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dengan teknik ekonometrika. Metode ini digunakan untuk memperoleh hasil yang diinginkan oleh peneliti. Gambar 3.1 pada halaman enam puluh dua mengilustrasikan kerangka konsep yang dilakukan dalam metode penelitian ini :

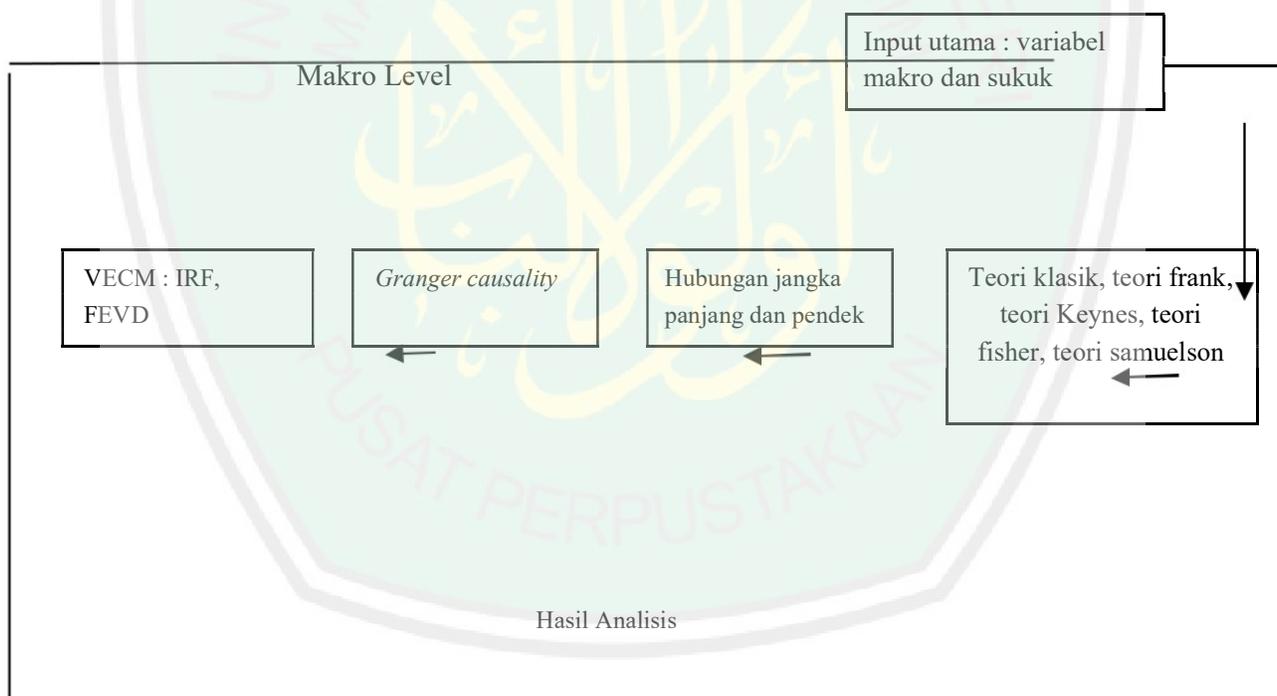
**Gambar 3.1**  
**Kerangka Konsep**



Dari ilustrasi gambar 3.1 di atas tersebut dapat dilihat bahwa sukuk dapat dipengaruhi oleh makro dan mikro level variabel, akan tetapi pada penelitian ini akan fokus pada level makroekonomi saja. Sehingga penjabaran pada level mikroekonomi tidak dijelaskan lebih lanjut. Terdapat lima variabel makroekonomi dalam penelitian ini yaitu pertumbuhan ekonomi, kurs, suku bunga BI rate, inflasi, dan neraca perdagangan. Kelima variabel ini akan dianalisis melalui uji granger, uji variance decomposition dan impulse respoon. Setelah melakukan uji tersebut, peneliti dapat menganalisis hasil dengan VECM.

Metode penelitian dapat diilustrasikan pada gambar 3.2 sebagai berikut :

**Gambar 3.2**  
**Ilustrasi Metode Penelitian**



Sumber : Analisis, data diolah penulis, 2020.

Gambar 3.2 di atas mengilustrasikan metode penelitian yang akan dilakukan pada penelitian ini. Data variabel makro dan sukuk akan diolah menggunakan teknik ekonometrika. Sebelum dilakukan analisis terlebih dahulu peneliti melakukan analisis pada beberapa teori yang terkait. Setelah melakukan analisis pada teori, peneliti akan melihat apakah terdapat hubungan antara teori dan variabel. Langkah berikutnya peneliti akan melihat apakah terdapat hubungan, baik jangka panjang atau jangka pendek. Selanjutnya peneliti akan melakukan uji *granger* guna melihat bagaimana hubungan yang terjadi antara variabel makro dan *outstanding* sukuk di Indonesia. Setelah melakukan uji tersebut, berlanjut pada uji *impulse respon function* dan *forecast error variance decomposition* sebelum menganalisis hasil.

#### **B. Pendekatan dan Jenis Penelitian**

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Pendekatan kuantitatif lebih menganalisis data dan menyimpulkan hasil penelitian dengan pengukuran statistik.<sup>96</sup> Pendekatan kuantitatif juga memasukkan sub bab hipotesis dan pembuktian hipotesis dalam penelitian.<sup>97</sup> Hipotesis penelitian berisikan jawaban sementara terhadap masalah penelitian yang kebenarannya harus diuji secara empiris. Menguji hipotesis penelitian memerlukan teori, statistik, dan teknik-teknik pengujian.<sup>98</sup>

---

<sup>96</sup>Musiono, Lukas, *Perbedaan Pendekatan Kuantitatif dengan Kualitatif dalam Metode Penelitian*. Jurnal Manajemen & Kewirausahaan, 2002, Vol.4.No.4

<sup>97</sup>Muhammad Mulyadi, *Determinan Inflasi di Indonesia*, 2011, Vol.1.No.5

<sup>98</sup>Ibid

Penelitian ini menggunakan data *time series* dengan periode 2010 kuartal 1 sampai 2018 kuartal 4. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah negara Indonesia. Negara Indonesia dijadikan objek penelitian karena kondisi keuangan internasional Indonesia stabil dan semakin berkembang sehingga para investor asing tertarik untuk berinvestasi portofolio. Metode yang digunakan adalah metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Beberapa keuntungan dari persamaan model VECM, antara lain:

(1) Estimasinya sederhana, (2) Hasil perkiraan (*forecast*) yang diperoleh dengan menggunakan metode ini dalam banyak kasus lebih bagus dibandingkan dengan hasil yang didapat dengan menggunakan model persamaan simultan yang kompleks sekalipun ;(3) Mampu menjelaskan hubungan jangka panjang dan jangka pendek.<sup>99</sup> Selain itu, VECM juga merupakan alat analisis yang sangat berguna, baik dalam memahami adanya hubungan timbal balik antara variabel-variabel ekonomi, maupun di dalam pembentukan model ekonomi berstruktur.

### C. Identifikasi Variabel

Periode analisis dilakukan pada tahun 2010 kuartal 1-2018 kuartal 4. Variabel-variabel yang akan digunakan adalah:

1. Variabel *outstanding* sukuk di Indonesia.
2. Variabel makroekonomi, terdiri dari variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga , inflasi dan neraca perdagangan.

---

<sup>99</sup>Walter, enders, *Applied Econometric Time Series*. (New York: John Wiley and Sons Inc, 2004)

#### D. Definisi Operasional

Definisi masing – masing variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

##### 1. Sukuk

Sukuk adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah, yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah (sukuk), yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil atau margin, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Data sukuk yang digunakan adalah *outstanding* sukuk. Data sukuk berupa satuan juta rupiah. Data sukuk diperoleh dari OJK. Sukuk di jadikan sebagai variabel dalam penelitian ini karena sukuk merupakan salah satu bentuk portofolio asset yang dapat memberikan kontribusi positif terhadap perkembangan pasar modal domestik. Secara matematis, sukuk outstanding dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Outstanding sukuk} = \text{sukuk yg diterbitkan} - \text{pelunasan sukuk... (3.1)}$$

##### 2. Pertumbuhan ekonomi

Menurut Sukirno, pertumbuhan ekonomi adalah suatu perkembangan dalam kegiatan perekonomian sehingga menyebabkan barang dan jasa yang diproduksi bertambah dan mampu meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Pertumbuhan ekonomi dapat dinyatakan dalam bentuk satuan persen (%). Rumus matematis untuk menghitung laju pertumbuhan ekonomi (pertumbuhan PDB) Indonesia adalah: <sup>15</sup>

$$EG = \frac{PDB_t - PDB_{t-1}}{PDB_{t-1}} \times 100\% \dots \dots \dots (3.2)$$

Dimana:

$EG$  = Laju pertumbuhan ekonomi, dinyatakan dalam persen

$PDB_t$  = PDB riil tahun sekarang

$PDB_{t-1}$  = PDB riil tahun sebelumnya

<sup>15</sup> *Ibid*

Pertumbuhan ekonomi dijadikan sebagai variabel makroekonomi dalam penelitian ini karena pertumbuhan ekonomi dapat menunjukkan kemampuan suatu negara untuk menghasilkan output suatu negara.

### 3. Nilai Tukar

Nilai tukar atau kurs yang digunakan dalam penelitian ini adalah kurs nominal rupiah/USD. Kurs nominal didefinisikan sebagai jumlah dari mata uang negara Indonesia (Rupiah) yang digunakan untuk memperoleh satu unit mata uang US (Dollar). Alasan memilih nilai tukar rupiah terhadap dollar karena dollar US memiliki nilai uang yang relatif stabil dan dominan dalam transaksi internasional serta diterima sebagai alat tukar di berbagai negara di dunia.<sup>16</sup> Nilai tukar di gunakan dalam penelitian ini karena nilai tukar merupakan salah satu variabel makroekonomi yang paling sensitif terhadap perubahan yang terjadi di pasar modal.

### 4. Suku bunga

Suku bunga yang digunakan dalam studi ini adalah BI. Suku bunga adalah harga yang harus di bayar bank atau peminjam lainnya untuk pemanfaatan uang dalam jangka waktu tertentu.<sup>17</sup> Tingkat suku bunga menyatakan tingkat pembayaran atas pinjaman atau investasi. Suku bunga dinyatakan dalam presentase (%).<sup>18</sup> Sehingga data suku bunga akan di transformasikan dalam bentuk desimal. Data suku bunga diperoleh dari Bank Indonesia. Suku bunga digunakan dalam penelitian ini karena BI mengasumsikan bahwa nilai bagi hasil lebih tinggi dari suku bunga acuan. Sehingga suku bunga tetap dijadikan sebagai bahan acuan dalam perhitungan bagi hasil.

### 5. Inflasi

---

<sup>16</sup> *Ibid*

<sup>17</sup> Julius A, Mulyadi (ed.) dan Gunawan Hutaaruk (ed.), *Economics*, Erlangga, Jakarta, 1994, hlm. 332.

<sup>18</sup> Dornbusch, S. Fischer, and Richard Starz, *Makro Ekonomi*, Terj. Roy Indra Mirazudin, (Media Global Edukasi, Jakarta, 2008), 43.

Menurut Boediono yang dikatakan sebagai inflasi adalah kecenderungan dari harga-harga untuk menaik secara umum dan terus menerus.<sup>19</sup> Penelitian ini menggunakan data inflasi yang diperoleh dari Indeks Harga Konsumen (IHK). Secara matematis, IHK dihitung sebagai berikut:<sup>20</sup>

$$INF = \frac{IHK_t - IHK_{t-1}}{IHK_{t-1}} \times 100 \dots \dots \dots (3.3)$$

Dimana:

INF : Inflasi di Indonesia

IHK<sub>t</sub> : Indeks Harga konsumen Indonesia pada periode ke-t

IHK<sub>t-1</sub> : Indeks Harga Konsumen Indonesia periode t-1

Inflasi menjadi salah satu indikator variabel makroekonomi dalam penelitian ini karena inflasi akan mempengaruhi laju mobilitas investasi karena terganggunya daya beli masyarakat.

#### 6. Defisit Neraca Perdagangan

Neraca perdagangan adalah suatu catatan atau ikhtisar yang di dalamnya mencatat semua transaksi ekspor dan transaksi impor barang suatu negara. Neraca perdagangan dikatakan defisit bila nilai ekspor yang lebih kecil dari impornya dan dikatakan surplus bila ekspor barang lebih besar dari impornya. Dikatakan neraca perdagangan yang berimbang jika nilai ekspor suatu negara sama dengan nilai impor yang dilakukan negara tersebut.<sup>21</sup> Secara matematis, defisit neraca perdagangan dapat dirumuskan sebagai berikut :

<sup>19</sup>Boediono, *Ekonomi Indonesia, Mau Kemana*. Jakarta: Gramedia Pustaka, 1994.

<sup>20</sup>Mankiw, Gregory N, *Makroekonomi*. (Jakarta. Erlangga, 2006)

<sup>21</sup>Pujoalwanto, B, *Perekonomian Indonesia, Tinjauan Historis, Teoritis dan Empiris*. (Jakarta : Graha Ilmu, 2014.)

$$T = P.X - e P^* M \dots\dots\dots (3.4)$$

Dimana :

T = neraca perdagangan

P = harga

X = jumlah barang yang diekspor

e = nilai tukar nominal

P\* = harga barang luar negeri

M = jumlah barang yang diimpor

Neraca perdagangan di gunakan dalam penelitian ini karena, neraca perdagangan mampu menunjukkan kegiatan ekspor dan impor yang di lakukan oleh suatu negara.

<sup>106</sup>Pujoalwanto, B, *Perekonomian Indonesia, Tinjauan Historis, Teoritis dan Empiris.* (Jakarta : Graha Ilmu, 2014.)



### E. Jenis Data dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa data runtut waktu (*time series*) di Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah nilai *outstanding* sukuk negara atau sukuk ritel.<sup>107</sup> Tabel 3.1 menunjukkan jenis dan sumber data pada penelitian ini, yaitu:

Tabel 3.1  
Jenis dan Sumber Data

Variabel	Jenis Data	Sumber Data	Periode Tahun
<b>Outstanding Sukuk</b>	Data Sekunder	DJPPR	2010Q1- 2018Q4
<b>GDP</b>	Data Sekunder	Bank Indonesia	2010Q1- 2018Q4
<b>Kurs</b>	Data Sekunder		2010Q1- 2018Q4
<b>Suku Bunga</b>	Data Sekunder	Bank Indonesia	2010Q1- 2018Q4
<b>Inflasi</b>	Data Sekunder	Bank Indonesia	2010Q1- 2018Q4
<b>Neraca Perdagangan</b>	Data Sekunder	BPS	2010Q1- 2018Q4

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu yang memenuhi kriteria penelitian.

### F. Teknik Pengumpulan

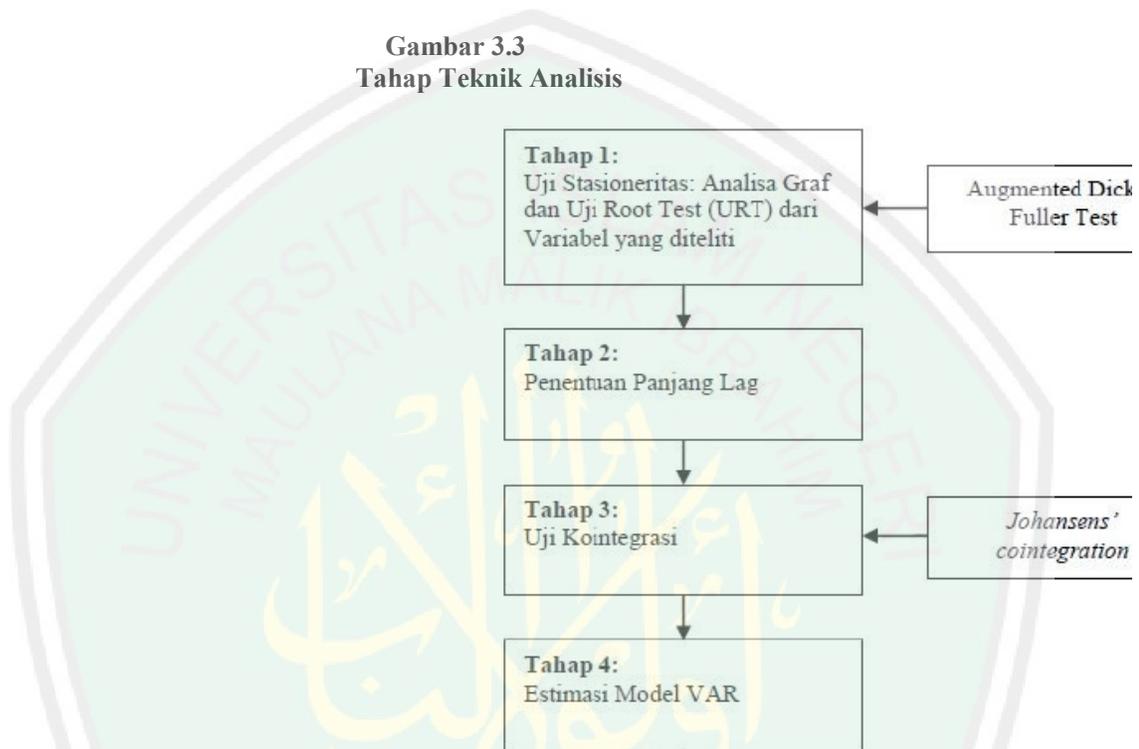
Metode pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dokumentasi yaitu pengumpulan data dengan cara membaca bahan-bahan yang

<sup>107</sup> Sugiono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D*. (Bandung. Alfabeta, 2011)

menjadi sumber data baik yang berasal dari laporan penelitian, jurnal, maupun artikel yang berhubungan dengan permasalahan serta mengunjungi website yang menjadi sumber data.

## 1. Teknik Analisis

**Gambar 3.3**  
**Tahap Teknik Analisis**



Sumber : Agus Tri Basuki, 2012.

Gambar 3.3 di atas menjabarkan tentang tahapan pada teknik analisis pada penelitian. Secara garis besar terdapat lima tahapan untuk memperoleh hasil dengan menggunakan metode VECM. Terdapat beberapa uji yang harus dilakukan untuk penggunaan metode VECM.

### a). Uji Stationeritas

Uji stasioneritas dilakukan untuk melihat tingkat stationeritas sebuah variabel. Uji stasioneritas diperlukan pada studi yang menggunakan *data time series*, jika data tidak stationer maka akan terjadi regresi lancung (*spurious regression*), dimana  $R^2$  lebih besar dibandingkan *Durbin Watson* (DW *statistic*). Hasil regresi yang mengandung *regresi lancung* menyebabkan hasil regresi tidak memiliki arti secara ekonomi.<sup>108</sup>

Uji stationeritas, untuk menentukan tingkat statineritas dapat dilakukan dengan menggunakan rumus persamaan sebagai berikut:

1. Tanpa intersep dan tren

$$Dy_t = \delta y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i Dy_{t-i+1} + e_y \quad \dots\dots\dots(3.5)$$

2. Dengan intersep tanpa tren

$$Dy_t = \beta_0 + \delta y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i Dy_{t-i+1} + e_y \quad \dots\dots\dots(3.6)$$

3. Dengan intersep dan tren

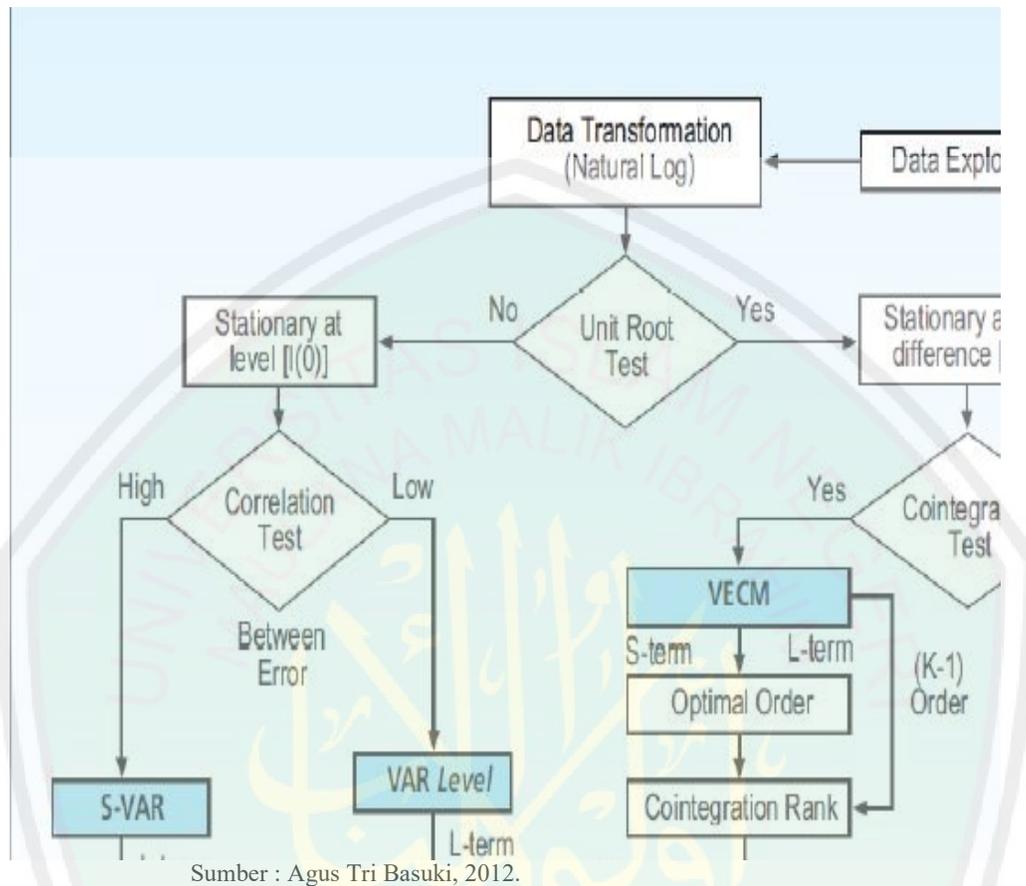
$$Dy_t = \beta_0 + \delta y_{t-1} + \beta_1 T + \sum_{i=2}^p \beta_i Dy_{t-i+1} + e_y \quad \dots\dots\dots(3.7)$$

Uji ADF menguji stasioneritas variabel pada tingkat *level* dan *first difference*. Pertama data di uji pada tingkat level. Jika variabel belum stationer di tingkat level maka dilakukan uji stasioneritas pada tingkat *first different*. Jika data telah lolos uji stasioneritas, maka metode VAR dapat dilanjutkan tanpa perlu menggunakan metode VECM. Jika tidak stasioner, maka metode dilanjutkan dengan metode VECM.

---

<sup>108</sup>Widarjono, Agus, *Ekonometrika Teori dan Aplikasi : Untuk Ekonomi dan Bisnis*. (Yogyakarta. Ekonosia, 2009)

**Gambar 3.4**  
**Model VECM**



**b). Penentuan Lag Length Criteria**

Penentuan *lag length criteria* merupakan tahap kedua yang tidak kalah penting dalam estimasi VAR maupun VECM. Jika *lag* yang digunakan terlalu sedikit maka residual dari regresi tidak dapat menampilkan proses *white noise* sehingga model tidak dapat mengestimasi *actual error* secara tepat tetapi jika *lag* yang digunakan terlalu banyak maka akan mengurangi kemampuan

menolak  $H_0$  karena tambahan parameter yang terlalu banyak dapat mengurangi derajat bebas.<sup>109</sup>

Kriteria penentuan *lag optimal* ini ada lima jenis yaitu: *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SC) dan *Hannah-Quin Criterion* (HQ). Penentuan *lag optimal* ditentukan melalui uji VAR *lag order selection criteria* dengan melihat *lag* yang memiliki jumlah tanda bintang terbanyak merupakan *lag optimal* yang direkomendasikan.

c). **Uji Kointegrasi Johansen**

Data terkointegrasi merupakan data yang menunjukkan terjadi *spurious regression* namun setelah dilakukan uji *stasioner* masih memiliki kemungkinan stasioner pada keseimbangan jangka panjangnya. Metode yang digunakan untuk menguji keberadaan kointegrasi adalah *Johansen Cointegration Test* dengan menggunakan kriteria *lag Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Schwarz Information Criterion* (SC). Metode ini dapat dianalisis menggunakan model VAR dengan ordo P yang ditunjukkan melalui persamaan:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B\pi_t + \epsilon_t \dots \dots \dots (3.8)$$

dimana

$y_t$ : vektor-k pada variabel-variabel yang tidak stasioner;

$\pi_t$ : vektor-d pada variabel deterministik;

---

<sup>109</sup>*Ibid*

$\epsilon_t$ : vektor inovasi.

Kemudian persamaan tersebut ditulis kembali menjadi:<sup>110</sup>

$$\Delta x_t = \pi x_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta x_{t-i} + \epsilon_t \dots\dots\dots$$

Dimana :

$$\pi = - (I - \sum_{i=1}^p A_i) \text{ dan } \pi_i = - \sum_{j=i+1}^p A_j \dots\dots\dots$$

Teori Granger menyebutkan bahwa koefisien matriks  $\pi$  memiliki  $\tau < k$  *reduce rank* yang memiliki  $k \times \tau$  matriks  $\alpha$  dan  $\beta$  dengan *rank*  $\tau$ , seperti  $\pi = \alpha\beta$  dan  $\beta'y_t$  yang merupakan  $I(0)$ . Variabel  $\tau$  adalah bilangan kointegrasi (*rank*),  $\beta$  adalah kolom vektor kointegrasi,  $\alpha$  adalah parameter penyesuaian pada VECM. Jika variabel  $x_t$  tidak terkointegrasi, *rank*  $\pi$  adalah nol dan semua karakteristik akar akan sama dengan nol.<sup>111</sup>

Metode Johansen menggunakan dua pengujian statistik dalam menguji *reduce rank* yaitu dengan *trace test* ( $\lambda_{trace}$ ) dan *maximum eigenvalue test* ( $\lambda_{max}$ ). *Trace test* menguji  $H_0$  pada persamaan kointegrasi  $\tau$  sebagai kointegrasi alternatif persamaan kointegrasi- $k$  dimana  $k$  adalah bilangan variabel endogen untuk  $\tau = 0, 1, \dots, k - 1$ . Persamaan untuk uji *trace* adalah:

$$\lambda_{trace} = - T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \lambda_i) \dots\dots\dots (3.9)$$

dimana  $\lambda_i$  merupakan *eigenvalue* terbesar dari matriks  $\pi$  dan  $T$  adalah jumlah observasi sedangkan untuk *maximum eigenvalue test* menguji  $H_0$  pada

---

<sup>110</sup>*Ibid*

<sup>111</sup>*Ibid*

persamaan kointegrasi  $\tau$  sebagai kointegrasi alternatif persamaan kointegrasi- $k+1$ . Persamaan untuk uji *maximum eigenvalue* adalah sebagai berikut:

$$\lambda_{max} = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \dots\dots\dots (3.10)$$

### G. Estimasi VECM

Model *Vector Error Correction Model* (VECM) merupakan sistem persamaan dimana setiap variabel sebagai fungsi linier dari konstanta dan nilai lag (lampau) dari variabel itu sendiri serta nilai lag dari peubah lain yang ada dalam sistem persamaan. VECM adalah salah satu model yang memiliki perilaku dinamis. Perilaku dinamis model ini dapat dilihat melalui respons setiap variabel terhadap *shocks* pada variabel tersebut maupun terhadap variabel lainnya. Model ini dibangun dengan pertimbangan meminimalkan pendekatan teori dengan tujuan agar mampu menangkap fenomena ekonomi dengan baik. Pada model VECM, seluruh variabel dianggap sebagai variabel endogen (variabel terikat). Asumsi yang harus dipenuhi dalam metode VECM adalah semua variabel tak bebas harus bersifat stasioner (mean, variansi, dan covarian bersifat konstan) serta semua sisaan bersifat white noise yang artinya memiliki nilai rata-rata nol, ragam konstan, dan saling bebas.<sup>112</sup>

#### 1. Uji Kausalitas

Hubungan kausalitas atau sebab akibat antar variabel endogen (terikat) pada model VECM dapat diuji dengan menggunakan uji kausalitas *Granger*.

---

<sup>112</sup>*Ibid*

Terdapat tiga kemungkinan dari hasil uji kausalitas *Granger* yaitu (1) Variabel X menyebabkan (*granger cause*) Y, (2) Variabel Y menyebabkan (*granger cause*) X, (3) X dan Y memiliki hubungan timbal balik. Dengan kata lain, X menyebabkan Y dan pada saat yang bersamaan Y menyebabkan X. Adapun model persamaan umum untuk kausalitas Granger adalah sebagai berikut:

$$Y_t = \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

dengan :

: Nilai variabel Y pada waktu ke-t

: Banyak lag

: Koefisien dari lag ke-i dari variabel Y

: Koefisien dari lag ke-i dari variabel X

– : Nilai variabel X pada lag ke-i, dengan t lebih besar dari i

$\varepsilon_t$  : Error pada waktu ke-t

## 2. *Forecast Variance Decomposition*

*Forcecast Error Variance Decomposition* (FEVD) atau *Variance Decomposition* merupakan perangkat yang memberikan metode yang berbeda di dalam menggambarkan sistem dinamis. Analisis *variance decomposition* ini menggambarkan relatif pentingnya setiap variabel di dalam sistem VECM karena adanya *shock*. *Variance decomposition* berguna untuk memprediksi kontribusi presentase varian setiap variabel karena adanya perubahan variabel tertentu.

Fungsi dari *variance decomposition* dituliskan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

$$\frac{\sigma^2 \beta [\phi_{11}(1)^2 + \dots + \phi_{11}(n)]}{\sigma^2 \beta (n)^2} \dots \dots \dots (3.11)$$

dimana  $\sigma^2 \beta (n)^2$  merupakan proporsi varians dari  $\beta$ .

### 3. *Impulse Response*

*Impulse Response Function* (IRF) adalah salah satu metode yang digunakan untuk melihat response variabel endogen terhadap adanya pengaruh *shock* variabel endogen yang lain. Fungsi IRF juga menggambarkan tingkat laju dari *shock* variabel yang satu terhadap variabel yang lainnya pada suatu rentang periode tertentu, sehingga terlihat lamanya pengaruh dari *shock* suatu variabel terhadap variabel lain hingga pengaruhnya hilang atau kembali ke titik keseimbangan. Menurut Enders fungsi dari *impulse response* dapat dituliskan dalam bentuk *Vector Moving Average* (VMA) pada persamaan sebagai berikut:<sup>113</sup>

$$\begin{bmatrix} \Delta x_t \\ \Delta y_t \\ \Delta z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \Delta x_t \\ \Delta y_t \\ \Delta z_t \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \varphi_{11}(i) & \varphi_{12}(i) & \varphi_{13}(i) \\ \varphi_{21}(i) & \varphi_{22}(i) & \dots & \varphi_{23}(i) \\ \varphi_{31}(i) & \varphi_{32}(i) & \dots & \varphi_{33}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta x_t \\ \Delta y_t \\ \Delta z_t \end{bmatrix} \quad (3.12)$$

<sup>113</sup>*Ibid*

Dimana :

$\varphi_{ij}(i)$  = efek dari *structural shock*

$\varphi(0)$  = *impact multiplier*

$\sum \varphi_{ij}(i)$  = *cumulative multiplier*

$\sum \varphi_{ij}(i)$  pada saat  $n = \infty$  = *long run multiplier*



## BAB IV

### HASIL PENELITIAN

#### A. Deskripsi Variabel Penelitian

Analisis deskriptif di maksudkan untuk mengetahui karakteristik dari variabel yang diteliti, diantaranya mengetahui nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standard deviasi dari variabel yang diteliti :

**Tabel 4.1**  
**Analisis Deskriptif**

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.
<i>Outstanding Sukuk</i>	27.543	646.451	256.082	202.526
<b>Pertumbuhan Ekonomi</b>	4.740	6.810	5.461	0.552
<b>Nilai Tukar</b>	8.590	14.86	11.515	2.064
<b>Suku Bunga</b>	4.250	7.670	6.229	1.058
<b>Inflasi</b>	-38.65	52.300	2.469	20.407
<b>Neraca Perdagangan</b>	-4.801	8.588	1.686	3.299

Sumber : Analisis, data diolah.

Hasil analisis deskriptif tersebut di atas menginformasikan bahwa nilai *outstanding* sukuk pada triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 paling rendah sebesar 27.543 triliun rupiah dan paling besar sebesar 646.451 triliun rupiah. Rata-rata *outstanding* sukuk triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 sebesar 256.082 triliun rupiah dengan simpangan baku sebesar 202.526 triliun rupiah. Hal ini menunjukkan bahwa *outstanding* sukuk triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 memusat diangka  $256.082 \pm 202.526$  triliun rupiah.

Pertumbuhan ekonomi triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 paling rendah sebesar 4.740% dan paling besar sebesar 6.810%. Rata-rata pertumbuhan ekonomi triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 sebesar 5.461% dengan simpangan baku sebesar 0.552%. Hal ini berarti pertumbuhan ekonomi triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 memusat diangka  $5.461 \pm 0.552\%$ .

Selanjutnya pada variabel nilai tukar triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 paling rendah sebesar 8.590 ribu rupiah dan paling besar sebesar 14.86 ribu rupiah. Rata-rata kurs triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 sebesar 11.515 ribu rupiah dengan simpangan baku sebesar 2.064 ribu rupiah. Hal ini berarti nilai tukar atau kurs pada triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 memusat diangka  $11.515 \pm 2.064$  ribu rupiah.

Variabel suku bunga pada triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 paling rendah sebesar 4.250% dan paling besar sebesar 7.670%. Rata-rata suku bunga triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 sebesar 6.229% dengan simpangan baku sebesar 1.058%. Hal ini berarti suku bunga BI triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 memusat diangka  $6.229 \pm 1.058\%$ .

Nilai inflasi pada triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 paling rendah sebesar -38.65% dan paling besar sebesar 52.300%. Rata-rata inflasi triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 sebesar 2.469% dengan simpangan baku sebesar 20.407%. Hal ini berarti

inflasi triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 memusat diangka  $2.469 \pm 20.407\%$ .

Neraca perdagangan pada triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 paling rendah sebesar -4.801 juta rupiah dan paling besar sebesar 8.588 juta rupiah. Rata-rata neraca perdagangan triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 sebesar 1.686 juta rupiah dengan simpangan baku sebesar 3.299 juta rupiah. Hal ini berarti neraca perdagangan triwulan 1 tahun 2010 sampai triwulan 4 tahun 2018 memusat diangka  $1.686 \pm 3.299$  juta rupiah.

### 1. *Outstanding Sukuk di Indonesia*

Investasi portofolio merupakan salah satu komponen yang berperan penting dalam menentukan keseimbangan neraca pembayaran suatu negara. Investasi portofolio adalah arus modal internasional yang terdiri dari pengalihan aset keuangan. Investasi portofolio terdiri dari saham, obligasi, sekuritas utang, *dividends*, dan reksa dana dari bisnis domestik dan luar negeri. Sukuk merupakan salah satu bentuk investasi portofolio dengan menggunakan prinsip syariah.<sup>114</sup>

Selain itu, secara umum penerbitan sukuk di Indonesia bertujuan untuk membiayai APBN dan juga untuk membiayai beberapa proyek yang akan di laksanakan oleh pemerintah seperti proyek pembangunan infrastruktur, proyek perhubungan, pertanian, telekomunikasi, dll. Sehingga dengan adanya penerbitan sukuk, maka pemerintah dapat memperluas basis sumber pembiayaan negara serta dapat mendorong pengembangan dan pertumbuhan pasar keuangan syariah di Indonesia.

Tidak hanya bagi pemerintah, sukuk juga memberikan manfaat yang cukup kompetitif bagi para investor. Salah satu manfaatnya adalah memberikan penghasilan yang tetap terhadap investor, dapat diperjual belikan di pasar sekunder sehingga akan mendapatkan capital gain.

Potensi permintaan terhadap sukuk negara, baik oleh kepada investor domestik maupun luar negeri cukup tinggi. Hal ini mendorong peranan penting pemerintah dalam memantau penerbitan sukuk, maka hal itu sama dengan pemerintah harus mampu mengontrol jumlah ketersediaan sukuk agar jumlah permintaan dan jumlah penawaran sukuk tetap pada posisi yang seimbang. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pemerintah Pusat memiliki kewenangan untuk menerbitkan SBSN dan dilaksanakan oleh Menteri Keuangan.

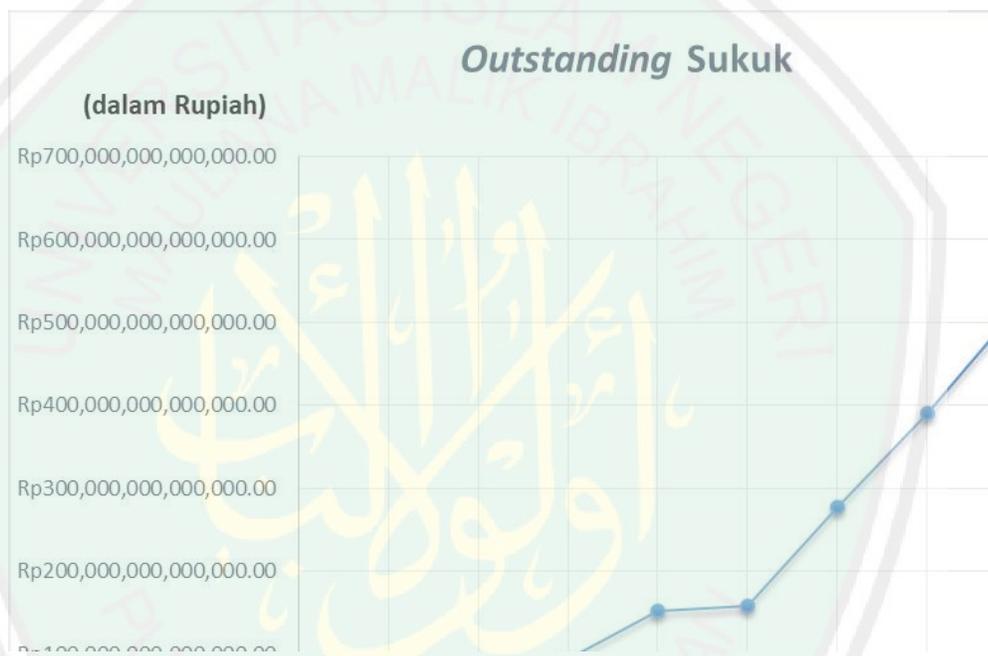
*Outstanding* sukuk adalah jumlah ketersediaan sukuk ritel yang beredar di Indonesia. Indonesia merupakan salah satu negara dengan nilai *outstanding* sukuk yang cukup tinggi. Tingginya nilai *outstanding* sukuk ini dipengaruhi oleh semakin tingginya permintaan terhadap sukuk ritel sejak beberapa tahun terakhir. sehingga nilai ketersediaan sukuk pun juga semakin di tingkatkan seiring tingginya potensi permintaan terhadap sukuk di Indonesia.

---

<sup>114</sup>OECD. *Portfolio Investment in an Intertemporal Setting*. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, 2010, No.10.

Hanafie menuliskan dalam artikelnya bahwa salah satu yang menjadi daya tarik investor terhadap Indonesia adalah banyaknya proyek infrastruktur yang mampu dibiayai melalui sukuk serta di dukung oleh kondisi ekonomi relatif baik. Pada saat negara lain mengalami minus pertumbuhan akibat krisis keuangan global, Indonesia masih bisa mencatat pertumbuhan yang positif.

**Gambar 4.1**  
**Perkembangan Nilai *Outstanding* Sukuk di Indonesia**  
**Tahun 2010Q1-2018Q4**



Sumber : DJPPR, data diolah, 2020

Berdasarkan gambar 4.1 di atas, secara umum nilai *outstanding* sukuk cukup meningkat tajam sejak tahun 2014 kuartal 1 hingga 2018 kuartal 4. Pertumbuhan sukuk sangat meningkat tajam di bandingkan dengan instrumen keuangan syariah lainnya. Sukuk adalah salah satu produk berbasis keuangan syariah yang paling inovatif dan menjadi salah satu sumber pendanaan bagi pemerintah maupun korporasi. Hal tersebut menyebabkan peningkatan permintaan terhadap sukuk yang kemudian mendorong peningkatan pada nilai *outstanding*.

Peningkatan signifikan nilai *outstanding* sukuk di mulai sejak tahun 2013 kuartal 4. Tingginya angka permintaan sukuk ritel ini di dorong oleh semakin banyaknya proyek-proyek yang di biayai oleh sukuk. Berdasarkan penelitian yang di lakukan oleh Burhanuddin (2013), peningkatan permintaan terhadap sukuk di sebabkan karena adanya anggapan bahwa sektor keuangan syariah yang berbasis non riba terbukti mampu bertahan terhadap krisis keuangan global.

## **2. Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia**

Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu indikator pembangunan di suatu negara. Pertumbuhan ekonomi dianggap sebagai ukuran terbaik dari kinerja sebuah perekonomian negara. Tujuan adanya pengukuran pertumbuhan ekonomi adalah untuk meringkas aktivitas ekonomi dalam suatu nilai uang tertentu selama kurun waktu periode tertentu. Pertumbuhan ekonomi di ukur dengan menggunakan PDB atau yang umum disebut sebagai Produk Domestik Bruto. Pertumbuhan ekonomi sebuah negara juga di artikan sebagai perkembangan atas kegiatan perekonomian yang

menyebabkan nilai output dalam masyarakat bertambah serta mendorong kemakmuran masyarakat.<sup>115</sup>

Kasim Dua menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi dapat dibagi dalam empat kriteria. Salah satu kriterianya yaitu, keterbukaan suatu wilayah terhadap perdagangan internasional dan aliran modal yang nantinya mampu mempengaruhi laju pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.<sup>116</sup>

**Gambar 4.2**  
**Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia**  
**Periode 2010Q1-2018Q4**



Sumber :Bank Indonesia, data diolah, 2020.

<sup>115</sup>Sadono Sukirno, *Makro Ekonomi Teori Pengantar*, 10.

<sup>116</sup>Kasim, Dua. Mude Garg. "Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigeria", *European Journal of Business and Management*, Vol. 5.,No. 2, 2013.

Gambar 4.2 di atas menunjukkan perkembangan pertumbuhan ekonomi di Indonesia periodel 2010 kuartal 1 sampai 2018 kuartal 4. Pada gambar tersebut dapat di lihat bahwa nilai pertumbuhan ekonomi sejak tahun 2010 sampai 2018 mengalami nilai yang fluktuatif. Pada tahun 2010 rata-rata pertumbuhan ekonomi di Indonesia sejak kuartal 1 sampai kuartal 4 yaitu sebesar 6,22%. Nilai ini di anggap cukup baik bagi perekonomian di Indonesia. Tahun 2010 merupakan tahun dengan nilai pertumbuhan ekonomi yang relatif stabil. Hal ini mampu mendorong peningkatan nilai investasi pada pasar modal sehingga nilai *outstanding* sukuk juga cenderung mulai meningkat.

Nilai pertumbuhan ekonomi yang mencapai angka 6 persen masih terus bertahan sejak tahun 2010 sampai tahun 2012. Nilai tersebut menunjukkan bahwa perekonomian Indonesia cenderung berada pada angka yang cukup stabil. Memasuki tahun 2013 angka pertumbuhan ekonomi Indonesia tahunan mengalami penurunan mencapai angka 5,56 persen. Angka penurunan ini terus berlanjut sampai tahun 2015. Puncak penurunan nilai pertumbuhan ekonomi di Indonesia yaitu pada tahun 2015 yang hanya mencapai angka 4,88 persen. Hal ini di sebabkan karena anjloknya konsumsi rumah tangga pada tahun tersebut. Berdasarkan data yang di peroleh dari Badan Pusat Statistik (BPS), pertumbuhan konsumsi rumah tangga pada tahun 2015 hanya mencapai 4,96%. Nilai ini merupakan nilai pertumbuhan konsumsi rumah tangga yang terburuk

sepanjang empat tahun terakhir.<sup>117</sup> Kondisi ini tidak terjadi pada tahun berikutnya, yaitu tahun 2016. Pada tahun 2016 sampai 2018 kuartal empat, angka pertumbuhan ekonomi menunjukkan nilai pada kisaran angka 5 persen dan di dukunng pula oleh pertumbuhan pada sisi pertumbuhan konsumsi rumah tangga.

### 3. Nilai Tukar di Indonesia

Nilai tukar atau yang sering disebut sebagai kurs merupakan perbandingan harga domestik dengan harga internasional. Sehingga nilai tukar dapat diartikan sebagai harga-harga dari berbagai negara ke dalam satu harga. Nilai tukar atau kurs di bagi menjadi dua jenis, yakni kurs nominal dan kurs riil. Kurs nominal adalah harga relatif mata uang dua negara sedangkan yang dimaksud kurs riil adalah harga relatif barang-barang di antara dua negara atau biasa disebut *term of trade*.<sup>118</sup>

Nilai tukar atau kurs merupakan salah satu indikator yang mempengaruhi aktivitas di pasar saham maupun pasar uang. Menurunnya angka nilai tukar memiliki pengaruh terhadap perekonomian dan pasar modal. Perkembangan nilai tukar di Indonesia menunjukkan nilai yang fluktuatif. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi fluktuatif nilai tukar, antara lain yaitu inflasi, suku bunga, neraca perdagangan, serta kondisi politik dan perekonomian negara yang bersangkutan.

---

<sup>117</sup>Badan Pusat Statistik. 2015.

<sup>118</sup>Mankiw, *Makroekonomi*, Jakarta, Erlangga,2006.

**Gambar 4.3**  
**Perkembangan Nilai Tukar di Indonesia**  
**Periode 2010Q1-2018Q4**



Sumber : Bank Indonesia, data diolah,2020.

Gambar 4.3 di atas menggambarkan perkembangan nilai tukar di Indonesia periode tahun 2010 kuartal 1 sampai 2018 kuartal 4. Secara umum pergerakan nilai tukar sejak tahun 2010 sampai tahun 2018 mengalami nilai yang sangat fluktuatif. Hal ini pulalah yang mempengaruhi kondisi perekonomian di Indonesia secara keseluruhan.

Pada tahun 2010, nilai tukar tahunan di Indonesia mencapai level Rp 9.085. Angka ini tergolong pada angka yang cukup menguat jika di bandingkan tahun sebelumnya yang terjadi krisis perekonomian. Pada tahun 2011 nilai rupiah kembali menguat di level sekitar Rp 8.775. Angka ini merupakan angka paling baik selama kurun waktu sepuluh tahun terakhir. Sedangkan pada tahun 2012, nilai tukar kembali pada level Rp 9000. Akan tetapi, semenjak tahun 2013, nilai rupiah semakin melemah. Pada tahun 2013, nilai tukar tahunan mencapai level Rp 10.456 dan terus

melemah hingga tahun 2018 kuartal empat yang mencapai level Rp 14.858. Angka nilai tukar yang terus melemah ini di sebakkan oleh beberapa faktor, antara lain karena adanya defisit neraca berjalan yang di mulai sejak tahun 2014.

Dornbusch dan Fsiher menyatakan bahwa terdapat hubungan antara nilai tukar dan harga saham. Teori ini di dukung oleh data statistik yang di peroleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara nilai tukar dan harga saham. Semakin kuat nilai tukar, maka harga saham akan naik dan sebaliknya. Hal inilah yang nantinya juga akan berpengaruh terhadap perekonomian dan akan berpengaruh terhadap pasar modal.

Secara teori aktivitas ekspor dan impor dapat mempengaruhi nilai tukar mata uang suatu negara. Hal ini pula yang terjadi di Indonesia. Berdasarkan data yang di peroleh melalui Bank Indonesia, nilai ekspor dan impor di Indonesia mengalami defisit atau dengan kata lain lebih besar impor dari pada ekspor sejak tahun 2011 sampai 2014. Realita ini mendukung adanya teori bahwa aktivitas ekspor dan impor akan mempengaruhi nilai tukar. Ketika Indonesia banyak mengimpor barang, maka permintaan terhadap mata uang asing (terutama dollar Amerika Serikat) akan meningkat. Ketika permintaan terhadap dollar meningkat dan ketersediaan dollar di pasar tidak berubah, maka akan meningkatkan harga dollar dan rupiah terdepresiasi.

#### 4. Suku Bunga di Indonesia

Suku bunga adalah tingkat bunga yang dinyatakan dalam persen dengan jangka waktu tertentu. Suku bunga dapat di bedakan menjadi dua, yakni suku bunga nominal dan suku bunga riil. Menurut pandangan klasik tingkat suku bunga di tentukan oleh tabungan dan permintaan dana modal untuk investasi.<sup>119</sup>

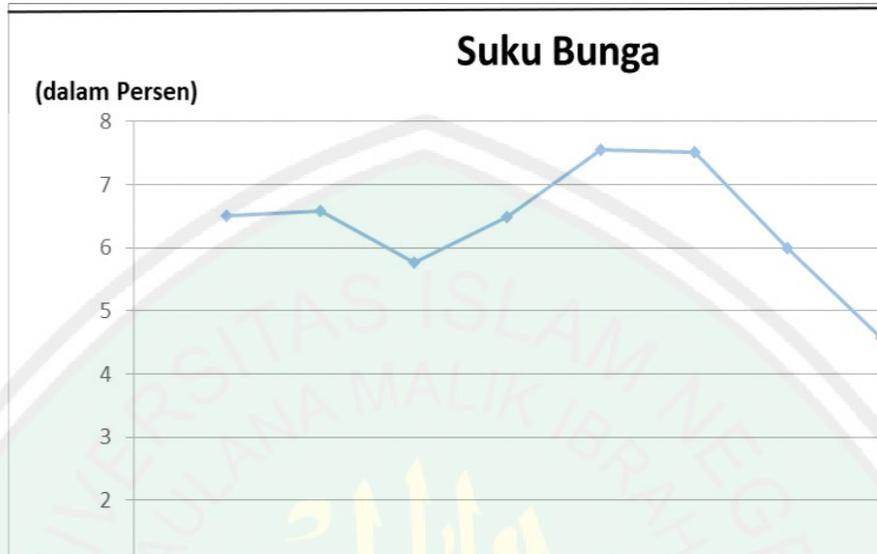
Secara umum fluktuasi tingkat suku bunga akan mempengaruhi keinginan masyarakat untuk meminjam uang di bank. Suku bunga yang rendah akan lebih diminati oleh masyarakat. Sebab, ketika suku bunga masyarakat cenderung akan tertarik untuk melakukan pinjaman di bank dan sebaliknya. Pada perekonomian internasional perubahan suku bunga akan mempengaruhi persepsi dan minat investor dalam melakukan investasi. Sebelum tahun 2016, suku bunga acuan di Indonesia menggunakan suku bunga BI rate, namu sejak 16 agustus 2016 suku bunga acuan di Indonesia menggunakan BI 7 Day Repo Rate (BI 7DRR).<sup>120</sup> Perkembangan suku bunga di Indonesia juga mengalami nilai yang cukup fluktuatif sejak tahun 2010 hingga 2018. Perkembangan suku bunga di Indonesia dapat di gambarkan pada grafik berikut :

---

<sup>119</sup>Heri Sudarsono, *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah*, Ekonisia, Yogyakarta, 2003.

<sup>120</sup>Laporan Bank Indonesia. 2016.

**Gambar 4.4**  
**Perkembangan Suku Bunga di Indonesia**  
**Periode Tahun 2010Q1-2018Q4**



Sumber : Bank Indonesia, data diolah, 2020.

Gambar 4.4 di atas menggambarkan perkembangan suku bunga di Indonesia sejak tahun 2010 kuartal 1 sampai tahun 2018 kuartal 4. Pada tahun 2010, suku bunga di Indonesia mengalami angka yang sama sejak kuartal 1 sampai kuartal 4, yakni sebesar 6,5 persen. Pada tahun 2011 suku bunga pada kuartal 1 yaitu sebesar 6,67 persen, kemudian naik pada kuartal ke dua sampai kuartal ke tiga dan menurun pada kuartal terakhir. Pada tahun 2012, nilai suku bunga mengalami perubahan kuartal 1 dan kemudian nilainya tidak berubah sampai kuartal keempat, yakni sebesar 5,75 persen. Berbeda dengan tahun 2012, pada tahun 2013 kuartal 1 nilai suku bunga masih berada pada tingkat 5,75 persen dan kemudian terus meningkat sampai di kuartal 4 yaitu pada angka 7,42 persen. Kenaikan

suku bunga ini di tujukan agar masyarakat menunda kegiatan konsumsi dan lebih memilih untuk menyimpan dana di bank guna mendorong peningkatan dana di bank.

Pada tahun 2014 dan 2015, nilai suku bunga berada pada kisaran angka 7,5 persen baik pada kuartal 1 maupun kuartal 4. Perubahan yang cukup signifikan terjadi pada tahun 2016, dimana nilai suku bunga yaitu sebesar 7 persen dan menurun pada kuartal 4 yaitu sebesar 4,75 persen. Tahun 2017 hingga 2018 suku bunga berada pada kisaran angka 4 sampai 5 persen baik pada kuartal 1 maupun pada kuartal 4.

#### **5. Inflasi di Indonesia**

Inflasi secara umum dapat di artikan sebagai kenaikan harga secara terus menerus, sehingga hal tersebut dapat menimbulkan kenaikan jumlah uang beredar.<sup>121</sup> Menurut teori yang di kemukakan oleh Fisher, inflasi di sebabkan oleh semakin meningkatnya jumlah uang beredar. Penelitian yang dilakukakn oleh Richard menjelaskan bahwa inflasi dapat mempengaruhi nilai investasi. Nilai investasi ini kemudian akan mempengaruhi pasar modal dan akan berimbas pada nilai *outstanding* sukuk.

---

<sup>121</sup> Samuelson, Paul A and Nordhaus, William D, *Ilmu Makro Ekonomi*. Jakarta, PT Media Edukasi, 2004.

**Gambar 4.5**  
**Perkembangan Laju Inflasi di Indonesia**  
**Periode 2010Q1-2018Q4**



Sumber : Bank Indonesia, data diolah.

Gambar 4.5 di atas menjelaskan tentang perkembangan laju inflasi di Indonesia pada periode tahun 2010 kuartal 1 sampai periode 2018 kuartal 4. Pada tahun 2010 menunjukkan bahwa nilai inflasi di Indonesia yakni sebesar 5,3 persen. Lalu pada tahun 2011, nilai inflasi turun yakni sebesar 5,1 persen. Hal ini menandakan bahwa perekonomian di Indonesia cenderung pada keadaan stabil. Tahun 2012 nilai inflasi kembali turun. Namun pada tahun 2013, laju inflasi meningkat cukup tajam yakni sebesar 7,1 persen. Hal ini mempengaruhi pergerakan investasi di pasar modal. Akan tetapi pada tahun 2014 sampai 2016 mengalami penurunan. Kenaikan laju inflasi kembali meningkat pada tahun 2017 dan menurun pada tahun 2018.

Berdasarkan teori makroekonomi, terdapat hubungan antara suku bunga dan inflasi. Ketika suku bunga rendah, maka akan semakin banyak orang meminjam uang. Hal ini akan mengakibatkan konsumsi bertambah karena uang beredar lebih banyak, pertumbuhan ekonomi mulai membaik, dan efek lainnya adalah tingkat inflasi yang naik. Sebaliknya, jika suku bunga tinggi, jumlah pinjaman akan rendah. Hal ini akan berdampak pada lebih banyak orang menahan belanja dan memilih untuk menabung, sehingga jumlah konsumsi akan menurun dan laju inflasi akan turun. Tidak hanya berkaitan dengan inflasi, suku bunga juga berpengaruh terhadap investasi. Jika suku bunga naik, maka akan semakin banyak orang menyimpan dana di bank, akibatnya dana investasi saham berkurang, dan memaksa kinerja saham turun. Efek sebaliknya juga bisa terjadi, jika suku bunga turun, investor memilih berinvestasi di saham.

## 6. Neraca Perdagangan di Indonesia

Nilai ekspor dan impor menjadi salah satu tolok ukur untuk pertumbuhan ekonomi pada suatu negara. Apabila ekspor lebih besar dari nilai impor maka akan dihasilkan neraca perdagangan yang positif dan sebaliknya.<sup>122</sup>

Keseimbangan neraca perdagangan merupakan salah satu indikator penting dalam sebuah perekonomian. Keseimbangan neraca perdagangan

---

<sup>122</sup>Krugman, Paul R. dan Maurice Obstfeld, *Ekonomi Internasional Teori Dan Kebijakan*, Jakarta, PT.Indeks kelompok Gramedia, edisi 5. 2005.

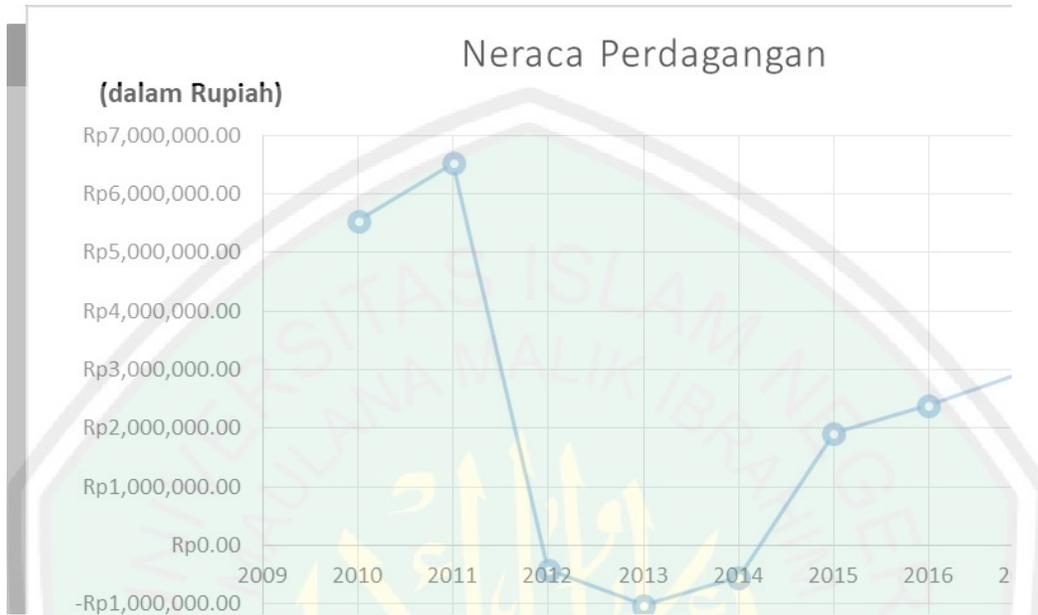
merupakan suatu kondisi dimana nilai ekspor sama dengan impor. Pada neraca perdagangan, transaksi yang dicatat dalamnya hanya transaksi ekspor dan impor. Sedangkan perdagangan yang dicatat yaitu perdagangan barang baik migas maupun nonmigas dan jasa-jasa yang dicatat meliputi; jasa transportasi, perjalanan, komunikasi, konstruksi, asuransi, keuangan, komputer dan informasi, royalti dan imbalan lisesnsi, personal, kultural, rekreasi dan jasa lainnya. Sedangkan transaksi pendapatan investasi dan transfer berjalan tidak dicatat dalam keseimbangan neraca perdagangan walaupun keduanya adalah bagian dari neraca pembayaran.<sup>123</sup>

Penelitian yang di lakukan oleh Rangga (2017) menyatakan bahwa sukuk memiliki peran dan pengaruh penting dalam pembiayaan defisit anggaran di negara Indonesia. Nilai ekspor impor mampu meningkatkan kapasitas konsumsi suatu negara sehingga akan meningkatkan jumlah output. Hal ini juga akan berdampak pada tersalurkannya sumber daya yang langka dan pasar-pasar internasional yang potensial untuk berbagai produk ekspor yang mana tanpa produk-produk tersebut, maka negara-negara miskin tidak akan mampu mengembangkan kegiatan dan kehidupan perekonomian nasionalnya.

---

<sup>123</sup>Bank Indonesia. Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2014. Jakarta:Bank Indonesia. 2014.

**Gambar 4.6**  
**Perkembangan Neraca Perdagangan di Indonesia**  
**Periode Tahun 2010Q1- 2018Q4**



Sumber : Badan Pusat Statistik, data diolah

Gambar 4.6 di atas merupakan perkembangan neraca perdagangan sejak tahun 2010 kuartal 1 sampai 2018 kuartal 4. Pada tahun 2010, neraca perdagangan di Indonesia yaitu sebesar 553.833 miliar rupiah. Tahun 2010 dan tahun 2011 merupakan tahun dimana nilai neraca perdagangan berada pada titik positif, sehingga nilainya tidak defisit. Akan tetapi memasuki tahun 2011 sampai tahun 2014, nilai neraca perdagangan mengalami defisit. Hal ini disebabkan oleh menurunnya transaksi perdagangan non migas di Indonesia. Akan tetapi pada tahun 2015 sampai 2017 nilai neraca perdagangan menunjukkan angka yang positif. Pada tahun 2018, nilai neraca perdagangan mengalami defisit cukup signifikan selama sepuluh tahun terakhir yaitu defisit sebesar 215.999 miliar rupiah. Nilai defisit ini

merupakan nilai defisit terburuk selama sepuluh tahun terakhir. Hal ini di sebabkan oleh penurunan ekspor non migas dan meningkatnya impor non migas terutama pada komponen mesin, peralatan listrik, kapal laut dan pupuk.<sup>124</sup>

## B. Pengujian Hipotesis

### 1. Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas digunakan untuk mengetahui apakah data yang digunakan memiliki rata-rata dan ragam yang konstan atau tidak. Apabila data *time series* tersebut menghasilkan rata-rata dan ragam yang tidak konstan maka diidentifikasi adanya *unit root*, sehingga data dinyatakan tidak stasioner. Sebaliknya apabila data *time series* memiliki rata-rata dan ragam yang konstan maka data tersebut dinyatakan stasioner. Pengujian stasioneritas data dalam penelitian ini menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller*. Kriteria pengujian menyebutkan apabila nilai probabilitas dari statistik uji *Augmented Dickey-Fuller*  $<$  *level of significant (alpha)* maka data dinyatakan tidak mengandung *unit root*, sehingga data tersebut stasioner.

Hasil uji stasioner dapat diketahui bahwa semua variabel pada penelitian ini stasioner pada tingkat  $2^{\text{St}}$  *difference*. Semua variabel dalam uji stasioner ini telah stasioner pada tingkat alpha sebesar 10% pada tingkat  $2^{\text{St}}$  *difference*. Uji stasioner ini akan berguna untuk metode

---

<sup>124</sup>Laporan Bank Indonesia. 2018.

estimasi yang akan di gunakan pada penelitian ini. Sehingga uji stasioneritas ini penting di lakukan pada data yang berbentuk time series.

Berikut adalah hasil uji stasioneritas :

**Tabel 4.2**  
Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	Tingkat <i>Unit Root</i>	ADF Test	Prob	Keterangan
<i>Outstanding Sukuk</i>	Level	-1.42	0.83	Non Stasioner
	1 <sup>st</sup> Difference	-6.30	0.000	Stasioner
	2 <sup>st</sup> Difference	-6.54	0.000	Stasioner
Pertumbuhan Ekonomi	Level	-2.36	0.38	Non Stasioner
	1 <sup>st</sup> Difference	-9.033	0.000	Stasioner
	2 <sup>st</sup> Difference	-13.82	0.000	Stasioner
Nilai Tukar	Level	-3.35	0.07	Non Stasioner
	1 <sup>st</sup> Difference	-4.21	0.013	Stasioner
	2 <sup>st</sup> Difference	-6.23	0.001	Stasioner
Suku Bunga	Level	-2.37	0.38	Non Stasioner
	1 <sup>st</sup> Difference	-2.69	0.24	Non Stasioner
	2 <sup>st</sup> Difference	-5.87	0.002	Stasioner
Inflasi	Level	-2.99	0.15	Non Stasioner
	1 <sup>st</sup> Difference	-5.88	0.002	Stasioner
	2 <sup>st</sup> Difference	-5.94	0.002	Stasioner
Neraca Perdagangan	Level	-2.15	0.49	Non Stasioner

	1 <sup>st</sup> Difference	-7.30	0.000	Stasioner
	2 <sup>st</sup> Difference	-0.344	0.065	Stasioner

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Berdasarkan hasil analisis tabel 4.2 di atas dapat diketahui bahwa variabel *outstanding* sukuk melalui uji statistik *Augmented Dickey-Fuller* sebesar -6.54 dengan probabilitas 0.000 pada tingkat  $2^{st}$  difference, sehingga dapat dinyatakan variabel *outstanding* sukuk telah stasioner ditingkat  $2^{st}$  difference. Variabel pertumbuhan ekonomi diperoleh uji statistik *Augmented Dickey-Fuller* sebesar -13.82 dengan probabilitas 0.000 pada tingkat  $2^{st}$  difference, sehingga dapat dinyatakan variabel pertumbuhan ekonomi telah stasioner ditingkat  $2^{st}$  difference. Variabel nilai tukar diperoleh statistik uji *Augmented Dickey-Fuller* sebesar -6.23 dengan probabilitas 0.001 pada tingkat  $2^{nd}$  difference, sehingga dapat dinyatakan variabel nilai tukar telah stasioner ditingkat  $2^{nd}$  difference. Variabel suku bunga diperoleh statistik uji *Augmented Dickey-Fuller* sebesar -5.87 dengan probabilitas 0.002 pada tingkat  $2^{st}$  difference, sehingga dapat dinyatakan variabel neraca perdagangan telah stasioner ditingkat  $2^{st}$  difference. Variabel inflasi diperoleh statistik uji *Augmented Dickey-Fuller* sebesar -5.94 dengan probabilitas 0.002 pada tingkat  $2^{st}$  difference, sehingga dapat dinyatakan variabel inflasi telah stasioner ditingkat  $2^{st}$  difference. Sedangkan variabel neraca perdagangan diperoleh statistik uji *Augmented Dickey-Fuller* sebesar -0.344 dengan probabilitas 0.065 pada tingkat  $2^{st}$  difference, sehingga dapat dinyatakan variabel

inflasi telah stasioner ditingkat  $2^{st}$  *difference*. Variabel neraca perdagangan stasioner pada tingkat  $2^{st}$  *difference* dengan nilai alpha sebesar 10 persen atau sebesar 0,1.

## 2. Uji Lag Length Criteria

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

**Tabel 4.3**  
**Hasil Uji Lag Length Criteria**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	-529.6060	NA	1941700.	31.50624	31.7755
1	-350.5247	284.4232*	445.0776*	23.08969	24.9751

Sumber : Analisis, data diolah. 2020.

Berdasarkan hasil yang tertera pada tabel 4.3 di atas diketahui bahwa nilai AIC terkecil sebesar 22.962 pada lag 3. Sedangkan berdasarkan hasil FPE, SC dan HQ nilai terkecil terletak pada lag 1. Sehingga lag optimum yang digunakan adalah 1 lag. Penentuan panjang lag juga digunakan untuk mengetahui stabilitas sistem VECM. Sistem VECM dikatakan stabil jika seluruh *rootsnya* memiliki modulus yang lebih kecil atau mendekati satu dan semua terletak pada *unit circle*

### 3. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi bertujuan untuk mengukur hubungan keseimbangan jangka panjang (*long run equilibrium*) dari variabel-variabel yang tidak stasioner. Uji kointegrasi di gunakan untuk menguji adanya kointegrasi, yang dapat dilakukan menggunakan metode Johansen. Apabila probabilitas dari *Trace* bernilai  $< \text{level of significance}$  ( $\alpha = (\alpha)$ ) maka dinyatakan ada kointegrasi (signifikan), sehingga banyaknya probabilitas dari *Trace* yang signifikan dinyatakan sebagai banyaknya kointegrasi. Hasil pengujian kointegrasi dapat dilihat pada tabel berikut :

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Kointegrasi**

Hypothesized		Trace		
No. of CE(s)	Eigen Value	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.767715	138.9538	117.7082	0.0012
At most 1 *	0.679107	89.32094	88.80380	0.0459
At most 2 *	0.417419	50.67490	53.87610	0.3843
At most 3 *	0.325872	32.30515	42.91525	0.3721
At most 4 *	0.261509	18.89763	25.87211	0.2869
At most 5 *	0.223273	8.590666	12.51798	0.2971

Sumber: Analisis, data diolah, 2020.

Berdasarkan tabel 4.4 di atas diketahui bahwa terdapat 1 nilai *trace* yang menghasilkan probabilitas  $< \alpha$  ( $\alpha = 10\%$ ). Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat 1 kointegrasi yang digunakan dalam penelitian ini. Jika terdapat kointegrasi, maka hasil pengolahan data pada penelitian ini tidak terjadi *spurious regression*.

#### 4. Uji Granger Causality

Hasil dari uji Granger causality antar variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Granger Causality**

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
URPDB does not Granger Cause UROS	35	1.52429	0.2260
UROS does not Granger Cause URPDB		0.42369	0.5197
URNT does not Granger Cause UROS	35	1.90933	0.1766
UROS does not Granger Cause URNT		0.45537	0.5046
URBI does not Granger Cause UROS	35	0.01862	0.8923
UROS does not Granger Cause URBI		0.28087	0.5998
URINF does not Granger Cause UROS	35	0.17831	0.6757
UROS does not Granger Cause URINF		0.70747	0.4065
URNP does not Granger Cause UROS	35	0.47355	0.4963
UROS does not Granger Cause URNP		1.43572	0.2396
URNT does not Granger Cause URPDB	35	3.64328	0.0653
URPDB does not Granger Cause URNT		3.60707	0.0666
URBI does not Granger Cause URPDB	35	0.25689	0.6157
URPDB does not Granger Cause URBI		0.25177	0.6193
URINF does not Granger Cause URPDB	35	2.59527	0.1170
URPDB does not Granger Cause URINF		0.76796	0.3874
URNP does not Granger Cause URPDB	35	0.88595	0.3536
URPDB does not Granger Cause URNP		0.10222	0.7513
URBI does not Granger Cause URNT	35	0.00277	0.9583
URNT does not Granger Cause URBI		0.64347	0.4284
URINF does not Granger Cause URNT	35	2.44070	0.1281
URNT does not Granger Cause URINF		1.56256	0.2204
URNP does not Granger Cause URNT	35	11.0293	0.0023
URNT does not Granger Cause URNP		0.36787	0.5484
URINF does not Granger Cause URBI	35	3.63971	0.0654

URBI does not Granger Cause URINF		0.81000	0.3748
URNP does not Granger Cause URBI	35	5.66302	0.0235
URBI does not Granger Cause URNP		1.80456	0.1886
URNP does not Granger Cause URINF	35	0.70141	0.4085
URINF does not Granger Cause URNP		8.56401	0.0063

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Tujuan uji kausalitas Granger adalah untuk meneliti apakah variabel  $x$  mendahului  $z$ , ataukah  $z$  mendahului  $x$ , ataukah hubungan antara  $x$  dan  $z$  memiliki hubungan timbal balik atau dengan kata lain Granger causality digunakan untuk menguji adanya hubungan kausalitas antara dua variabel. Hubungan kausalitas yang di maksud adalah bagaimana hubungan antar dua variabel pada sebuah penelitian. Hubungan pada uji granger tersebut di bagi menjadi empat, yakni variabel  $x$  mempengaruhi variabel  $y$ , variabel  $y$  mempengaruhi variabel  $x$ , variabel  $x$  dan  $y$  memiliki hubungan dua arah atau hubungan sebab akibat, dan variabel  $x$  dan  $y$  tidak saling mempengaruhi.

Pada hasil penelitian ini melalui uji granger causality pada tabel 4.4, menunjukkan hasil bahwa variabel yang signifikan pada alpha sebesar 5% adalah variabel neraca perdagangan terhadap nilai tukar, variabel inflasi terhadap neraca perdagangan dan variabel neraca perdagangan terhadap suku bunga. Variabel lainnya seperti variabel nilai tukar terhadap pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan ekonomi terhadap nilai tukar, dan inflasi terhadap suku bunga merupakan variabel yang signifikan pada alpha sebesar 10%.

## 5. Pembuktian Hipotesis

### a) Estimasi VECM

Setelah dilakukan uji stasioneritas, uji *lag length criteria*, uji kointegrasi dan uji *granger causality*, maka di peroleh hasil bahwa penelitian ini lebih tepat menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Pada uji stasioneritas, penelitian ini menggunakan unit root pada level 2<sup>st</sup> *difference*. Sedangkan pada uji *lag length criteria*, penelitian ini menggunakan 1 lag. Pada uji kointegrasi terdapat 1 kointegrasi dengan nilai probabilitas kurang dari alpha.

Metode VECM di gunakan karena berdasarkan pengujian tersebut di temukan variabel yang tidak stasioner pada tingkat level, sehingga pengujian di lanjutkan pada tingkat *first dan second difference*.

VECM atau *Vector Error Correction Model* merupakan metode turunan dari VAR. Asumsi yang perlu dipenuhi sama seperti VAR, kecuali masalah stasioneritas.<sup>125</sup> Metode VECM digunakan untuk melihat bagaimana hubungan jangka panjang dan jangka pendek. Hal ini dapat di lakukan dengan melihat perbandingan nilai t-statistik hasil estimasi terhadap nilai t-tabel. Jika t-statistik lebih besar daripada nilai t-tabel, maka dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan jangka panjang atau jangka pendek.

---

<sup>125</sup> Agus Tri Basuki, *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi Bisnis Untuk SPSS Dan Eviews*, Rajawali Pers, 2016.

Adanya hubungan jangka panjang atau pendek menunjukkan bahwa variabel indenpenden mempengaruhi variabel dependen.

Pengujian *Vector error correction model* (VECM) dimaksudkan untuk mengetahui kesesuaian keseimbangan dalam jangka pendek maupun jangka panjang pada variabel *outstanding* sukuk, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan. Pengujian ini akan Berikut adalah hasil estimasi VECM :



(1) Estimasi Jangka Pendek

Tabel 4.5  
Hasil Estimasi Jangka Pendek

Error Correction:	D(DOS)	D(DPDB)	D(DNT)	D(DBI)	D(DINF)	D(DNP)
CointEq1	-0.013796 (0.10719) [-0.12870]	0.001282 (0.00135) [ 0.94897]	0.005946 (0.00081) [ 7.34161]	0.002049 (0.00183) [ 1.11737]	0.187042 (0.11204) [ 1.66942]	-0.010871 (0.01097) [-0.99078]
D(DOS(-1))	0.091812 (0.19330) [ 0.47498]	0.001457 (0.00244) [ 0.59821]	-0.002228 (0.00146) [-1.52550]	-0.000704 (0.00331) [-0.21288]	0.002335 (0.20203) [ 0.01156]	0.022175 (0.01978) [ 1.12085]
D(DPDB(-1))	26.13873 (17.2737) [ 1.51321]	-0.238853 (0.21767) [-1.09732]	0.611202 (0.13051) [ 4.68304]	0.158954 (0.29553) [ 0.53787]	29.00439 (18.0545) [ 1.60649]	-0.637200 (1.76802) [-0.36040]
D(DNT(-1))	2.451858 (14.2371) [ 0.17222]	-0.016858 (0.17940) [-0.09397]	0.499340 (0.10757) [ 4.64197]	0.100664 (0.24358) [ 0.41327]	3.786869 (14.8807) [ 0.25448]	-0.165920 (1.45722) [-0.11386]
D(DBI(-1))	-14.34543 (13.1757) [-1.08878]	-0.149711 (0.16603) [-0.90172]	-0.105799 (0.09955) [-1.06276]	0.424646 (0.22542) [ 1.88383]	-3.77750 (13.7713) [-2.38013]	2.314308 (1.34858) [ 1.71611]
D(DINF(-1))	0.231807 (0.15163) [ 1.52882]	0.001755 (0.00191) [ 0.91835]	0.000754 (0.00115) [ 0.65834]	-0.000563 (0.00259) [-0.21712]	-0.634261 (0.15848) [-4.00219]	0.036485 (0.01552) [ 2.35093]

D(DNP(-1))	-1.778138 (1.86993) [-0.95091]	0.013277 (0.02356) [ 0.56348]	0.006184 (0.01413) [ 0.43769]	-0.007614 (0.03199) [-0.23801]	-1.678758 (1.95446) [-0.85894]	-0.265413 (0.19139) [-1.38674]
C	15.99940 (5.35466) [ 2.98794]	-0.067682 (0.06747) [-1.00306]	0.132396 (0.04046) [ 3.27245]	-0.023546 (0.09161) [-0.25703]	-3.868354 (5.59670) [-0.69118]	-0.379459 (0.54807) [-0.69236]
R-squared	0.281274	0.295720	0.799588	0.318014	0.513024	0.351805
Adj. R-squared	0.071646	0.090305	0.741134	0.119101	0.370989	0.162748
Sum sq. Resids	10492.36	1.666069	0.598984	3.071117	11462.34	109.9200
S.E. equation	20.90889	0.263476	0.157980	0.357719	21.85400	2.140094
F-statistic	1.341776	1.439624	13.67904	1.598763	3.611965	1.860842

Sumber: Analisis, data diolah, 2020.

Berdasarkan tabel 4.5 di atas, pada persamaan *outstanding* sukuk estimasi jangka pendek, tidak terdapat variabel makroekonomi yang mempengaruhi nilai *outstanding* sukuk di Indonesia. Hal ini juga terjadi pada persamaan pertumbuhan ekonomi, dimana tidak terdapat variabel yang signifikan pada jangka pendek. Tanda bintang pada tabel 4.5 menunjukkan nilai alpha. Bintang satu menunjukkan bahwa nilai tersebut signifikan pada alpha sebesar 1%. Sedangkan bintang dua menunjukkan bahwa nilai yang tertera pada tabel 4.5 signifikan pada alpha sebesar 5% dan bintang tiga menunjukkan bahwa data tersebut signifikan pada alpha sebesar 10%. Berdasarkan uji simultan melalui uji F, tidak terdapat variabel makroekonomi yang signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia dalam jangka pendek.

Pada persamaan variabel nilai tukar, hanya variabel pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar itu sendiri menunjukkan nilai t-statistik lebih besar dari t-tabel. Hal ini berarti bahwa variabel pertumbuhan ekonomi sebesar 1% pada satu periode sebelumnya akan menaikkan nilai tukar sebesar 0,611 ribu rupiah pada periode saat ini. Begitu pula pada variabel nilai tukar, bahwa setiap kenaikan 1% nilai tukar pada satu periode sebelumnya akan menaikkan nilai tukar pada periode saat ini sebesar 0,5 ribu rupiah. Hal ini disebabkan karena terdapat variabel-variabel lain yang mempengaruhi kenaikan nilai tukar pada periode saat ini. Pada uji simultan, menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara *outstanding* sukuk, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan terhadap nilai tukar.

Pada persamaan suku bunga, variabel yang signifikan adalah variabel suku bunga itu sendiri pada satu periode sebelumnya dengan nilai t-statistika sebesar 1.88. Dimana nilai ini lebih besar jika di bandingkan dengan t-tabel. Sehingga dapat di simpulkan bahwa kenaikan satu persen pada variabel suku bunga pada saat ini di pengaruhi oleh suku bunga itu sendiri pada satu periode sebelumnya sebesar 0,42%. Maknanya adalah peran suku bunga pada periode sebelumnya memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap perilaku suku bunga pada periode berikutnya. Hal ini di karenakan suku bunga pada periode sebelumnya di gunakan sebagai basis kenaikan suku bunga pada periode berikutnya dan begitupula sebaliknya.

Persamaan pada variabel inflasi menunjukkan bahwa variabel suku bunga dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap inflasi. Hal ini di tunjukkan dengan nilai t-statistik sebesar dari t-tabel. Setiap kenaikan 1% pada variabel suku bunga pada satu periode sebelumnya akan menurunkan inflasi pada periode saat ini sebesar 3%. Pada variabel inflasi itu sendiri dapat di artikan bahwa setiap kenaikan 1% pada variabel inflasi pada periode sebelumnya, maka akan menurunkan inflasi pada periode saat ini sebesar 0,63%. Hal ini di karenakan inflasi pada periode sebelumnya di jadikan sebagai bahan acuan agar tidak terjadi inflasi yang lebih tinggi pada periode saat ini. Pada uji simultan, menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara variabel *outstanding* sukuk, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan terhadap inflasi.

Persamaan variabel neraca perdagangan menunjukkan bahwa variabel suku bunga dan inflasi berpengaruh terhadap neraca perdagangan. Nilai t-statistik menunjukkan nilai yang lebih besar dari t-tabel. Hal ini berarti bahwa kenaikan satu persen pada variabel suku bunga pada periode saat ini akan menaikkan variabel neraca perdagangan pada periode saat ini sebesar 2,31 juta rupiah. Sedangkan kenaikan satu persen pada variabel inflasi pada satu periode sebelumnya akan menaikkan neraca perdagangan sebesar 0.036 juta rupiah pada periode saat ini. Hal ini dikarenakan inflasi pada periode sebelumnya akan mempengaruhi aktivitas ekspor impor pada saat ini. Pada uji simultan, menunjukkan bahwa tidak terdapat variabel yang signifikan.

## (2) Estimasi Jangka Panjang

Setelah melakukan estimasi VECM pada jangka pendek, maka dilakukan estimasi VECM pada jangka panjang. Hal ini dilakukan guna mengetahui bagaimana pengaruh variabel makro ekonomi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia pada jangka panjang. Hal ini penting dilakukan bagi seorang investor sebelum melakukan diversifikasi *investment* pada *potofolio asset*. Berikut adalah estimasi jangka panjang pada metode VECM :

**Tabel 4.6**  
**Hasil Estimasi Jangka Panjang**

Cointegrating Eq:	CointEq1
DOS(-1)	1.000000
DPDB(-1)	-146.2484 (27.8652) [-5.24842]
DNT(-1)	-120.3301 (13.6460) [-8.81800]
DBI(-1)	62.68942 (11.8263) [5.30084]
DINF(-1)	0.244912 (0.47336) [0.51739]
DNP(-1)	-4.399966 (1.88495) [-2.33427]
@TREND(10Q1)	0.836391 (3.70760) [0.22559]
C	1531.090

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Berdasarkan tabel 4.6 di atas dapat dituliskan dalam persamaan outstanding sukuk jangka panjang sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 OS &= \alpha_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 \\
 &= 1531.09 - 146.24 X_1 - 120.33 X_2 + 62.68 X_3 + 0.244 X_4 - 4.399 X_5 \\
 &= (-5.24) + (-8.81) - (5.300) + (0.517) - (-2.334)
 \end{aligned}$$

Hasil VECM jangka panjang dapat diketahui bahwa, variabel pertumbuhan ekonomi (X1), nilai tukar (X2), suku bunga (X3) dan neraca perdagangan (X5) berpengaruh signifikan terhadap *outstanding* sukuk. Koefisien variabel pertumbuhan ekonomi sebesar -146,24. Hal ini

menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *outstanding* sukuk. Sehingga dapat dikatakan bahwa peningkatan pertumbuhan ekonomi sebesar 1 persen pada satu periode sebelumnya akan menurunkan nilai *outstanding* sukuk sebesar 146,24 persen pada periode saat ini. Hal ini dikarenakan, pada saat terjadi kenaikan pertumbuhan ekonomi, maka masyarakat akan cenderung melakukan diversifikasi investment pada asset lain selain sukuk. Sehingga jumlah *outstanding* sukuk akan menurun.

Koefisien nilai tukar yakni sebesar -120.33, yang menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1 ribu rupiah pada satu periode sebelumnya dapat menurunkan *outstanding* sukuk sebesar 120,33 persen pada periode saat ini. Hal ini dikarenakan masyarakat akan cenderung meningkatkan jumlah tabungan dari pada meningkatkan jumlah investasi yang berakibat pada menurunnya jumlah *outstanding* sukuk.

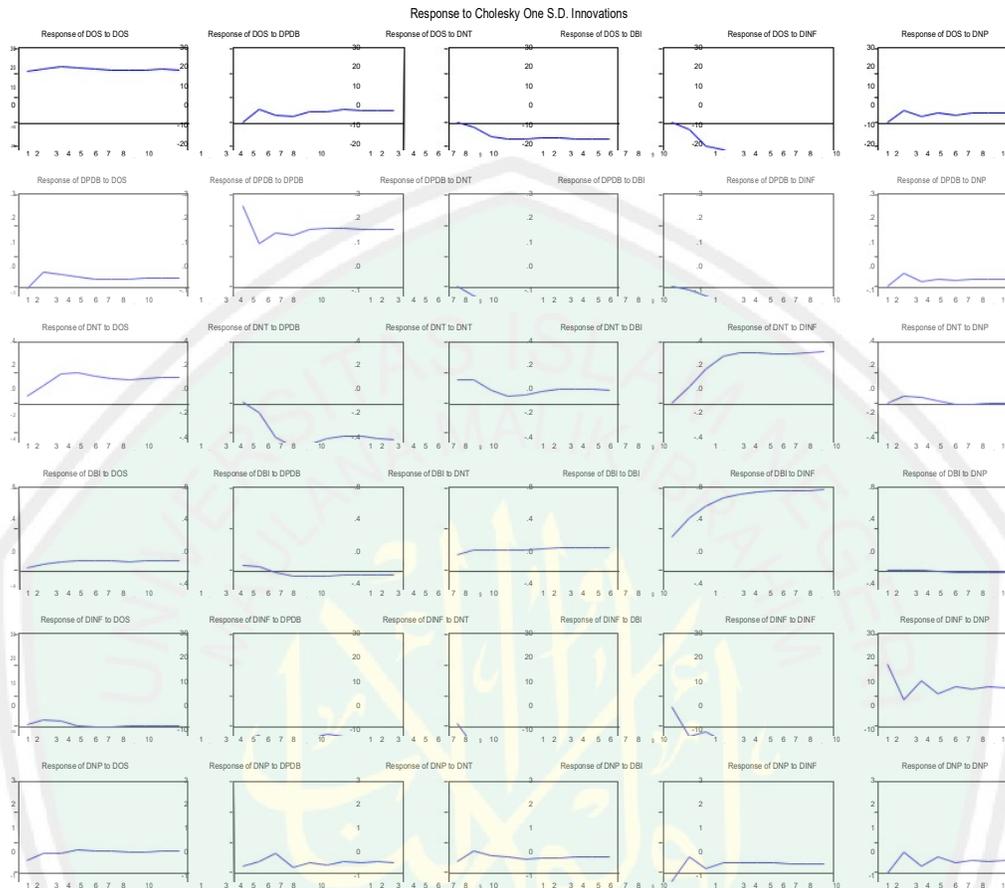
Koefisien suku bunga yakni sebesar 62,68, yang menunjukkan bahwa dalam jangka panjang suku bunga akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *outstanding* sukuk. Artinya setiap kenaikan satu persen pada variabel suku bunga pada satu periode sebelumnya, maka akan menaikkan nilai *outstanding* sukuk sebesar 62,68 juta rupiah pada periode saat ini. Hal ini menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan suku bunga, maka masyarakat akan cenderung melakukan *portofolio investment* pada sukuk. Sehingga jumlah *outstanding* sukuk akan meningkat.

Sedangkan koefisien neraca perdagangan yakni sebesar  $-4,39$ . Hal ini berarti bahwa dalam jangka panjang setiap penurunan 1 juta rupiah pada variabel neraca perdagangan, maka akan menurunkan variabel *outstanding* sukuk sebesar  $4,39$  persen. Ini menunjukkan bahwa masyarakat akan cenderung meningkatkan daya beli dari pada melakukan investasi pada sukuk. Sehingga akan mengurangi jumlah *outstanding* sukuk.

### **(3) *Impluse Respon Functiom (IRF)***

Analisis Impulse Respon Function (IRF) memberikan informasi tentang indikator transmisi, yaitu kecepatan atau berapa time lag yang dibutuhkan untuk merespon perubahan dan kekuatan variabel yang lain. Setiap variabel memiliki nilai IRF yang berbeda terhadap variabel lainnya. Berikut adalah hasil uji impulse respon function pada penelitian ini :

**Gambar 4.7**  
**Hasil Impulse Respon Function**



Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Gambar 4.7 di atas menunjukkan hasil *impulse respon function* pada penelitian ini. Berdasarkan hasil tersebut dapat dilihat bahwa variabel *outstanding* sukuk memiliki nilai yang cenderung stabil sejak periode 1 hingga periode ke 10 sekalipun terjadi *shock* pada sebuah perekonomian. Sedangkan variabel pertumbuhan ekonomi cenderung akan mengalami fluktuasi jika terjadi sebuah *shock* pada *outstanding* sukuk, dan akan kembali pada titik normal atau *convergence* pada periode ke tiga hingga ke sepuluh. Variabel nilai tukar juga akan mengalami fluktuasi jika terjadi *shock* terhadap variabel *outstanding* sukuk.

Hal ini akan terjadi dimulai pada periode ke empat dan akan kembali normal pada periode ke lima hingga periode ke sepuluh. Variabel suku bunga terlihat cenderung lebih stabil sejak periode satu hingga sepuluh jika terjadi pada variabel *outstanding* sukuk. Sedangkan variabel inflasi akan stabil pada periode ke empat hingga ke sepuluh jika terjadi *shock* pada variabel *outstanding* sukuk. Variabel neraca perdagangan akan *shock* mengalami nilai yang stabil di mulai sejak periode ke lima hingga ke sepuluh jika terjadi *shock* pada variabel *outstanding* sukuk.

Variabel *outstanding* sukuk akan berfluktuasi dan akan stabil pada periode ke lima hingga ke sepuluh jika terjadi *shock* pada variabel pertumbuhan ekonomi. Sedangkan variabel pertumbuhan ekonomi akan cenderung berfluktuatif terhadap dirinya sendiri dan akan stabil pada periode ke lima hingga ke sepuluh jika terjadi *shock* pada variabel pertumbuhan ekonomi. Variabel nilai tukar akan stabil pada periode ke tujuh dan akan terus mengalami penurunan hingga periode ke sepuluh jika terjadi *shock* pada pertumbuhan ekonomi. Suku bunga akan stabil pada periode ke empat hingga ke sepuluh jika terjadi *shock* pada variabel pertumbuhan ekonomi. Sedangkan variabel inflasi akan stabil pada periode ke tujuh dan berlanjut hingga periode ke sepuluh jika terjadi *shock* pada pertumbuhan ekonomi. Variabel neraca perdagangan akan stabil sejak periode ke tujuh hingga ke sepuluh jika terjadi *shock* pada pertumbuhan ekonomi.

Variabel yang terlihat paling stabil jika terjadi *shock* terhadap nilai tukar adalah variabel nilai tukar itu sendiri dan juga variabel suku bunga. Sedangkan variabel *outstanding* sukuk akan stabil sejak periode ke tujuh. Berbeda dengan

variabel *outstanding* sukuk, variabel pertumbuhan ekonomi akan stabil sejak periode ke empat. Sedangkan variabel inflasi dan neraca perdagangan akan stabil sejak periode ke lima jika terjadi *shock* pada nilai tukar.

Variabel *outstanding* sukuk adalah variabel yang akan terus menurun nilainya jika terjadi shock pada variabel suku bunga. Nilainya akan terus menurun dan akan stabil pada periode ke tujuh hingga periode ke sepuluh. Hal ini juga diikuti oleh variabel lain seperti pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga itu sendiri, dan inflasi. Sedangkan variabel neraca perdagangan akan stabil pada periode ke lima jika terjadi shock pada suku bunga.

Variabel *outstanding* sukuk akan cenderung stabil sejak periode ke lima hingga ke sepuluh jika terjadi shock pada variabel inflasi. Sedangkan pertumbuhan ekonomi akan stabil pada periode ke tiga jika terjadi shock pada variabel inflasi. Variabel nilai tukar, suku bunga dan inflasi itu sendiri cenderung akan stabil pada periode ke empat jika terjadi shock pada variabel inflasi. Untuk variabel neraca perdagangan akan stabil pada periode ke tujuh jika terjadi shock pada variabel inflasi.

Variabel yang paling berfluktuasi jika terjadi shock terhadap neraca perdagangan adalah variabel inflasi. Variabel inflasi akan kembali stabil pada periode ke enam hingga ke sepuluh. Hal ini berbeda dengan variabel lainnya yang nilai perubahannya tidak terlalu berfluktuatif secara signifikan.

**b) Variance Decomposition Analysis**

Hasil analisis *Variance Decomposition* disajikan dalam tabel dari masing-masing variabel sebagai berikut :

**(1) Variance Decomposition Analysis Variabel Outstanding Sukuk**

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji *Variance Decomposition* Variabel Outstanding Sukuk**

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	20.90889	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	31.32878	92.22730	2.965791	0.388812	0.888819	2.278030	1.251248
3	40.67273	85.91692	2.272130	2.336528	6.362023	1.723561	1.388840
4	48.56653	81.47312	1.798363	3.571545	9.934294	1.887925	1.334749
5	55.71237	76.87588	1.904877	4.317571	13.94375	1.704604	1.253322
6	62.21792	73.27295	2.047526	4.599333	17.27160	1.723440	1.085147
7	68.36022	70.31303	2.258306	4.752281	20.00496	1.702980	0.968448
8	74.11374	68.13270	2.337760	4.878589	22.05512	1.720231	0.875596
9	79.51329	66.48044	2.373617	5.011930	23.59767	1.720947	0.815397
10	84.58016	65.19199	2.386029	5.131904	24.80005	1.721552	0.768477

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Tabel 4.7 di atas menunjukkan bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi *outstanding* sukuk bersumber dari varians pertumbuhan dirinya sendiri. Kontribusi tertinggi sebesar 100.00% pada periode 1. Sedangkan pada periode ke dua, nilai penurunan ini sudah terjadi yaitu sebesar 92.227 persen. Penurunan ini terus terjadi hingga pada periode ke sepuluh yakni menjadi sebesar 65.19%.

Kontribusi pertumbuhan ekonomi terhadap *outstanding* sukuk dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 2.96% dan terus meurun hingga periode 5 yaitu sebesar 1.90%. Lalu nilai ini mengalami mengalami peningkatan kembali pada periode ke

enam yaitu sebesar 2.04% dan terus mengalami peningkatan hingga periode ke sepuluh yaitu sebesar 2.38%. Sementara kontribusi nilai tukar terhadap *outstanding* sukuk dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 0.38% dan terus meningkat hingga periode ke 10 yakni sebesar 5.13%. Kontribusi suku bunga terhadap *outstanding* sukuk dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 0.88% dan terus meningkat hingga periode ke 10, yakni sebesar 24.8%. Kontribusi neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk pada periode 2 sebesar 1.25% dan mengalami peningkatan di periode 3. Naik turun tersebut berjalan hingga periode 4. Pada periode 5 hingga periode 10 terus mengalami penurunan mencapai 0,76%.

## (2) *Variance Decomposition Analysis* Variabel Pertumbuhan Ekonomi

**Tabel 4.9**  
**Hasil Uji *Variance Decomposition* Variabel Pertumbuhan Ekonomi**

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	0.263476	0.053205	99.94679	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.307607	2.502480	94.22142	1.016860	0.137981	1.864598	0.256657
3	0.362415	2.961389	91.44367	2.854798	0.790036	1.550621	0.399485
4	0.407555	2.997085	88.95598	4.028889	2.134825	1.558705	0.324515
5	0.456581	2.716589	87.54657	4.387833	3.621081	1.461812	0.266119
6	0.503786	2.475497	86.21475	4.463329	5.146522	1.437955	0.261949
7	0.547453	2.336324	85.06271	4.530137	6.369208	1.448216	0.253409
8	0.587328	2.264934	84.04625	4.658206	7.330363	1.458856	0.241390
9	0.624214	2.219695	83.20553	4.804762	8.074209	1.466596	0.229204
10	0.659178	2.175660	82.53494	4.926349	8.677228	1.466311	0.219510

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Tabel 4.8 di atas menunjukkan bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi bersumber dari varians pertumbuhan dirinya sendiri. Kontribusi tertinggi sebesar 99.94% pada periode 1 hingga akhirnya terus mengalami penurunan menjadi 82.53% pada periode 10.

Kontribusi selanjutnya yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi adalah *outstanding* sukuk. Kontribusi variabel tersebut dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 0.05% dan terus meningkat hingga periode 10 yaitu sebesar 2.17%. Sementara kontribusi nilai tukar terhadap pertumbuhan ekonomi dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 1.01% dan terus mengalami peningkatan hingga pada periode 10 mencapai 4.92%.

Kontribusi suku bunga terhadap pertumbuhan ekonomi pun dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 0.13% dan terus meningkat hingga periode 10 yakni sebesar 8.67%. Variabel inflasi berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi dimulai dari periode 2 yaitu sebesar 1.86%. Dan terus menurun hingga periode 10 yaitu mencapai 1.466%.

Kontribusi neraca perdagangan terhadap pertumbuhan ekonomi dimulai pada periode 2 sebesar 0.25%. pada periode kedua kontribusi neraca perdagangan mengalami peningkatan, yakni sebesar 0,4%. Akan tetapi kembali mengalami penurunan pada periode ke 4 hingga period eke 10. Pada period eke 4, angka penurunan kontribusi mencapai angka 0,32%. Angka tersebut terus menurun pada periode selanjutnya sampai periode 10 yakni sebesar 0.21%.

(3) *Variance Decomposition Analysis* Variabel Nilai Tukar

**Tabel 4.9**  
**Hasil Uji *Variance Decomposition* Variabel Nilai Tukar**

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	0.263476	0.053205	99.94679	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.307607	2.502480	94.22142	1.016860	0.137981	1.864598	0.256657
3	0.362415	2.961389	91.44367	2.854798	0.790036	1.550621	0.399485
4	0.407555	2.997085	88.95598	4.028889	2.134825	1.558705	0.324515
5	0.456581	2.716589	87.54657	4.387833	3.621081	1.461812	0.266119
6	0.503786	2.475497	86.21475	4.463329	5.146522	1.437955	0.261949
7	0.547453	2.336324	85.06271	4.530137	6.369208	1.448216	0.253409
8	0.587328	2.264934	84.04625	4.658206	7.330363	1.458856	0.241390
9	0.624214	2.219695	83.20553	4.804762	8.074209	1.466596	0.229204
10	0.659178	2.175660	82.53494	4.926349	8.677228	1.466311	0.219510

Sumber : Analisis, data diolah. 2020.

Tabel 4.9 di atas menunjukkan bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi nilai tukar bersumber dari varians pertumbuhan dirinya sendiri. Kontribusinya sebesar 1.01% pada periode 2 hingga akhirnya terus mengalami peningkatan menjadi 4.92% pada periode 10.

Kontribusi selanjutnya yang mempengaruhi nilai tukar adalah *outstanding* sukuk. Kontribusi dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 0.05% dan terus meningkat hingga periode 4 yaitu sebesar 2.99%. Namun pada periode 5 hingga 10 mengalami penurunan mencapai 2.17%.

Sementara kontribusi pertumbuhan ekonomi terhadap nilai tukar dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 9.99% dan mengalami penurunan hingga periode ke 10 dengan nilai sebesar 82.53%. Sedangkan suku bunga berkontribusi terhadap nilai tukar dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 0.13% dan terus meningkat hingga periode 10 dan mencapai 8.67%. Kontribusi inflasi terhadap nilai tukar juga dimulai dari periode 2 yaitu sebesar 1.86% dan meningkat pada periode 3.

Namun pada periode selanjutnya mengalami peningkatan dan penurunan yang fluktuatif. Hingga pada periode 10 mencapai 1.46%.

Kontribusi neraca perdagangan terhadap nilai tukar pada periode 2 sebesar 0.25% dan terus mengalami peningkatan hingga periode 4. Pada periode 5 dan 10 mengalami penurunan menjadi 0.21%.

#### (4) *Variance Decomposition Analysis* Variabel Suku Bunga

**Tabel 4.10**  
**Hasil Uji *Variance Decomposition* Variabel Suku Bunga**

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	0.357719	0.456223	1.574624	15.99151	81.97765	0.000000	0.000000
2	0.654231	0.810067	0.663438	13.56725	84.69009	0.000104	0.269050
3	0.932691	1.181381	0.402573	11.11032	86.69043	0.006690	0.608607
4	1.192581	1.341568	0.497645	9.390879	87.83685	0.025878	0.907181
5	1.426894	1.343122	0.558253	8.446159	88.53064	0.053899	1.067929
6	1.636664	1.291199	0.550211	8.004961	88.95241	0.074365	1.126851
7	1.826037	1.242177	0.520020	7.807618	89.19809	0.086709	1.145387
8	1.999806	1.211743	0.497810	7.692389	89.35029	0.093102	1.154669
9	2.161417	1.195888	0.488132	7.593350	89.45891	0.097312	1.166404
10	2.312992	1.186422	0.486319	7.501665	89.54547	0.100849	1.179279

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Hasil *variance decomposition* pada tabel 4.10 di atas diketahui bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi suku bunga bersumber dari varians pertumbuhan dirinya sendiri. Kontribusi pada periode 1 yakni sebesar 81.97% hingga akhirnya terus mengalami peningkatan menjadi 89.54% pada periode 10.

Variabel selanjutnya yang berkontribusi dalam mempengaruhi suku bunga adalah *outstanding* sukuk. Kontribusi dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 0.45% Fluktuasi tersebut terus terjadi hingga periode 10 dan mencapai 1.18%.

Sementara kontribusi pertumbuhan ekonomi terhadap suku bunga dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 1.57% dan terus menurun hingga periode 10 yaitu mencapai 0.48%. variabel nilai tukar berkontribusi terhadap suku bunga sejak periode 1 yakni sebesar 15.99% dan terus mengalami peningkatan pada periode ke 10 sebesar 0.1%. Kontribusi neraca perdagangan terhadap suku bunga juga dimulai pada periode 2 sebesar 0.26% dan terus mengalami peningkatan hingga periode 10 menjadi 1.17%.

(5) *Variance Decomposition Analysis* Variabel Inflasi

**Tabel 4.11**  
**Hasil Uji *Variance Decomposition* Variabel Inflasi**

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	21.85400	0.039428	3.679325	0.204996	8.636210	87.44004	0.000000
2	25.29087	0.558882	4.022990	6.466411	8.297061	76.58062	4.074032
3	31.39362	0.673465	10.15388	8.382014	5.701679	72.10518	2.983778
4	34.65182	0.559887	9.359101	10.91890	6.832853	68.79870	3.530554
5	38.19362	0.463635	8.800071	11.32775	8.181738	68.23676	2.990045
6	41.28472	0.400354	7.879103	11.64098	10.06187	67.28384	2.733846
7	44.43122	0.345850	7.344027	11.80166	11.49107	66.56740	2.449995
8	47.37935	0.306790	6.981882	12.10335	12.57185	65.74345	2.292678
9	50.19295	0.275793	6.759246	12.39310	13.38825	65.02295	2.160668
10	52.83715	0.249853	6.552197	12.63339	14.08015	64.42667	2.057738

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Dari tabel 4.11 di atas diketahui bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi inflasi bersumber dari varians pertumbuhan dirinya sendiri. Kontribusi tertinggi sebesar 87.44% pada periode 1 hingga akhirnya terus mengalami penurunan menjadi 64.42% pada periode 10.

Kontribusi selanjutnya yang mempengaruhi inflasi adalah *outstanding* sukuk. Kontribusi dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 0.03% dan terus

meningkat hingga periode 3 yaitu sebesar 0.67%. Namun pada periode 74 mengalami penurunan hingga periode 10 turun mencapai 0.24%.

Sementara kontribusi pertumbuhan ekonomi terhadap inflasi dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 3.67% dan terus meningkat hingga periode 10 yaitu mencapai 6.55%. Kontribusi nilai tukar terhadap inflasi dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 0.20% dan terus meningkat hingga periode 10 yang mencapai 12.63%.

Kontribusi suku bunga terhadap inflasi dimulai dari periode 1 yaitu sebesar 8.63% dan terus meningkat hingga periode 10 mencapai 14.08%. Kontribusi neraca perdagangan terhadap inflasi dimulai pada periode 2 sebesar 4.07% dan mengalami penurunan pada periode ke 3 yakni sebesar 2.98%. Lalu pada periode ke 4 kontribusi neraca perdagangan terhadap inflasi mengalami peningkatan kembali yakni sebesar 3.53%. Pada periode ke 5 kontribusi neraca perdagangan sebesar 2.99% dan terus mengalami penurunan hingga periode ke 10 yakni sebesar 2.05%.

#### (6) *Variance Decomposition Analysis* Variabel Neraca Perdagangan

**Tabel 4.12**  
**Hasil Uji *Variance Decomposition* Variabel Neraca Perdagangan**

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	2.140094	3.124944	1.137132	2.909223	1.893368	0.027040	90.90829
2	2.982158	6.093947	2.075823	7.420827	3.965123	4.966307	75.47797
3	3.502886	7.685991	4.744422	7.810427	3.014254	3.914269	72.83064
4	4.006640	9.359000	3.849452	7.713620	3.044727	4.691644	71.34156
5	4.371898	10.62234	3.812409	7.519328	3.057480	4.442650	70.54580
6	4.741255	11.26930	3.523164	7.380355	3.085205	4.473090	70.26888
7	5.074492	11.66253	3.544243	7.363202	3.050503	4.376158	70.00336
8	5.399022	11.90622	3.527246	7.378002	2.985121	4.353921	69.84949
9	5.702160	12.14002	3.531563	7.390469	2.931700	4.329310	69.67694
10	5.989586	12.35553	3.504420	7.383685	2.894220	4.318546	69.54360

Sumber : Analisis, data diolah, 2020.

Tabel 4.12 di atas menunjukkan bahwa kontribusi terbesar yang mempengaruhi neraca perdagangan bersumber dari varians pertumbuhan dirinya sendiri. Kontribusi tertinggi sebesar 90.90% pada periode 1 hingga akhirnya terus mengalami penurunan menjadi 69.54% pada periode 10.

Kontribusi selanjutnya yang mempengaruhi neraca perdagangan adalah *outstanding* sukuk. Kontribusi dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 3.12% dan meningkat pada periode 2. Namun pada periode 3 dan 4 mengalami penurunan dan terus meningkat hingga periode 10 mencapai 12.35%.

Sementara kontribusi pertumbuhan ekonomi terhadap neraca perdagangan dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 1.13% dan terus meningkat hingga periode 10 dan mencapai 3.50%.

Kontribusi nilai tukar terhadap neraca perdagangan dimulai pada periode 1 yaitu sebesar 2.90% dan mengalami peningkatan hingga periode 10 mencapai 7.38%. Kontribusi suku bunga terhadap neraca perdagangan dimulai dari periode 1 yaitu sebesar 1.89% dan terus meningkat hingga periode 7. Lalu mengalami penurunan hingga periode 10 mencapai 2.89%. Kontribusi inflasi terhadap neraca perdagangan dimulai pada periode 1 sebesar 0.02% dan terus meningkat hingga periode 10 dan mencapai 4.31%.

## BAB V

### PEMBAHASAN

#### A. Pengaruh Variabel Pertumbuhan Ekonomi, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi dan Neraca Perdagangan Terhadap *Outstanding* Sukuk di Indonesia

Pada bab pembahasan ini, akan di bahas bagaimana variabel makroekonomi mempengaruhi *outsanding* sukuk berdasarkan hasil penelitian dan teori yang telah ada. Variabel pertumbuhan ekonomi akan di sesuaikan dengan teori klasik yg di kemukakan oleh Adam Smith. Variabel nilai tukar akan di dukung dengan teori yang di kemukakan oleh Frank. Sedangkan variabel suku bunga akan di dukung dengan teori yang di kemukakan Keynes. Teori Fisher di gunakan untuk membahas variabel inflasi dan terakhir, teori Samuelson akan di gunakan untuk membahas bagaimana pengaruh variabel neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Pada bab ini, pertama-tama akan di bahas tentang teori klasik yang di kemukakan oleh Adam Smith guna mendukung penemuan peneliti terkait dengan variabel pertumbuhan ekonomi dan bagaimana pengaruhnya terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Kemudian pembahasan berikutnya akan di lanjutkan oleh teori yang di kemukakan oleh Frank, Keynes, Fisher dan Samuelson.

Obligasi merupakan salah satu bentuk *financial asset* yang cukup menguntungkan. Secara singkat obligasi merupakan surat utang. Obligasi di terbitkan oleh sebuah perusahaan atau pemerintah. Secara umum terdapat dua jenis obligasi, yakni obligasi konvensional dan obligasi syariah. Obligasi syariah lebih di kenal dengan istilah sukuk. Menurut fatwa dewan MUI, yang disebut sebagai sukuk adalah surat berharga jangka panjang yang dikeluarkan oleh emiten kepada

pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/ margin/ fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Sukuk juga dapat diterbitkan oleh perusahaan atau pemerintah. Sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah disebut sebagai sukuk ritel (SR) sedangkan sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan swasta disebut sebagai sukuk korporasi.

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi portofolio berbasis syariah yang kini semakin banyak diminati oleh masyarakat. Tujuan pemerintah menerbitkan sukuk adalah untuk membiayai APBN dan beberapa proyek besar milik negara. Selain itu tujuan pemerintah dalam menerbitkan sukuk adalah untuk mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar syariah di dalam negeri. Permintaan terhadap sukuk akan mempengaruhi *outstanding* sukuk di Indonesia.

Mengingat bahwa tujuan penerbitan sukuk sangat besar manfaatnya dalam kegiatan ekonomi, maka apabila terjadi peningkatan permintaan terhadap sukuk, maka baik pemerintah maupun korporasi akan menyediakan lebih banyak jumlah sukuk guna memenuhi jumlah permintaan. Sehingga jumlah permintaan dan jumlah ketersediaan sukuk tetap terjaga. Jumlah permintaan dan ketersediaan sukuk dipengaruhi oleh banyak faktor, antara lain adalah faktor makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, dll.

Berdasarkan teori ekonomi, semua variabel akan saling berpengaruh terhadap variabel lainnya. Hanya saja diperlukan penyesuaian waktu untuk merespon perubahan pada sebuah variabel. Setiap variabel memiliki *time lag* yang berbeda dalam merespon perubahan variabel lainnya. Jika terjadi perubahan pada variabel makro,

maka akan di respon oleh nilai *outstanding* sukuk pada penyesuaian waktu yang berbeda untuk setiap variabel.

Berdasarkan hasil penelitian Richard (2009) menjelaskan bahwa kondisi perekonomian suatu negara berkorelasi positif terhadap perkembangan obligasi di Indonesia. Hal ini di karenakan negara dengan perekonomian makro yang stabil salah yang ditandai dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkelanjutan serta tingkat inflasi yang rendah dan stabil dapat menjadi faktor penarik investor untuk menginvestsikan modalnya baik berupa saham, baik obligasi, reksadana, forex ataupun sukuk.

Studi empiris lainnya yang di tulis oleh Nurlaili (2018) menjelaskan bahwa pada variabel pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. lebih lanjut ia mengatakan bahwa dengan asumsi bahwa regulasi, tingkat korupsi dan kondisi sosial politik di Indonesia baik, maka sukuk akan mampu mendorong peningkatan pertumbuhan ekonomi.

Hasil estimasi VECM pada penelitian ini menunjukkan bahwa semua variabel memiliki hubungan yang tidak signifikan terhadap *outstanding* sukuk dalam jangka pendek. Sedangkan pada jangka panjang, variabel yang berpengaruh terhadap *outstanding* sukuk adalah variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga dan neraca perdagangan. Hal ini dapat di buktikan dengan nilai t statistik yang lebih besar jika di bandingkan nilai t tabel. Koefisien pertumbuhan ekonomi pada jangka panjang yakni sebesar -146.24. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1 persen pada variabel pertumbuhan ekonomi pada satu periode sebelumnya, maka akan menurunkan *outstanding* sukuk sebesar 146.24 triliun rupiah pada periode saat ini.

Hasil pada penelitian ini telah sesuai dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa kenaikan pada variabel pertumbuhan ekonomi akan mendorong peningkatan pada *outstanding* sukuk. Penelitian ini juga telah sesuai dengan teori pertumbuhan ekonomi klasik yang dicetuskan oleh Adam Smith. Meskipun faktanya teori klasik di cetuskan oleh beberapa ekonom dunia, namun penelitian ini menggunakan teori klasik yang di cetuskan oleh Adam Smith. Adam Smith mengemukakan bahwa kenaikan penduduk akan mendorong kenaikan modal. Kenaikan modal dalam hal ini di kaitkan dengan beberapa hal, termasuk di dalamnya di kaitkan dengan kenaikan dalam melakukan investasi pada aset seperti sukuk.

Teori pertumbuhan ekonomi klasik yang di cetuskan oleh Adam Smith menekankan bahwa suatu perekonomian akan tumbuh dan berkembang jika di dukung oleh adanya pertambahan penduduk yang nantinya akan mampu memperluas pasar serta mampu mendorong spesialisasi. Munculnya spesialisasi ini akan ikut andil dalam meningkatkan produktivitas dan mendorong kemajuan teknologi. Sehingga hal ini akan membantu meningkatkan angka pertumbuhan ekonomi suatu negara. Jika ditinjau dari sudut pandang keislaman maka hasil penelitian sesuai dengan konsep islam. Islam mengajarkan adanya keseimbangan yang kemudian menjadi landasan dalam optimalisasi pertumbuhan. Jika terjadi peningkatan pertumbuhan ekonomi dan tidak di iringi dengan peningkatan pertumbuhan modal, maka akan terjadi ketimpangan. Sehingga ketika terjadi kenaikan pertumbuhan ekonomi, maka seharusnya kenaikan tersebut mampu mendorong peningkatan modal.

Koefisien variabel nilai tukar pada jangka panjang yakni sebesar -120.33. Angka tersebut menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1 ribu rupiah pada variabel nilai tukar pada satu periode sebelumnya, maka akan menurunkan *outstanding* sukuk sebesar 120.33 triliun rupiah pada periode saat ini. Sedangkan dalam jangka pendek, koefisiennya 2.45. hal ini menunjukkan koefisien yang tidak signifikan terhadap *outstanding* sukuk. sebesar

Hasil penelitian terdahulu yang di lakukan oleh Rosyida (2016), menyatakan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap obligasi syariah (sukuk). Pada penelitian ini, variabel nilai tukar

tidak berpengaruh terhadap *outstanding* sukuk dalam jangka pendek dan berpengaruh negatif signifikan terhadap *outstanding* sukuk dalam jangka panjang. Ketika nilai tukar mengalami kenaikan, maka masyarakat akan cenderung mengurangi pengeluarannya untuk membeli obligasi syariah (sukuk) dan lebih memilih untuk melakukan *saving*. Hal ini kemudian akan mempengaruhi jumlah *outstanding* sukuk pada jangka panjang. Sedangkan pada jangka pendek, nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap *outstanding* sukuk. Hal ini dikarenakan, pada jangka pendek masyarakat akan memilih untuk melakukan diversifikasi investment untuk menghindari adanya kerugian pada satu aset.

Sehingga hasil pada penelitian ini pada variabel nilai tukar sesuai dengan penelitian terdahulu. Hasil tersebut juga mendorong adanya teori yang dikemukakan oleh Frank. Teori Frank menyatakan bahwa nilai tukar merupakan mata uang dari dua negara dan nilai tersebut akan digunakan sebagai tolok ukur mata uang. Hal tersebut dapat diartikan bahwa nilai tukar menunjukkan banyaknya uang dalam negeri untuk mendapatkan satu unit mata uang asing tertentu. Perubahan nilai tukar mata uang yang sangat fluktuatif dapat menyebabkan *real return* lebih kecil dari *expected return*. Oleh sebab itu, nilai tukar merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh seorang investor dalam melakukan investasinya di sebuah negara. Sedangkan dalam pandangan islam, penelitian ini juga telah sesuai dengan pernyataan Ibnu Taymiah bahwa nilai tukar sebuah negara harus disesuaikan dengan kondisi yang telah ada. Hal ini juga telah mendukung bahwa islam membolehkan adanya transaksi nilai tukar

dengan syarat harus mengikuti kondisi perekonomian yang sedang terjadi pada negara yang bersangkutan.

Variabel suku bunga pada penelitian ini memiliki koefisien sebesar 62.68 pada jangka panjang. Sedangkan pada jangka pendek, variabel suku bunga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *outstanding* sukuk. Hal ini menunjukkan bahwa variabel suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia pada jangka panjang. Boutti (2014) menyatakan bahwa kenaikan pada suku bunga akan mempengaruhi sukuk *performance* pada jangka panjang. Lebih lanjut ia menganalisis bahwa perubahan pada tingkat suku bunga akan mempengaruhi sukuk dan portofolio lainnya pada pasar modal. Variabel suku bunga tidak berpengaruh terhadap *outstanding* sukuk dalam jangka pendek. Pada jangka pendek investor akan melakukan *wait and see* terkait komposisi investasi, termasuk dalam investasi sukuk. Kebijakan yang dilakukan oleh pemerintah seperti kebijakan suku bunga tidak akan langsung di respon oleh investor yang berakibat pada nilai *outstanding* sukuk yang tidak langsung berubah dalam jangka pendek.

Penelitian ini telah sesuai dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa perubahan pada suku bunga akan mempengaruhi sukuk. Penelitian ini juga telah sesuai dengan teori yang di kemukakan oleh Keynes yang menyatakan bahwa perubahan suku bunga di pengaruhi oleh permintaan dan penawaran uang. Menurut Keynes terdapat tiga motif seseorang untuk memegang uang tunai, yakni untuk motif transaksi, spekulasi dan berjaga-jaga. Hal ini lah yang menjadi dasarnya adanya istilah *liquidity preference*. Teori yang di kemukakan oleh Keynes menekankan bahwa terdapat hubungan langsung antara kesediaan orang membayar harga uang (tingkat bunga) dengan permintaan terhadap uang. Sehingga suku bung akan mempengaruhi pasar uang dan mempengaruhi masyarakat dalam melakukan investasi. Suku bunga akan mempengaruhi jumlah permintaan dan penawaran terhadap uang, sehingga akan mempengaruhi daya beli masyarakat. Apabila suku bunga bank lebih tinggi, maka masyarakat akan cenderung menabung uangnya di bank dan apabila suku bunga rendah, maka masyarakat akan cenderung menggunakan uangnya untuk aktivitas ekonomi yang lain seperti melakukan investasi. Sedangkan menurut pandangan islam, suku bunga merupakan salah satu bentuk riba. Sehingga dalam islam tidak di benarkan adanya suku bunga. Akan tetapi dalam penentuan bagi hasil sukuk, suku

bunga Bank Indonesia di jadikan sebagai acuan karena penentuan bagi hasil di asumsikan di atas suku bunga Bank Indonesia.

Variabel inflasi pada penelitian ini memiliki hubungan yang tidak signifikan terhadap *outstanding* sukuk baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Mustika Rini (2012) menggunakan model penelitian Vector Error Corretion Model (VECM) menemukan bahwa penerbitan sukuk di pengaruhi oleh beberapa indikator makroekonomi dalam jangka pendek dan jangka panjang, yaitu pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar dan inflasi. Dalam jangka panjang inflasi tidak berpengaruh terhadap *outstanding* sukuk karena pada jangka panjang pemerintah membuat kebijakan agar inflasi mengalami kestabilan. Di sisi lain pemerintah selalu menekan nilai inflasi agar nilainya selalu berada di bawah nilai bagi hasil sukuk. Selain itu, berdasarkan transmisi kebijakan moneter melalui harga aset yang di lakukan oleh pemerintah, dapat dilihat bahwa variabel inflasi tidak langsung berpengaruh terhadap harga aset itu sendiri. Sehingga dalam jangka panjang, kenaikan harga aset tidak berpengaruh secara signifikan terhadap jumlah ketersediaan atau *outstanding* sukuk di Indonesia.

Variabel inflasi pada penelitian ini telah sesuai dengan penelitian terdahulu dan sesuai dengan teori yang di kemukakan oleh Fisher tentang teori kuantitas uang. Teori ini menyatakan bahwa harga di pengaruhi oleh kenaikan jumlah uang beredar. Teori Fisher sangat erat kaitannya dengan volume jumlah uang beredar. Teori ini menyatakan bahwa inflasi hanya bisa terjadi jika terdapat penambahan volume jumlah uang beredar, karena

terdapat hubungan yang sebanding antara jumlah uang beredar dan inflasi. Formula dari teori yang dikemukakan oleh Fisher adalah  $MV=PT$ . Dimana M merupakan jumlah uang beredar, V merupakan kecepatan peredaran uang tersebut, P merupakan harga dan T adalah transaksi. Apabila semakin besar jumlah uang beredar dan percepatannya semakin besar, maka harga dan transaksi pada masyarakat juga akan semakin besar. Jika hal tersebut dibiarkan, maka akan menyebabkan terjadinya inflasi. Sehingga dapat dikatakan bahwa kenaikan jumlah uang beredar yang menyebabkan inflasi juga akan mempengaruhi jumlah permintaan dan penawaran terhadap sebuah aset. Penelitian ini juga telah sesuai dengan teori inflasi dalam pandangan Islam. Teori yang dikemukakan oleh Al Maqrizi. Al-Maqrizi menggolongkan dua penyebab inflasi, yakni *human error inflation* dan *natural inflation*. Lebih lanjut ia menyatakan bahwa *human error inflation* adalah inflasi yang disebabkan oleh kesalahan manusia, sedangkan *natural inflation* terjadi karena proses alamiah dimana terjadi penurunan terhadap penawaran atau peningkatan terhadap permintaan agregat.

Variabel neraca perdagangan pada penelitian ini memiliki hasil yang negatif dan signifikan terhadap *outstanding* sukuk pada jangka panjang. Sedangkan pada jangka pendek variabel neraca perdagangan tidak berpengaruh terhadap *outstanding* sukuk. Menurut penelitian yang ditulis oleh Rangga (2018), salah satu faktor yang mempengaruhi pasar sukuk pada negara GCC adalah perdagangan internasional yang di dalamnya termasuk ekspor impor.

Sehingga penelitian ini telah sesuai dengan penelitian terdahulu. Sedangkan berdasarkan teori yang di kemukakan Samuelson, penelitian ini juga telah sesuai. Samuelson mengemukakan bahwa neraca perdagangan adalah neraca yang mencerminkan kegiatan ekspor dan impor suatu negara. Kegiatan ekspor dan impor sangat erat kaitannya dengan ekonomi makro, termasuk di dalamnya adalah kebijakan moneter dan kebijakan fiskal. Kebijakan fiskal meliputi pajak, insentif dan tarif bea masuk. Sedangkan kebijakan moneter meliputi kebijakan suku bunga. Di Indonesia neraca perdagangan tidak hanya di pengaruhi oleh kebijakan fiskal atau moneter, tetapi juga di pengaruhi oleh faktor eksternal lainnya seperti kondisi keuangan global dan dan kondisi ekonomi. Neraca perdagangan dapat bernilai surplus dan dapat bernilai defisit. Neraca perdagangan yang surplus menandakan bahwa terjadi peningkatan ekspor dalam negeri, sehingga dapat di katakan bahwa tingkat produksi barang dalam negeri meningkat. Sedangkan neraca perdagangan yang defisit di karenakan lebih besar impor dalam negara tersebut. Hal ini yang juga sedang terjadi di Indonesia. Beberapa tahun terakhir, terjadi defisit neraca perdagangan di Indonesia. Sedangkan dalam Islam, perdagangan internasional telah di lakukan sejak zaman Nabi Muhammad SAW, dan islam tidak melarang adanya perdagangan internasional. Ekspor dan impor sangat penting untuk membentuk dan mengendalikan neraca perdagangan (*Balance of Payment*) di suatu negara. Islam mengajarkan adanya keseimbangan, hal ini pula yang patut di terapkan dalam mengendalikan neraca perdagangan sebuah negara agar tidak terjadi surplus atau defisit.

Surplus atau defisit yang berlebih dalam sebuah negara, akan menimbulkan ketidakeimbangan kegiatan perekonomian. Ketidakeimbangan inilah yang nantinya akan menimbulkan beberapa masalah ekonomi. Oleh karena itu, menjaga keseimbangan neraca perdagangan sangat dianjurkan dalam Islam, begitu pula dalam penerapannya.



## **B. Kontribusi Variabel Pertumbuhan Ekonomi, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi dan Neraca Perdagangan Terhadap *Outstanding* Sukuk di Indonesia**

Sukuk merupakan salah satu bentuk aset portofolio yang turut andil dalam menentukan keseimbangan neraca pembayaran serta memberikan kontribusi positif pada pengembangan pasar modal domestik. *Outstanding* sukuk adalah jumlah ketersediaan sukuk yang beredar di Indonesia. Nilai ketersediaan ini akan mempengaruhi jumlah permintaan dan akan mempengaruhi harga sukuk ritel itu sendiri.

Menurut Bahril (2014) menyatakan bahwa ketersediaan sukuk mampu mendorong akselerasi pada variabel makro ekonomi suatu negara. Sukuk mampu berkontribusi pada pertumbuhan perekonomian negara dan mampu menjadi salah satu alternatif pembiayaan defisit neraca. Hal ini tentunya di pengaruhi oleh beberapa asumsi- asumsi pada variabel makro lainnya seperti nilai tukar, suku bunga dan inflasi.

Pada penelitian ini, kontribusi terbesar yang mempengaruhi *outstanding* sukuk bersumber dari varians pertumbuhan dirinya sendiri. Kontribusi tertinggi sebesar 100.00% pada periode 1 hingga akhirnya terus mengalami penurunan menjadi 65.19% pada periode 10.

Kontribusi pertumbuhan ekonomi terhadap *outstanding* sukuk dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 2.96% dan terus meurun hingga periode 10 yaitu sebesar 2.38%. Sementara kontribusi nilai tukar terhadap *outstanding* sukuk dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 0.38% dan terus

meningkat hingga periode ke 10 yakni sebesar 5.13%. Kontribusi suku bunga terhadap *outstanding* sukuk dimulai pada periode 2 yaitu sebesar 0.88% dan terus meningkat hingga periode ke 10, yakni sebesar 24.8%. Kontribusi variabel inflasi dimulai pada periode ke dua, yakni sebesar 2,27%. Kontribusi ini merupakan kontribusi variabel inflasi terbesar, karena pada periode ke tiga hingga ke sepuluh nilainya cenderung menurun hingga angka 1,72%. Kontribusi neraca perdagangan terhadap *outstanding* sukuk pada periode 2 sebesar 1.25% dan mengalami peningkatan di periode 3. Naik turun tersebut berjalan hingga periode 4. Pada periode 5 hingga periode 10 terus mengalami penurunan mencapai 0,76%. Hal ini membuktikan bahwa setiap perubahan nilai pada variabel membutuhkan penyesuaian waktu untuk di respon oleh variabel lainnya.

Pada penelitian ini, kontribusi variabel suku bunga merupakan kontribusi terbesar terhadap *outstanding* sukuk jika dibandingkan variabel lainnya seperti pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, inflasi dan neraca perdagangan. Kontribusi tersebut dimulai pada periode kedua. Angka kontribusi yang tinggi ini menunjukkan bahwa suku bunga mampu mempengaruhi nilai *outstanding* sukuk secara dominan jika dibandingkan variabel lain.

Investor akan cenderung merespon perubahan suku bunga dan akan mengalihkan investasinya pada sukuk. Hal ini dikarenakan bagi hasil yang diterima oleh investor akan cenderung lebih tinggi dari pada suku bunga acuan. Sehingga berinvestasi pada sukuk akan lebih menguntungkan pada saat suku bunga naik. Akan tetapi, investor

memerlukan jangka waktu tertentu untuk merespon perubahan suku bunga dan mengalihkan investasinya pada sukuk. Hal ini di buktikan bahwa suku



bunga berpengaruh terhadap jumlah *outstanding* sukuk di mulai sejak periode ke dua, tidak langsung di respon pada saat periode pertama.

Investasi yang mengalir ke negara-negara berkembang sangat sensitif terhadap suku bunga. Tingkat bunga dunia dan tingkat bunga domestik merupakan salah satu indikator yang efektif untuk mendorong mobilitas modal.<sup>126</sup> Investasi akan cenderung mengalir pada negara dengan suku bunga domestik lebih tinggi dari suku bunga internasional. Investor akan cenderung merasa diuntungkan jika melakukan investasi pada negara dengan tingkat bunga yang lebih tinggi. Boutti (2014) juga menyatakan bahwa perubahan suku bunga menjadi salah satu faktor penentu dalam ketersediaan sukuk negara di Indonesia.

Penelitian ini telah sesuai dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa perubahan suku bunga berkontribusi dalam nilai *oustanding* sukuk di Indonesia. Hal ini juga sejalan dengan teori yang di kemukakan oleh Keynes bahwa suku bunga di tentukan oleh permintaan dan penawaran uang yang selanjutnya akan mempengaruhi bentuk investasi pada pasar modal. Sedangkan menurut pandangan Islam bahwa suku bunga merupakan salah satu variabel yang tidak di perbolehkan. Menurut ajaran Islam, adanya suku bunga akan membentuk eksploitasi dalam transaksi bisnis secara tidak adil. Sedangkan Islam sendiri

---

<sup>126</sup>Arfaoui, Mongi, and Ezzeddine. Abaoub, *On The Determinant Of International Financial Integration In The Global Business Area*. Journal Of Applied Economics Science, 2010, Vol.5.Issue 3 (13)

senantiasa mengajarkan dan mengamalkan keadilan dan keseimbangan dalam kehidupan.



## BAB VI

### PENUTUP

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penulisan penelitian yang telah di uraikan di atas, maka kesimpulan yang dapat di ambil adalah :

- 1) Berdasarkan hasil VECM dan melalui uji stasioneritas, uji *lag length criteria* dan uji Johansen, maka dapat disimpulkan bahwa variabel makroekonomi yaitu pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga, inflasi dan neraca perdagangan tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia dalam jangka pendek. Sedangkan dalam jangka panjang, variabel yang mempengaruhi *outstanding* sukuk adalah variabel pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, suku bunga dan neraca perdagangan.
- 2) Berdasarkan hasil *variance decomposition* , pada periode pertama variabel yang paling berkontribusi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia adalah varians dari dirinya sendiri. Sedangkan pada periode berikutnya, variabel suku bunga merupakan variabel yang paling berkontribusi terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia sampai periode ke 10.

## B. Implikasi Teoritis

Berdasarkan hasil penelitian di atas, penulis mendukung adanya teori yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi akan mempengaruhi *outstanding* sukuk di Indonesia. Pada penelitian ini, hasil uji VECM menyatakan bahwa variabel pertumbuhan ekonomi memiliki hubungan yang signifikan terhadap *outstanding* sukuk baik dalam jangka panjang.

Penelitian ini juga menguatkan teori yang telah ada bahwa variabel nilai tukar, suku bunga dan neraca perdagangan berpengaruh terhadap *outstanding* sukuk. Artinya bahwa, hasil pengujian pada penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara variabel-variabel tersebut terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia. Sehingga dapat dikatakan bahwa setiap kenaikan pada variabel nilai tukar, suku bunga dan neraca perdagangan akan di respon oleh *outstanding* sukuk di Indonesia

Sedangkan variabel inflasi merupakan variabel yang menolak teori yang menyatakan bahwa kenaikan harga atau peningkatan nilai inflasi akan mempengaruhi *outstanding* sukuk di Indonesia dalam jangka panjang. Variabel inflasi pada penelitian ini tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia dalam jangka panjang.

Hasil penelitian ini akan berdampak pada pengambilan keputusan dalam kebijakan moneter melalui jalur harga aset. Kebijakan ini kemudian akan berpengaruh terhadap berbagai aktifitas pada sektor riil. Tidak hanya

berpengaruh terhadap aktifitas pada sektor riil akan tetapi juga akan memberi dampak pada nilai investasi khususnya pada investasi aset finansial dan juga berpengaruh terhadap biaya modal.

### C. Saran

Berdasarkan penelitian tersebut, maka saran yang dapat di ajukan oleh peneliti adalah sebagai berikut :

- 1) Bank Indonesia sebagai bank sentral diharapkan lebih berhati-hati ketika akan melakukan kebijakan moneter baik bersifat ekspansif maupun kontraktif sehingga iklim investasi di Indonesia tetap kondusif.
- 2) Pemerintah melalui OJK mampu memberikan sosialisasi terhadap masyarakat akan pentingnya kontribusi sukuk bagi pembiayaan defisit di Indonesia. Hal ini di harapkan mampu mendorong peningkatan permintaan terhadap sukuk dan mampu memberikan kontribusi positif terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia.
- 3) Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *outstanding* sukuk di Indonesia dalam jangka panjang. Artinya, ekspektasi yang dilakukan atas dasar inflasi menjadi kondisi yang dianggap biasa, namun perlu diingat inflasi yang tinggi sering dinyatakan sebagai ukuran ketidakstabilan ekonomi makro dan suatu ketidakmampuan pemerintah dalam mengendalikan kebijakan ekonomi makro

sehingga bank Indonesia harus tetap mengendalikan inflasi dengan mengatur jumlah uang beredar.



## DAFTAR PUSTAKA

Al- Qur'an

Ali Bin Ali Muhammad. *Mu'jam Al Mustholahaat Al Iqtishodiyah Wal Islamiyah*. Riyadh: Maktabah Al 'Abikan. 2000

Ardiansyah, Hannoeriadi dkk. "Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia". *Jurnal Al – Muzara'ah*. Vol.5, No.1. 2017

Arfaoui, Mongi, and Ezzeddine. Abaoub. *On The Determinant Of International Financial Integration In The Global Business Area*. *Journal Of Applied Economics Science*. Vol.5.Issue 3 (13). 2010.

Azwar, Iskandar. "Pengaruh Penerbitan Sukuk Negara Sebagai Pembiayaan Defisit Fiskal Dan Kondisi Ekonomi Makro Terhadap Perkembangan Perbankan Syariah Di Indonesia". 1:21. 2014

Bambang Sudiyatno & Elen Puspitasari. *Tobin Q dan Altman Z Score Sebagai Indikator Kinerja Perusahaan*. Vol.2.No.9, 2010.

Bank Indonesia. Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2007. Jakarta: Bank Indonesia. 2007

Bank Indonesia. Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2004. Jakarta: Bank Indonesia. 2010.

Bank Indonesia. Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2014. Jakarta: Bank Indonesia. 2014.

Boediono. *Ekonomi Indonesia, Mau Kemana*. Jakarta: Gramedia Pustaka, 1994.

Boutti, F.M. *Sukuk and Bond Performance In Malaysia*. *International Journal of Economics and Finance*, 6(2),121-130. 2014.

Darmadji, T., H.M. Fakhrudin, *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Salemba Empat. Jakarta. 2006.

Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan. *Sinergi Menuju Pasar Modal Syariah Yang Lebih Besar Dan Berkembang*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan. 2016.

Djojohadikusumo, Sumitro. *Perkembangan Pemikiran Ekonomi. Dasar Teori Ekonomi Pertumbuhan dan Ekonomi Pembangunan*, Jakarta: LP3ES, hal. 27-35.1994.

- Dwi Rosida, Ayuningtyas. *Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi di Indonesia (Periode Januari 2010 – Juli 2015)*. 2016
- Fabozzi, Frank. *Investment Management*. 2<sup>nd</sup> edition. Prentice, Hall. New Jersey. 2000.
- Fatah, “*Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia : Analisis dan Tantangan*. *Jurnal Al adalah*. Vol.10. No.1. pp 35-45. 2011.
- Fiakas. *Tobin’s q: Valuing Small Capitalization Companies*, Crystal Equity Research, April. 2005.
- Fiakas. *Tobin’s q: Valuing Small Capitalization Companies*, Crystal Equity Research, April. 2005.
- Fisher, Dornbusch, and Richard Starz, *Makro Ekonomi*, Terj. Roy Indra Mirazudin, Media Global Edukasi, Jakarta, hlm. 43. 2008
- Gede I. Wayan I. *Analisis Pengaruh Investasi, Inflasi, Kurs Dollar Amerika Serikat Dan Suku Bunga Kredit Terhadap Ekspor Indonesia Tahun 1992 - 2012*. Vol.4. No.5. 2015.
- Ghazali, Aidit. *Islamic Thinkers on Economics, Administration and Transactions*. Kuala Lumpur: Quill Publishers. 2000.
- Heri Sudarsono, *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah*, Ekonisia, Yogyakarta, 2003.
- I Gede.I Wayan. *Analisis Pengaruh Investasi, Inflasi, Kurs Dollar Amerika Serikat Dan Suku Bunga Kredit Terhadap Ekspor Indonesia Tahun 1992 - 2012*. Vol.4. No.5. 2015.
- Ika Novita. *Pertumbuhan Ekonomi*. April. 2015.
- Karim, Adi Warma. *Sejarah Pemikiran Islam*. Jakarta: IIIT Indonesia.2001.
- Kasim, D & Garg, Murde. “*Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigeria*”. *European Journal of Business and Management*. Vol. 5. No. 2. 2013
- Kasmir, *Perbankan Syariah* Jakarta: Kencana, 135. 2013.
- Krugman, Paul R. dan Maurice Obstfel,, *Ekonomi Internasional Teori Dan Kebijakan*, Jakarta, PT.Indeks kelompok Gramedia, edisi 5. 2005
- Kuncoro, Mudrajat. *Ekonomi Pembangunan*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN, hal. 38-41. 1997.

- Kusuma, Kembar.Made. 2012. Pengaruh Ekspor, Impor dan Kurs Terhadap Cadangan Devisa Nasional Periode 1999 – 2010. E- Jurnal Ekonomi Pembangunan Universitas Udayana. Vol.3. No.1
- Lubis, Richard Noviandi. 2009. *Analisis Pengaruh Nilai Kurs, Suku Bunga Deposito dan GDP Terhadap Permintaan Obligasi Swasta di Indonesia*
- Made Kembar, K. 2012. *Pengaruh Ekspor, Impor dan Kurs Terhadap Cadangan Devisa Nasional Periode 1999 – 2010*. E- Jurnal Ekonomi Pembangunan Universitas Udayana. Vol.3. No.1
- Mankiw, Gregory N. 2006. *Makroekonomi*. Jakarta. Erlangga.
- Metwally, M.M. *Teori dan Model Ekonomi Islam*. PT. Bangkit Daya Insana. Jakarta. 1995.
- Mulyadi, Julius (ed.) dan Gunawan Hutauruk (ed.), *Economics*, Erlangga, Jakarta, hlm. 332. 1994.
- Mulyadi, Muhammad. 2011. *Determinan Inflasi di Indonesia*. Vol.1.No.5
- Musiono, Lukas. 2002. *Perbedaan Pendekatan Kuantitatif dengan Kualitatif dalam Metode Penelitian*. Jurnal Manajemen & Kewirausahaan. Vol.4.No.4
- Mustika. Rini. 2002. *Obligasi Syariah (Sukuk) dan Indikator Makroekonomi Indonesia : Analisis VECM*. Bogor. IPB
- Naqvi, Haidar. *Menggagas Ilmu Ekonomi Islam*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar, 2003.
- Nawatmi, Sri. *Volatilitas Nilai Tukar dan Perdagangan Internasional*. Dinamika Akuntansi, Perbankan dan Keuangan. Hal 41-56. Vol.1.No.1. 2012.
- Onuorah, A. Chi-Chi, and Akujoubi, Linus Eze. 2013. “*Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigeria.*” *European Journal of Business and Management*. Vol.5. No.2.
- Otoritas Jasa Keuangan. *Perkembangan Sukuk di Indonesia*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan. 2016.
- Parakkasi. Idris 2016. *Inflasi Dalam Prespektif Islam*. Vol.3. No.1
- Patro and P. Wald. 2005. “*Firm Characteristics and the Impact of Emerging Market Liberalisation*”. *Journal of Banking and Finance*. 29:7, 1671–1695.
- Paul, R. Krugman. *Ekonomi Internasional : Teori dan Kebijakan*. Edisi 5 jilid 2, Jakarta. PT.Indeks kelompok Gramedia. 2005.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/PJOK.04/ 2015

- Pratiwi, Ardianing. 2013. *Determinan Inflasi Indonesia: Jangka Panjang dan Jangka Pendek. Jurnal Kajian Ekonomi*. Vol.10. No.21
- Pujoalwanto, B. *Perekonomian Indonesia, Tinjauan Historis, Teoritis*. 2014.
- Rangga, dkk. 2017. *Potensi Sukuk Negara Dalam Penanggulangan Defisit Anggaran Negara*
- Richard, Harris. *Cointegration Analysis In Econometric Modelling*. Great Britain. Prentice Hall/Harvester Wheatsheaf. 2000.
- Sakinah. *Investasi Dalam Islam*. Vol.1.No.2. 2014.
- Siregar, D. 2011. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Investasi Portofolio Asing di Indonesia." Bogor. Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor.
- Sudiyatno, Bambang & Elen Puspitasari. *Tobin Q dan Altman Z Score Sebagai Indikator Kinerja Perusahaan*. Vol.2.No.9. 2010.
- Sugiono. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D*. Bandung. Alfabeta. 2011.
- Sukirno, Sadono. *Teori Pengantar Makro Ekonomi*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Perkasa. 2012.
- Sumitro Djojohadikusumo, *Perkembangan Pemikiran Ekonomi. Dasar Teori Ekonomi Pertumbuhan dan Ekonomi Pembangunan*, Jakarta: LP3ES, hal. 27-35. 1994.
- Suseno. Siti Astiyah. *Inflasi*. Pusat Pendidikan dan Kebanksentralan. Jakarta. 2009.
- Tendelilin, Eduardus. *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius. 2010.
- Umer Chapra. *Islam and The Economic Challenge*. Yogyakarta: Dana Bhakti Wakaf, 2000.
- Veithzal, Rivai. 2006. *Praktek Bisnis Dalam Islam*, Edisi Pertama, Penerbit PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Walter, enders. *Applied Econometric Time Series*. New York: John Wiley and Sors Inc. 2004.
- Waqas et al. 2015. *Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility : A case of South Asian Countries*. Future Business Journal. 1(2015) 65-67
- Widarjono, Agus. *Ekonometrika Teori dan Aplikasi : Untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta. Ekonosia. 2009.

Yenni Samri. 2015. Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian Negara.  
Vol2. No.1

Zubair, Muhammad Kamal, “*Obligasi dan Sukuk Dalam Perspektif Keuangan Islam: Suatu Kajian Perbandingan*,” *Jurnal Ilmu Syari’ah dan Hukum*, Vol.46, No. 1, 2012, pp. 271-296.



## LAMPIRAN

### Lampiran 1. Analisis Deskriptif

Date: 01/29/20

Time: 22:38

Sample: 2010Q1 2018Q4

	UROS	URPDB	URNT	URBI	URINF	URNP
Mean	256.0822	5.460333	11.51533	6.229444	2.469813	1.685754
Median	169.9150	5.200500	11.79388	6.500000	-0.467329	2.219377
Maximum	646.4514	6.807000	14.85829	7.670000	52.30224	8.588493
Minimum	27.54385	4.740000	8.590367	4.250000	-38.64598	-4.801200
Std. Dev.	202.5263	0.551619	2.063857	1.057898	20.40714	3.299482
Skewness	0.634439	0.659688	-0.109574	-0.345858	0.688640	0.163244
Kurtosis	2.004340	2.305078	1.408548	2.009588	3.492345	2.568953
Jarque-Bera	3.902086	3.335501	3.871117	2.189080	3.208957	0.438594
Probability	0.142126	0.188671	0.144344	0.334693	0.200994	0.803083
Sum	9218.959	196.5720	414.5520	224.2600	88.91328	60.68714
Sum Sq. Dev.	1435591.	10.64991	149.0827	39.17019	14575.79	381.0304
Observations	36	36	36	36	36	36

## Lampiran 2. Pengujian Stasioneritas

### Pertumbuhan Ekonomi

#### Level

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

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.366911	0.3894
Test critical values:		
1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URPDB)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:39  
 Sample (adjusted): 2010Q2 2018Q4  
 Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
URPDB(-1)	-0.322292	0.136166	-2.366911	0.0242
C	1.973710	0.857839	2.300792	0.0281
@TREND("2010Q1")	-0.013020	0.007409	-1.757230	0.0884
R-squared	0.150951	Mean dependent var		-0.023029
Adjusted R-squared	0.097886	S.D. dependent var		0.270308
S.E. of regression	0.256738	Akaike info criterion		0.200296
Sum squared resid	2.109264	Schwarz criterion		0.333612
Log likelihood	-0.505188	Hannan-Quinn criter.		0.246317
F-statistic	2.844621	Durbin-Watson stat		2.328511
Prob(F-statistic)	0.072933			

## 1<sup>st</sup> Difference

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

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.033418	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URPDB,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:40  
 Sample (adjusted): 2010Q3 2018Q4  
 Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URPDB(-1))	-1.421061	0.157311	-9.033418	0.0000
C	-0.110154	0.090938	-1.211312	0.2349
@TREND("2010Q1")	0.003636	0.004333	0.839187	0.4078
R-squared	0.725200	Mean dependent var		-0.008529
Adjusted R-squared	0.707471	S.D. dependent var		0.457871
S.E. of regression	0.247644	Akaike info criterion		0.130448
Sum squared resid	1.901154	Schwarz criterion		0.265127
Log likelihood	0.782379	Hannan-Quinn criter.		0.176378
F-statistic	40.90468	Durbin-Watson stat		1.861902
Prob(F-statistic)	0.000000			

## 2<sup>st</sup> Difference

Null Hypothesis: D(URPDB,2) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-13.82709</b>	<b>0.0000</b>
Test critical values:		
1% level	-4.262735	
5% level	-3.552973	
10% level	-3.209642	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URPDB,3)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:42  
 Sample (adjusted): 2010Q4 2018Q4  
 Included observations: 33 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URPDB(-1),2)	-1.681860	0.121635	-13.82709	0.0000
C	0.032160	0.124195	0.258947	0.7974
@TREND("2010Q1")	-0.001332	0.005842	-0.228089	0.8211
R-squared	0.864621	Mean dependent var		0.027636
Adjusted R-squared	0.855595	S.D. dependent var		0.840537
S.E. of regression	0.319409	Akaike info criterion		0.641820
Sum squared resid	3.060667	Schwarz criterion		0.777867
Log likelihood	-7.590037	Hannan-Quinn criter.		0.687596
F-statistic	95.79980	Durbin-Watson stat		1.800677
Prob(F-statistic)	0.000000			

**Nilai Tukar**

**Level**

Null Hypothesis: URNT has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.359268	0.0783
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URNT)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:43  
 Sample (adjusted): 2012Q2 2018Q4  
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
URNT(-1)	-0.521186	0.155149	-3.359268	0.0040
D(URNT(-1))	0.871122	0.183210	4.754760	0.0002
D(URNT(-2))	-0.132219	0.290133	-0.455721	0.6547
D(URNT(-3))	0.446359	0.262211	1.702286	0.1080
D(URNT(-4))	0.054085	0.273879	0.197478	0.8459
D(URNT(-5))	0.462165	0.259522	1.780834	0.0939
D(URNT(-6))	0.033832	0.280377	0.120667	0.9055
D(URNT(-7))	0.370168	0.224293	1.650379	0.1184
D(URNT(-8))	0.306011	0.227133	1.347274	0.1967
C	3.847293	1.072804	3.586203	0.0025
@TREND("2010Q1")	0.103703	0.033032	3.139451	0.0063
R-squared	0.729194	Mean dependent var		0.213319
Adjusted R-squared	0.559941	S.D. dependent var		0.321596
S.E. of regression	0.213337	Akaike info criterion		0.039677
Sum squared resid	0.728201	Schwarz criterion		0.567610
Log likelihood	10.46436	Hannan-Quinn criter.		0.196659
F-statistic	4.308294	Durbin-Watson stat		1.716920
Prob(F-statistic)	0.004796			

## 1<sup>st</sup> Difference

Null Hypothesis: D(URNT) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.213242	0.0113
Test critical values:		
1% level	-4.262735	
5% level	-3.552973	
10% level	-3.209642	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URNT,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:44  
 Sample (adjusted): 2010Q4 2018Q4  
 Included observations: 33 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URNT(-1))	-0.699988	0.166140	-4.213242	0.0002
D(URNT(-1),2)	0.436595	0.168487	2.591271	0.0148
C	0.081992	0.099660	0.822711	0.4174
@TREND("2010Q1")	0.002053	0.004651	0.441361	0.6622
R-squared	0.383802	Mean dependent var		0.018310
Adjusted R-squared	0.320058	S.D. dependent var		0.306970
S.E. of regression	0.253123	Akaike info criterion		0.203330
Sum squared resid	1.858066	Schwarz criterion		0.384725
Log likelihood	0.645060	Hannan-Quinn criter.		0.264364
F-statistic	6.020939	Durbin-Watson stat		1.831149
Prob(F-statistic)	0.002559			

## 2<sup>st</sup> Difference

Null Hypothesis: D(URNT,2) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-6.233637</b>	<b>0.0001</b>
Test critical values:		
1% level	-4.273277	
5% level	-3.557759	
10% level	-3.212361	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URNT,3)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:44  
 Sample (adjusted): 2011Q1 2018Q4  
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URNT(-1),2)	-1.381306	0.221589	-6.233637	0.0000
D(URNT(-1),3)	0.505164	0.164255	3.075491	0.0047
C	0.016759	0.116793	0.143493	0.8869
@TREND("2010Q1")	0.000226	0.005411	0.041850	0.9669

R-squared	0.596086	Mean dependent var	-0.003809
Adjusted R-squared	0.552810	S.D. dependent var	0.422497
S.E. of regression	0.282533	Akaike info criterion	0.426428
Sum squared resid	2.235101	Schwarz criterion	0.609645
Log likelihood	-2.822841	Hannan-Quinn criter.	0.487159
F-statistic	13.77392	Durbin-Watson stat	2.120923
Prob(F-statistic)	0.000011		

**Suku Bunga**

**Level**

Null Hypothesis: URBI has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.379110	0.3832
Test critical values:		
1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URBI)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:45  
 Sample (adjusted): 2010Q3 2018Q4  
 Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
URBI(-1)	-0.134065	0.056351	-2.379110	0.0239
D(URBI(-1))	0.663490	0.140914	4.708486	0.0001
C	0.923849	0.415095	2.225632	0.0337
@TREND("2010Q1")	-0.004654	0.006042	-0.770257	0.4472
R-squared	0.449144	Mean dependent var		-0.017059
Adjusted R-squared	0.394059	S.D. dependent var		0.401811
S.E. of regression	0.312778	Akaike info criterion		0.623487
Sum squared resid	2.934908	Schwarz criterion		0.803058
Log likelihood	-6.599273	Hannan-Quinn criter.		0.684726
F-statistic	8.153573	Durbin-Watson stat		1.952801
Prob(F-statistic)	0.000406			

## 1<sup>st</sup> Difference

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

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.696309	0.2443
Test critical values:		
1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URBI,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:46  
 Sample (adjusted): 2010Q3 2018Q4  
 Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URBI(-1))	-0.400106	0.148390	-2.696309	0.0112
C	-0.025381	0.122827	-0.206637	0.8376
@TREND("2010Q1")	0.001404	0.005876	0.238846	0.8128
R-squared	0.193566	Mean dependent var		0.012353
Adjusted R-squared	0.141538	S.D. dependent var		0.362065
S.E. of regression	0.335465	Akaike info criterion		0.737500
Sum squared resid	3.488643	Schwarz criterion		0.872179
Log likelihood	-9.537500	Hannan-Quinn criter.		0.783429
F-statistic	3.720419	Durbin-Watson stat		1.789191
Prob(F-statistic)	0.035630			

## 2<sup>nd</sup> Difference

Null Hypothesis: D(URBI,2) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.875763	0.0002
Test critical values:		
1% level	-4.262735	
5% level	-3.552973	
10% level	-3.209642	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URBI,3)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:47  
 Sample (adjusted): 2010Q4 2018Q4  
 Included observations: 33 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URBI(-1),2)	-1.089550	0.185431	-5.875763	0.0000
C	-0.042081	0.147117	-0.286035	0.7768
@TREND("2010Q1")	0.002992	0.006952	0.430355	0.6700
R-squared	0.535675	Mean dependent var		-0.010000
Adjusted R-squared	0.504720	S.D. dependent var		0.536249
S.E. of regression	0.377391	Akaike info criterion		0.975438
Sum squared resid	4.272719	Schwarz criterion		1.111484
Log likelihood	-13.09473	Hannan-Quinn criter.		1.021213
F-statistic	17.30496	Durbin-Watson stat		2.020535
Prob(F-statistic)	0.000010			

**Inflasi**

**Level**

Null Hypothesis: URINF has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.990085	0.1508
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URINF)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:48  
 Sample (adjusted): 2011Q2 2018Q4  
 Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
URINF(-1)	-1.209741	0.404584	-2.990085	0.0064
D(URINF(-1))	0.288741	0.298711	0.966624	0.3434
D(URINF(-2))	0.483340	0.243905	1.981672	0.0591
D(URINF(-3))	0.257904	0.232500	1.109265	0.2783
D(URINF(-4))	-0.278393	0.174047	-1.599532	0.1228
C	3.388710	7.916464	0.428059	0.6724
@TREND("2010Q1")	-0.189126	0.356263	-0.530862	0.6004
R-squared	0.711361	Mean dependent var		-0.173140
Adjusted R-squared	0.639201	S.D. dependent var		26.90614
S.E. of regression	16.16158	Akaike info criterion		8.598831
Sum squared resid	6268.723	Schwarz criterion		8.922634
Log likelihood	-126.2819	Hannan-Quinn criter.		8.704383
F-statistic	9.858136	Durbin-Watson stat		1.753738
Prob(F-statistic)	0.000016			

## 1<sup>st</sup> Difference

Null Hypothesis: D(URINF) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.883902	0.0002
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URINF,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:50  
 Sample (adjusted): 2011Q2 2018Q4  
 Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URINF(-1))	-2.515853	0.427582	-5.883902	0.0000
D(URINF(-1),2)	1.002590	0.369351	2.714464	0.0119
D(URINF(-2),2)	0.908199	0.277264	3.275572	0.0031
D(URINF(-3),2)	0.632242	0.146496	4.315770	0.0002
C	-6.141339	8.318121	-0.738308	0.4672
@TREND("2010Q1")	0.223694	0.376990	0.593368	0.5583
R-squared	0.870896	Mean dependent var		0.079490
Adjusted R-squared	0.845076	S.D. dependent var		47.13244
S.E. of regression	18.55153	Akaike info criterion		8.850967
Sum squared resid	8603.981	Schwarz criterion		9.128513
Log likelihood	-131.1900	Hannan-Quinn criter.		8.941440
F-statistic	33.72860	Durbin-Watson stat		1.895132
Prob(F-statistic)	0.000000			

## 2<sup>st</sup> Difference

Null Hypothesis: D(URINF,2) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

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

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-5.942336</b>	<b>0.0002</b>
Test critical values:		
1% level	-4.296729	
5% level	-3.568379	
10% level	-3.218382	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(URINF,3)

Method: Least Squares

Date: 01/29/20 Time: 22:51

Sample (adjusted): 2011Q3 2018Q4

Included observations: 30 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URINF(-1),2)	-3.566285	0.600149	-5.942336	0.0000
D(URINF(-1),3)	1.638026	0.522431	3.135390	0.0045
D(URINF(-2),3)	1.064216	0.358123	2.971653	0.0066
D(URINF(-3),3)	0.598207	0.156279	3.827822	0.0008
C	5.534673	10.79370	0.512769	0.6128
@TREND("2010Q1")	-0.186140	0.484601	-0.384109	0.7043
R-squared	0.944786	Mean dependent var		1.326046
Adjusted R-squared	0.933283	S.D. dependent var		88.80238
S.E. of regression	22.93728	Akaike info criterion		9.280261
Sum squared resid	12626.85	Schwarz criterion		9.560500
Log likelihood	-133.2039	Hannan-Quinn criter.		9.369912
F-statistic	82.13475	Durbin-Watson stat		2.318621
Prob(F-statistic)	0.000000			

## Neraca Perdagangan

### Level

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

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.152815	0.4998
Test critical values:		
1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URNP)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:52  
 Sample (adjusted): 2010Q2 2018Q4  
 Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
URNP(-1)	-0.278247	0.129248	-2.152815	0.0390
C	1.060821	0.917730	1.155918	0.2563
@TREND("2010Q1")	-0.046482	0.039755	-1.169217	0.2510
R-squared	0.129550	Mean dependent var		-0.296477
Adjusted R-squared	0.075147	S.D. dependent var		2.274240
S.E. of regression	2.187121	Akaike info criterion		4.484865
Sum squared resid	153.0719	Schwarz criterion		4.618181
Log likelihood	-75.48514	Hannan-Quinn criter.		4.530886
F-statistic	2.381297	Durbin-Watson stat		2.156123
Prob(F-statistic)	0.108618			

## 1<sup>st</sup> Difference

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

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.305624	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URNP,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:52  
 Sample (adjusted): 2010Q3 2018Q4  
 Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URNP(-1))	-1.267010	0.173429	-7.305624	0.0000
C	0.082917	0.833604	0.099468	0.9214
@TREND("2010Q1")	-0.022036	0.039793	-0.553763	0.5837
R-squared	0.633332	Mean dependent var		-0.018496
Adjusted R-squared	0.609676	S.D. dependent var		3.642978
S.E. of regression	2.275983	Akaike info criterion		4.566798
Sum squared resid	160.5830	Schwarz criterion		4.701477
Log likelihood	-74.63557	Hannan-Quinn criter.		4.612728
F-statistic	26.77261	Durbin-Watson stat		1.952509
Prob(F-statistic)	0.000000			

## 2<sup>st</sup> Difference

Null Hypothesis: D(URNP,2) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-3.440913</b>	<b>0.0655</b>
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(URNP,3)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 22:54  
 Sample (adjusted): 2011Q4 2018Q4  
 Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(URNP(-1),2)	-3.582048	1.041017	-3.440913	0.0023
D(URNP(-1),3)	1.578400	0.903893	1.746225	0.0947
D(URNP(-2),3)	0.890544	0.693047	1.284970	0.2122
D(URNP(-3),3)	0.397052	0.445197	0.891856	0.3821
D(URNP(-4),3)	0.042941	0.196346	0.218698	0.8289
C	0.087081	1.317462	0.066097	0.9479
@TREND("2010Q1")	-0.015762	0.058193	-0.270866	0.7890
R-squared	0.869258	Mean dependent var		0.074538
Adjusted R-squared	0.833601	S.D. dependent var		6.403622
S.E. of regression	2.612164	Akaike info criterion		4.964740
Sum squared resid	150.1148	Schwarz criterion		5.294777
Log likelihood	-64.98874	Hannan-Quinn criter.		5.068104
F-statistic	24.37845	Durbin-Watson stat		1.958119
Prob(F-statistic)	0.000000			

## Outstanding Sukuk

### Level

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

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.429540	0.8342
Test critical values:		
1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(UROS)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 23:06  
 Sample (adjusted): 2010Q2 2018Q4  
 Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
UROS(-1)	-0.086318	0.060382	-1.429540	0.1625
C	-4.048439	8.337899	-0.485547	0.6306
@TREND("2010Q1")	2.381855	1.142834	2.084166	0.0452
R-squared	0.206213	Mean dependent var		17.68307
Adjusted R-squared	0.156602	S.D. dependent var		21.20148
S.E. of regression	19.47074	Akaike info criterion		8.857519
Sum squared resid	12131.52	Schwarz criterion		8.990835
Log likelihood	-152.0066	Hannan-Quinn criter.		8.903540
F-statistic	4.156552	Durbin-Watson stat		2.180498
Prob(F-statistic)	0.024846			

## 1<sup>st</sup> Difference

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

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.304492	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(UROS,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/29/20 Time: 23:06  
 Sample (adjusted): 2010Q3 2018Q4  
 Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(UROS(-1))	-1.165881	0.184929	-6.304492	0.0000
C	2.870657	7.373599	0.389316	0.6997
@TREND("2010Q1")	0.983973	0.395923	2.485264	0.0185
R-squared	0.563047	Mean dependent var		-0.110829
Adjusted R-squared	0.534857	S.D. dependent var		29.53526
S.E. of regression	20.14346	Akaike info criterion		8.927733
Sum squared resid	12578.52	Schwarz criterion		9.062412
Log likelihood	-148.7715	Hannan-Quinn criter.		8.973663
F-statistic	19.97296	Durbin-Watson stat		1.968287
Prob(F-statistic)	0.000003			

## 2<sup>st</sup> Difference

Null Hypothesis: D(UROS,2) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-6.541441</b>	<b>0.0000</b>
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(UROS,3)

Method: Least Squares

Date: 01/29/20 Time: 23:08

Sample (adjusted): 2011Q2 2018Q4

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(UROS(-1),2)	-3.002135	0.458941	-6.541441	0.0000
D(UROS(-1),3)	1.150321	0.341268	3.370727	0.0024
D(UROS(-2),3)	0.487654	0.176070	2.769657	0.0102
C	4.485608	10.41598	0.430647	0.6703
@TREND("2010Q1")	-0.157251	0.474903	-0.331121	0.7432
R-squared	0.829562	Mean dependent var		-1.468104
Adjusted R-squared	0.803340	S.D. dependent var		53.32759
S.E. of regression	23.64882	Akaike info criterion		9.311193
Sum squared resid	14540.93	Schwarz criterion		9.542482
Log likelihood	-139.3235	Hannan-Quinn criter.		9.386588
F-statistic	31.63698	Durbin-Watson stat		1.957390
Prob(F-statistic)	0.000000			

### Lampiran 3. Pengujian Lag Optimum

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: UROS URPDB URNT URBI URINF URNP

Exogenous variables: C

Date: 01/29/20 Time: 23:09

Sample: 2010Q1 2018Q4

Included observations: 34

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-529.6060	NA	1941700.	31.50624	31.77559	31.59809
1	-350.5247	284.4232*	445.0776*	23.08969	24.97519*	23.73270*
2	-312.3681	47.13464	483.5148	22.96283*	26.46448	24.15699

\* 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 4. Pengujian Kointegrasi

#### Uji Kointegrasi (Johansen)

Date: 01/29/20 Time: 23:15

Sample: 2010Q1 2018Q4

Included observations: 34

Series: UROS URPDB URNT URBI URINF URNP

Lags interval: 1 to 1

Selected (0.05 level\*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept
	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Trace	0	1	1	2	2
Max-Eig	0	1	1	2	2

\*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Information Criteria by Rank and Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept

No. of CEs	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Log Likelihood by Rank (rows) and Model (columns)					
0	-373.3113	-373.3113	-364.9932	-364.9932	-360.5765
1	-360.8129	-347.8860	-340.1769	-340.1767	-335.8425
2	-349.8017	-335.3880	-329.1632	-320.8537	-316.5999
3	-343.6630	-324.3793	-322.0315	-311.6688	-308.5297
4	-338.5508	-319.0820	-316.8748	-304.9651	-302.7904
5	-334.3661	-314.7255	-312.5366	-299.8116	-298.4637
6	-333.7015	-312.3681	-312.3681	-295.5162	-295.5162
Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)					
0	24.07713	24.07713	23.94077	23.94077	24.03391
1	24.04782	23.34624	23.18688	23.24569	23.28485
2	24.10598	23.37576	23.24489	22.87375	22.85882*
3	24.45076	23.49290	23.53127	23.09817	23.08998
4	24.85593	23.94600	23.93381	23.46853	23.45826
5	25.31565	24.45444	24.38450	23.93009	23.90963
6	25.98244	25.08048	25.08048	24.44213	24.44213
Schwarz Criteria by Rank (rows) and Model (columns)					
0	25.69328	25.69328	25.82628	25.82628	26.18878
1	26.20268	25.54599*	25.61110	25.71480	25.97843
2	26.79956	26.15913	26.20783	25.92647	26.09111
3	27.68306	26.85987	27.03292	26.73450	26.86099
4	28.62694	27.89658	27.97418	27.68847	27.76798
5	29.62538	28.98863	28.96359	28.73364	28.75807
6	30.83088	30.19827	30.19827	29.82929	29.82929

Vector Autoregression Estimates  
Date: 01/24/20 Time: 13:11  
Sample (adjusted): 2010Q3 2018Q4  
Included observations: 34 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	UROS	URPDB	URNT	URBI	URINF	URNP
UROS(-1)	0.847709 (0.19819) [ 4.27725]	0.001874 (0.00277) [ 0.67657]	0.003320 (0.00167) [ 1.98701]	0.000322 (0.00344) [ 0.09366]	0.190536 (0.19330) [ 0.98568]	0.011860 (0.02053) [ 0.57774]
UROS(-2)	-0.002942 (0.20590) [-0.01429]	-0.000830 (0.00288) [-0.28846]	0.002632 (0.00174) [ 1.51652]	-0.000143 (0.00358) [-0.03991]	-0.202103 (0.20082) [-1.00638]	-0.018373 (0.02133) [-0.86147]
URPDB(-1)	14.52879 (15.9647) [ 0.91006]	0.426028 (0.22308) [ 1.90975]	-0.290567 (0.13458) [-2.15902]	-0.150769 (0.27721) [-0.54387]	7.493438 (15.5712) [ 0.48124]	1.145658 (1.65363) [ 0.69281]
URPDB(-2)	-34.12997 (16.6843) [-2.04564]	0.168933 (0.23313) [ 0.72461]	-0.625383 (0.14065) [-4.44641]	-0.167066 (0.28971) [-0.57667]	-28.16661 (16.2730) [-1.73088]	0.564268 (1.72816) [ 0.32651]
URNT(-1)	1.795479 (17.7759) [ 0.10101]	-0.178112 (0.24839) [-0.71707]	0.753598 (0.14985) [ 5.02897]	-0.092736 (0.30866) [-0.30045]	-8.350203 (17.3377) [-0.48162]	-0.287643 (1.84123) [-0.15622]
URNT(-2)	9.752046 (14.4393) [ 0.67538]	0.020843 (0.20176) [ 0.10330]	-0.452339 (0.12172) [-3.71612]	-0.036978 (0.25073) [-0.14748]	-0.659077 (14.0833) [-0.04680]	1.346274 (1.49562) [ 0.90014]
URBI(-1)	-7.468947 (12.0774) [-0.61842]	-0.017095 (0.16876) [-0.10130]	0.193137 (0.10181) [ 1.89698]	1.388428 (0.20971) [ 6.62057]	-14.28975 (11.7797) [-1.21308]	0.008958 (1.25098) [ 0.00716]
URBI(-2)	-5.715276 (18.1163) [-0.31548]	0.051779 (0.25314) [ 0.20454]	0.169408 (0.15272) [ 1.10927]	-0.521646 (0.31457) [-1.65826]	8.411895 (17.6697) [ 0.47606]	0.485481 (1.87649) [ 0.25872]
URINF(-1)	0.162970 (0.21221) [ 0.76797]	0.002775 (0.00297) [ 0.93585]	0.003562 (0.00179) [ 1.99097]	0.000388 (0.00368) [ 0.10522]	-0.071748 (0.20698) [-0.34664]	0.069278 (0.02198) [ 3.15174]
URINF(-2)	-0.228080 (0.22203) [-1.02722]	-0.000906 (0.00310) [-0.29191]	0.000987 (0.00187) [ 0.52709]	0.002932 (0.00386) [ 0.76046]	0.220657 (0.21656) [ 1.01891]	0.004365 (0.02300) [ 0.18978]
URNP(-1)	-1.148657 (2.04889) [-0.56062]	0.015669 (0.02863) [ 0.54729]	-0.027999 (0.01727) [-1.62106]	-0.029537 (0.03558) [-0.83023]	-1.904572 (1.99839) [-0.95305]	0.537782 (0.21222) [ 2.53402]
URNP(-2)	2.193199 (1.97647) [ 1.10965]	0.001241 (0.02762) [ 0.04495]	-0.004976 (0.01666) [-0.29866]	-0.003447 (0.03432) [-0.10044]	-0.695487 (1.92775) [-0.36078]	0.315459 (0.20472) [ 1.54090]
C	113.9317 (179.868) [ 0.63342]	3.454621 (2.51335) [ 1.37451]	9.474442 (1.51630) [ 6.24841]	4.052311 (3.12326) [ 1.29746]	257.4524 (175.434) [ 1.46751]	-23.26499 (18.6308) [-1.24874]
R-squared	0.994109	0.841271	0.995962	0.939568	0.413491	0.766422
Adj. R-squared	0.990742	0.750568	0.993655	0.905035	0.078343	0.632949

Sum sq. Resids	7819.732	1.526831	0.555714	2.357764	7438.976	83.89681
S.E. equation	19.29684	0.269641	0.162673	0.335074	18.82118	1.998771
F-statistic	295.2945	9.275058	431.6382	27.20818	1.233756	5.742152
Log likelihood	-140.6907	4.509919	21.69174	-2.876915	-139.8421	-63.59877
Akaike AIC	9.040628	0.499417	-0.511279	0.933936	8.990711	4.505810
Schwarz SC	9.624236	1.083025	0.072330	1.517545	9.574319	5.089418
Mean dependent	269.3824	5.420235	11.65211	6.213529	0.822592	1.501936
S.D. dependent	200.5537	0.539896	2.042153	1.087326	19.60479	3.299134
<hr/>						
Determinant resid covariance (dof adj.)	69.29408					
Determinant resid covariance	3.847144					
Log likelihood	-312.3681					
Akaike information criterion	22.96283					
Schwarz criterion	26.46448					
<hr/>						



### Lampiran 5. Granger Causality

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 01/29/20 Time: 23:17

Sample: 2010Q1 2018Q4

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
URPDB does not Granger Cause UROS	35	1.52429	0.2260
UROS does not Granger Cause URPDB		0.42369	0.5197
URNT does not Granger Cause UROS	35	1.90933	0.1766
UROS does not Granger Cause URNT		0.45537	0.5046
URBI does not Granger Cause UROS	35	0.01862	0.8923
UROS does not Granger Cause URBI		0.28087	0.5998
URINF does not Granger Cause UROS	35	0.17831	0.6757
UROS does not Granger Cause URINF		0.70747	0.4065
URNP does not Granger Cause UROS	35	0.47355	0.4963
UROS does not Granger Cause URNP		1.43572	0.2396
URNT does not Granger Cause URPDB	35	3.64328	0.0653
URPDB does not Granger Cause URNT		3.60707	0.0666
URBI does not Granger Cause URPDB	35	0.25689	0.6157
URPDB does not Granger Cause URBI		0.25177	0.6193
URINF does not Granger Cause URPDB	35	2.59527	0.1170
URPDB does not Granger Cause URINF		0.76796	0.3874
URNP does not Granger Cause URPDB	35	0.88595	0.3536
URPDB does not Granger Cause URNP		0.10222	0.7513
URBI does not Granger Cause URNT	35	0.00277	0.9583
URNT does not Granger Cause URBI		0.64347	0.4284
URINF does not Granger Cause URNT	35	2.44070	0.1281
URNT does not Granger Cause URINF		1.56256	0.2204
URNP does not Granger Cause URNT	35	11.0293	0.0023
URNT does not Granger Cause URNP		0.36787	0.5484
URINF does not Granger Cause URBI	35	3.63971	0.0654
URBI does not Granger Cause URINF		0.81000	0.3748
URNP does not Granger Cause URBI	35	5.66302	0.0235
URBI does not Granger Cause URNP		1.80456	0.1886
URNP does not Granger Cause URINF	35	0.70141	0.4085
URINF does not Granger Cause URNP		8.56401	0.0063

## Lampiran 6. Analisis VECM

Vector Error Correction Estimates  
 Date: 01/29/20 Time: 11:46  
 Sample (adjusted): 2011Q1 2018Q4  
 Included observations: 32 after adjustments  
 Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
DOS(-1)	1.000000
DPDB(-1)	-146.2484 (27.8652) [-5.24842]
DNT(-1)	-120.3301 (13.6460) [-8.81800]
DBI(-1)	62.68942 (11.8263) [ 5.30084]
DINF(-1)	0.244912 (0.47336) [ 0.51739]
DNP(-1)	-4.399966 (1.88495) [-2.33427]
@TREND(10Q1)	0.836391 (3.70760) [ 0.22559]
C	1531.090

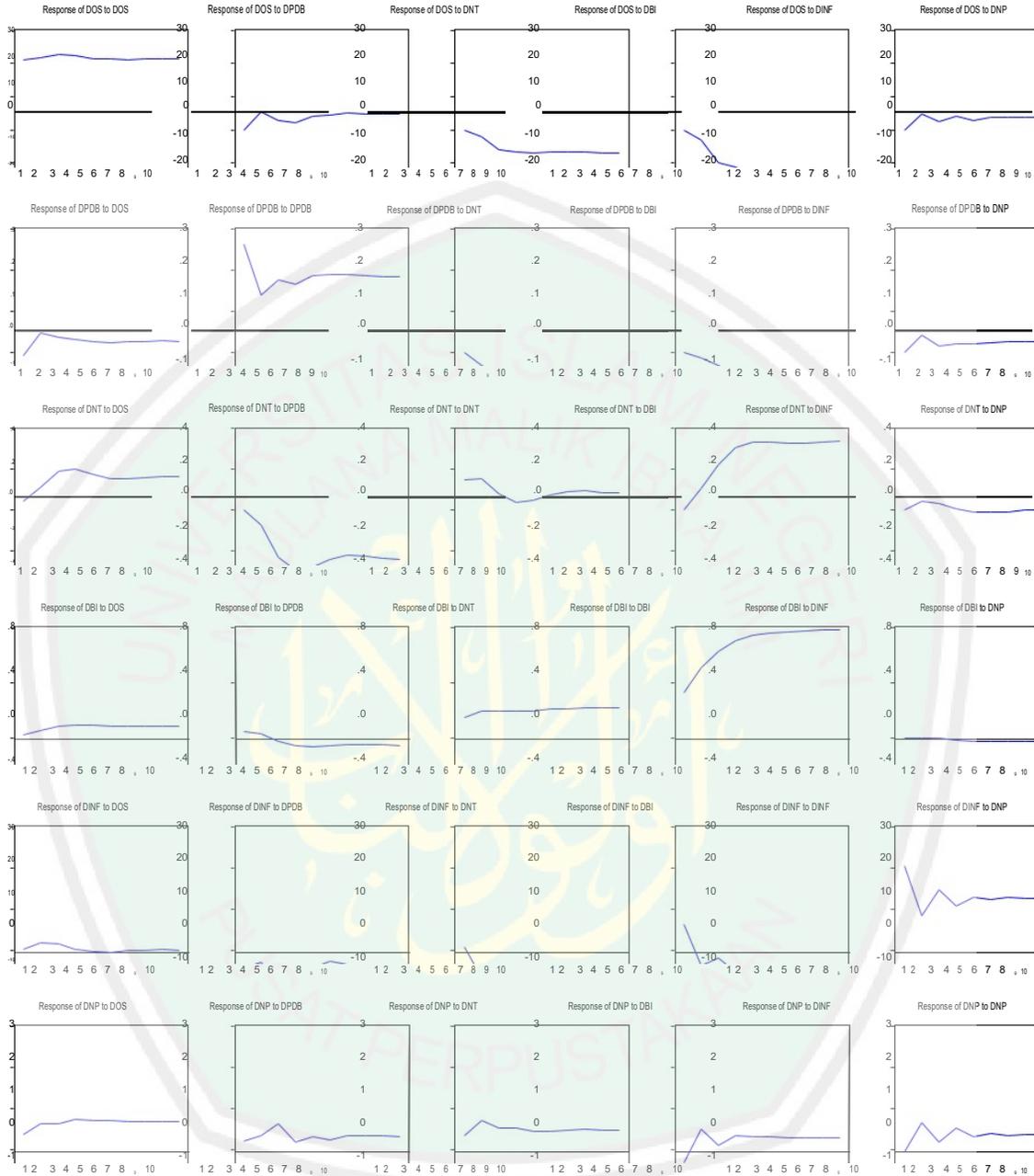
Error Correction:	D(DOS)	D(DPDB)	D(DNT)	D(DBI)	D(DINF)	D(DNP)
CointEq1	-0.013796 (0.10719) [-0.12870]	0.001282 (0.00135) [ 0.94897]	0.005946 (0.00081) [ 7.34161]	0.002049 (0.00183) [ 1.11737]	0.187042 (0.11204) [ 1.66942]	0.010871 (0.01097) [-0.99078]
D(DOS(-1))	0.091812 (0.19330) [ 0.47498]	0.001457 (0.00244) [ 0.59821]	-0.002228 (0.00146) [-1.52550]	-0.000704 (0.00331) [-0.21288]	0.002335 (0.20203) [ 0.01156]	0.022175 (0.01978) [-1.12085]
D(DPDB(-1))	26.13873 (17.2737) [ 1.51321]	-0.238853 (0.21767) [-1.09732]	0.611202 (0.13051) [ 4.68304]	0.158954 (0.29553) [ 0.53787]	29.00439 (18.0545) [ 1.60649]	-0.637200 (-1.76802) [-0.36040]
D(DNT(-1))	2.451858 (14.2371) [ 0.17222]	-0.016858 (0.17940) [-0.09397]	0.499340 (0.10757) [ 4.64197]	0.100664 (0.24358) [ 0.41327]	3.786869 (14.8807) [ 0.25448]	-0.165920 (-1.45722) [-0.11386]
D(DBI(-1))	-14.34543 (13.1757) [-1.08878]	-0.149711 (0.16603) [-0.90172]	-0.105799 (0.09955) [-1.06276]	0.424646 (0.22542) [ 1.88383]	-3.77750 (13.7713) [-2.38013]	2.314308 (-1.34858) [-1.71611]
D(DINF(-1))	0.231807 (0.15163) [ 1.52882]	0.001755 (0.00191) [ 0.91835]	0.000754 (0.00115) [ 0.65834]	-0.000563 (0.00259) [-0.21712]	-0.634261 (0.15848) [-4.00219]	0.036485 (0.01552) [ 2.35093]
D(DNP(-1))	-1.778138 (1.86993) [-0.95091]	0.013277 (0.02356) [ 0.56348]	0.006184 (0.01413) [ 0.43769]	-0.007614 (0.03199) [-0.23801]	-1.678758 (1.95446) [-0.85894]	-0.265413 (0.19139) [-1.38674]
C	15.99940 (5.35466) [ 2.98794]	-0.067682 (0.06747) [-1.00306]	0.132396 (0.04046) [ 3.27245]	-0.023546 (0.09161) [-0.25703]	-3.868354 (5.59670) [-0.69118]	-0.379459 (0.54807) [-0.69236]
R-squared	0.281274	0.295720	0.799588	0.318014	0.513024	0.351805
Adj. R-squared	0.071646	0.090305	0.741134	0.119101	0.370989	0.162748
Sum sq. Resids	10492.36	1.666069	0.598984	3.071117	11462.34	109.9200
S.E. equation	20.90889	0.263476	0.157980	0.357719	21.85400	2.140094
F-statistic	1.341776	1.439624	13.67904	1.598763	3.611965	1.860842
Log likelihood	-138.0887	1.878268	18.24607	-7.906921	-139.5034	-65.15031

Akaike AIC	9.130544	0.382608	-0.640379	0.994183	9.218963	4.571894
Schwarz SC	9.496977	0.749042	-0.273945	1.360617	9.585397	4.938328
Mean dependent	18.11829	-0.032062	0.147925	-0.054688	-0.638129	6.171956
S.D. dependent	21.70072	0.276244	0.310502	0.381136	27.55510	2.338863
Determinant resid covariance (dof adj.)		127.0907				
Determinant resid covariance		22.61942				
Log likelihood		-322.3371				
Akaike information criterion		23.58357				
Schwarz criterion		26.10280				



### Lampiran 7. Analisis Impulse Respons Function (IRF)

Response to Cholesky One S.D. Innovations



**Lampiran 8. Analisis Variance Decomposition**

Variance Decomposition of DOS:							
Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	20.90889	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	31.32878	92.22730	2.965791	0.388812	0.888819	2.278030	1.251248
3	40.67273	85.91692	2.272130	2.336528	6.362023	1.723561	1.388840
4	48.56653	81.47312	1.798363	3.571545	9.934294	1.887925	1.334749
5	55.71237	76.87588	1.904877	4.317571	13.94375	1.704604	1.253322
6	62.21792	73.27295	2.047526	4.599333	17.27160	1.723440	1.085147
7	68.36022	70.31303	2.258306	4.752281	20.00496	1.702980	0.968448
8	74.11374	68.13270	2.337760	4.878589	22.05512	1.720231	0.875596
9	79.51329	66.48044	2.373617	5.011930	23.59767	1.720947	0.815397
10	84.58016	65.19199	2.386029	5.131904	24.80005	1.721552	0.768477

Variance Decomposition of DPDB:							
Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	0.263476	0.053205	99.94679	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.307607	2.502480	94.22142	1.016860	0.137981	1.864598	0.256657
3	0.362415	2.961389	91.44367	2.854798	0.790036	1.550621	0.399485
4	0.407555	2.997085	88.95598	4.028889	2.134825	1.558705	0.324515
5	0.456581	2.716589	87.54657	4.387833	3.621081	1.461812	0.266119
6	0.503786	2.475497	86.21475	4.463329	5.146522	1.437955	0.261949
7	0.547453	2.336324	85.06271	4.530137	6.369208	1.448216	0.253409
8	0.587328	2.264934	84.04625	4.658206	7.330363	1.458856	0.241390
9	0.624214	2.219695	83.20553	4.804762	8.074209	1.466596	0.229204
10	0.659178	2.175660	82.53494	4.926349	8.677228	1.466311	0.219510

Variance Decomposition of DNT:							
Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	0.157980	7.931631	0.028606	92.03976	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.284163	18.55715	5.704182	57.01604	14.05812	2.606339	2.058161
3	0.491319	21.33726	24.04807	21.68910	25.54708	1.318579	6.059904
4	0.697629	18.76636	29.38593	11.10158	32.15332	0.670514	7.922294
5	0.854635	16.77768	30.04791	7.712486	36.60854	0.459756	8.393632
6	0.972209	15.54831	29.24837	6.549682	39.92154	0.366195	8.365911
7	1.070241	14.84832	28.29617	6.140150	42.17393	0.304857	8.236579
8	1.162233	14.44843	27.64542	5.856683	43.66201	0.258544	8.128913
9	1.252130	14.18301	27.29127	5.538179	44.68039	0.222769	8.084381
10	1.338930	13.95768	27.09451	5.229606	45.45379	0.195071	8.069349

Variance Decomposition of DBI:							
Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	0.357719	0.456223	1.574624	15.99151	81.97765	0.000000	0.000000
2	0.654231	0.810067	0.663438	13.56725	84.69009	0.000104	0.269050
3	0.932691	1.181381	0.402573	11.11032	86.69043	0.006690	0.608607
4	1.192581	1.341568	0.497645	9.390879	87.83685	0.025878	0.907181
5	1.426894	1.343122	0.558253	8.446159	88.53064	0.053899	1.067929

6	1.636664	1.291199	0.550211	8.004961	88.95241	0.074365	1.126851
7	1.826037	1.242177	0.520020	7.807618	89.19809	0.086709	1.145387
8	1.999806	1.211743	0.497810	7.692389	89.35029	0.093102	1.154669
9	2.161417	1.195888	0.488132	7.593350	89.45891	0.097312	1.166404
10	2.312992	1.186422	0.486319	7.501665	89.54547	0.100849	1.179279

Variance  
Decomposition  
of DINF:

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	21.85400	0.039428	3.679325	0.204996	8.636210	87.44004	0.000000
2	25.29087	0.558882	4.022990	6.466411	8.297061	76.58062	4.074032
3	31.39362	0.673465	10.15388	8.382014	5.701679	72.10518	2.983778
4	34.65182	0.559887	9.359101	10.91890	6.832853	68.79870	3.530554
5	38.19362	0.463635	8.800071	11.32775	8.181738	68.23676	2.990045
6	41.28472	0.400354	7.879103	11.64098	10.06187	67.28384	2.733846
7	44.43122	0.345850	7.344027	11.80166	11.49107	66.56740	2.449995
8	47.37935	0.306790	6.981882	12.10335	12.57185	65.74345	2.292678
9	50.19295	0.275793	6.759246	12.39310	13.38825	65.02295	2.160668
10	52.83715	0.249853	6.552197	12.63339	14.08015	64.42667	2.057738

Variance  
Decomposition  
of DNP:

Period	S.E.	DOS	DPDB	DNT	DBI	DINF	DNP
1	2.140094	3.124944	1.137132	2.909223	1.893368	0.027040	90.90829
2	2.982158	6.093947	2.075823	7.420827	3.965123	4.966307	75.47797
3	3.502886	7.685991	4.744422	7.810427	3.014254	3.914269	72.83064
4	4.006640	9.359000	3.849452	7.713620	3.044727	4.691644	71.34156
5	4.371898	10.62234	3.812409	7.519328	3.057480	4.442650	70.54580
6	4.741255	11.26930	3.523164	7.380355	3.085205	4.473090	70.26888
7	5.074492	11.66253	3.544243	7.363202	3.050503	4.376158	70.00336
8	5.399022	11.90622	3.527246	7.378002	2.985121	4.353921	69.84949
9	5.702160	12.14002	3.531563	7.390469	2.931700	4.329310	69.67694
10	5.989586	12.35553	3.504420	7.383685	2.894220	4.318546	69.54360

Cholesky  
Ordering: DOS  
DPDB DNT  
DBI DINF  
DNP