

BAB IV

DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 HASIL ANALISIS DENGAN VARIABEL DEPENDEN SUKUK

4.1.1 Uji Stasioner

Uji stasioner dilakukan pada variabel dependen dan variabel independen untuk sebelum melakukan estimasi VECM. Melalui uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dapat mendeteksi stasioner atau tidak stasioner dari masing-masing variabel yang akan dipakai dalam penelitian. Hasil uji ADF menggunakan *intercept* sebagai berikut:

Tabel 1
Uji Stasioner pada Level

Variabel	ADF t-statistik	Critical Value 5 Persen	Prob.	Keterangan
SUK	1.123969	-2.892200	0.9975	tidak stasioner
INF	-2.118184	-2.893956	0.2382	tidak stasioner
KURS	-0.800710	-2.892200	0.8141	tidak stasioner
JUB	-0.380954	-2.892879	0.9070	tidak stasioner
IPI	-0.710362	-2.892879	0.8383	tidak stasioner
IHSG	-1.533548	-2.892200	0.5124	tidak stasioner

Sumber : Data diolah

Dari tabel 1 diatas dapat dilihat bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu SUK, INF, KURS, JUB, IPI, IHSG dinyatakan tidak lolos uji stasioner pada tingkat level. Maka dari itu dilakukan pengujian kembali pada tingkat 1ST Defference yang diharapkan semua masing-masing variabel dapat stasioner.

Tabel 2
Uji Stasioner pada *1st Defferent*

Variabel	ADF t-statistik	Critical Value 5 Persen	Prob.	Keterangan
SUK	-9.380224	-2.893230	0.0000	stasioner
INF	-7.132638	-2.894716	0.0000	stasioner
KURS	-10.74975	-2.892536	0.0000	stasioner
JUB	-10.32607	-2.892879	0.0000	stasioner
IPI	-12.23066	-2.892879	0.0001	stasioner
IHSG	-10.85134	-2.892536	0.0000	stasioner

Sumber : Data diolah

Dari tabel 2 diatas dapat dilihat bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu SUK, INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG dinyatakan lolos uji stasioner pada tingkat *1st defferent*. Maka langkah selanjutnya dalam estimasi VECM, yaitu pengujian panjang *lag* optimal.

4.1.2 Pengujian panjang lag optimum

Tabel 3

Uji panjang lag optimum

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: SUK INF KURS JUB IPI IHSG
 Exogenous variables: C
 Date: 11/04/19 Time: 09:08
 Sample: 2011M01 2018M12
 Included observations: 82

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-3692.264	NA	6.01e+31	90.20155	90.37766	90.27226
1	-3265.488	780.6865*	4.37e+27*	80.67045*	81.90316*	81.16536*
2	-3238.260	45.82366	5.49e+27	80.88439	83.17371	81.80351
3	-3207.911	46.63422	6.53e+27	81.02221	84.36814	82.36555
4	-3183.514	33.91762	9.28e+27	81.30521	85.70775	83.07276
5	-3143.840	49.35085	9.54e+27	81.21560	86.67474	83.40736
6	-3121.528	24.48778	1.60e+28	81.54947	88.06523	84.16545

* 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

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Panjang *lag* yang digunakan peneliti mulai dari 0 sampai *lag* 6. Hal ini dikarenakan data yang dipakai dalam peneliti merupakan data bulanan. Panjang *lag* tersebut dirasa cukup untuk menggambarkan kointegrasi dari Obligasi syariah terhadap variabel makro ekonomi yaitu Inflasi, *Kurs*, JUB, IPI dan IHSG selama kurun waktu Januari 2011 hingga Desember 2018.

Tabel 3 diatas memperlihatkan bahwa panjang *lag* optimal terletak di *lag* 1, hal ini dapat diketahui dari banyaknya bintang (*). Oleh karena itu maka panjang *lag*

optimal yang digunakan dalam penelitian ini adalah *lag* 1. Setelah *lag* optimal sudah diketahui, langkah selanjutnya yakni uji kointegrasi *Johansen*.

4.1.3 Pengujian Kointegrasi Johansen

Tabel 4

Uji Kointegrasi Johansen

Date: 11/04/19 Time: 09:11
 Sample (adjusted): 2011M04 2018M12
 Included observations: 88 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: SUK INF KURS JUB IPI IHSG
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.448448	119.6966	95.75366	0.0004
At most 1	0.301941	67.33494	69.81889	0.0776
At most 2	0.206595	35.70323	47.85613	0.4114
At most 3	0.104961	15.33813	29.79707	0.7578
At most 4	0.061282	5.579970	15.49471	0.7445
At most 5	0.000168	0.014815	3.841466	0.9030

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

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

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa dalam probabilitas hanya ada satu *rank* yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal ini dapat dilihat dari nilai *Trace Statistic* sebesar 119.6966 lebih besar dibanding dengan *Critical Value* 0,05 yaitu 95.75366. Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini memiliki hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi) antara satu dengan lainnya, atau dengan kata lain menolak H0 dan menerima H1. Oleh karena itu

estimasi VECM dalam penelitian ini dapat digunakan, dan dilanjutkan ke tahap selanjutnya yaitu uji kausalitas granger.

4.1.4 Pengujian Kausalitas Granger

Taraf uji yang digunakan dalam uji kausalitas granger ini adalah dengan tingkat kepercayaan 0,05 (5 persen), dan panjang *lag* yakni *lag* 1, berdasarkan pengujian panjang optimal yang telah dilakukan pada tahap sebelumnya. Berikut tabel 6 yang menunjukkan *Granger Causality Test*.

Tabel 5

Uji Kausalitas Grager

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/04/19 Time: 09:58

Sample: 2011M01 2018M12

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KURS does not Granger Cause SUK	95	5.08525	0.0265
SUK does not Granger Cause KURS		0.16098	0.6892
JUB does not Granger Cause SUK	95	4.23695	0.0424
SUK does not Granger Cause JUB		0.01009	0.9202
IPI does not Granger Cause SUK	95	3.59807	0.0610
SUK does not Granger Cause IPI		11.4102	0.0011
IHSG does not Granger Cause SUK	95	2.14226	0.1467
SUK does not Granger Cause IHSG		4.26758	0.0417
IHSG does not Granger Cause KURS	95	4.20231	0.0432
KURS does not Granger Cause IHSG		2.72595	0.1021
IHSG does not Granger Cause JUB	95	0.45393	0.5022
JUB does not Granger Cause IHSG		9.05577	0.0034
IHSG does not Granger Cause IPI	95	8.72616	0.0040
IPI does not Granger Cause IHSG		3.85396	0.0526

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Pada tabel 5 memperlihatkan hubungan kausalitas yang dapat diketahui dari diketahui dari nilai *alpha* 0.05. jika probabilitas lebih kecil dari pada *alpha* 0,05 maka, H_0 ditolak yang berarti salah satu variabel akan mempengaruhi variabel lain. Dari pengujian Granger diatas hubungan timbal balik sebagai berikut:

Variabel KURS secara statistik signifikan mempengaruhi SUK (0.0265) sehingga hipotesisi nol ditolak. Sedangkan variabel SUK secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh KURS (0.6892) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara KURS dan SUK dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel JUB secara statistik signifikan mempengaruhi SUK (0.0424) sehingga hipotesisi nol ditolak. Sedangkan variabel SUK secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh JUB (0.9202) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara JUB dan SUK dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IPI secara statistik signifikan mempengaruhi SUK (0.0610) sehingga hipotesisi nol diterima. Sedangkan variabel SUK secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IPI (0.0011) sehingga hipotesis nol ditolak. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara SUK dan IPI dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IHSG secara statistik signifikan mempengaruhi SUK (0.1467) sehingga hipotesisi nol diterima. Sedangkan variabel SUK secara statistik signifikan

tidak memiliki pengaruh IHSB (0.0417) sehingga hipotesis nol ditolak. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara SUK dan IHSB dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IHSB secara statistik signifikan mempengaruhi KURS (0.0432) sehingga hipotesis nol ditolak. Sedangkan variabel KURS secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSB (0.1021) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara IHSB dan KURS dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IHSB secara statistik signifikan mempengaruhi JUB (0.5022) sehingga hipotesis nol diterima. Sedangkan variabel JUB secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSB (0.0034) sehingga hipotesis nol ditolak. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara JUB dan IHSB dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IHSB secara statistik signifikan mempengaruhi IPI (0.0040) sehingga hipotesis nol ditolak. Sedangkan variabel IPI secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSB (0.0526) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara IHSB dan IPI dan tidak berlaku sebaliknya.

4.1.5 Estimasi VECM

Uji yang selanjutnya dilakukan adalah estimasi VECM dimana merupakan masalah dalam penelitian ini, yaitu dengan menganalisis hubungan jangka panjang

dan jangka pendek variabel independent terhadap variabel dependen. Berikut adalah hasil estimasi VECM:

Tabel 6
Estimasi VECM Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	T statistik
CointEq1	(0.17009)	[-7.01201]
D(SUK(-1))	(0.14045)	[0.70070]
D(SUK(-2))	(0.10062)	[0.70861]
D(INF(-1))	(1810727)	[-1.62154]
D(INF(-2))	(1917725)	[0.55198]
D(KURS(-1))	(4000.33)	[0.62652]
D(KURS(-2))	(4330.35)	[-3.39061]
D(JUB(-1))	(27155.2)	[-0.29473]
D(JUB(-2))	(28267.1)	[-1.33934]
D(IPI(-1))	(258268.)	[-2.52485]
D(IPI(-2))	(240021.)	[-1.67576]
D(IHSG(-1))	(5497.14)	[1.92874]
D(IHSG(-2))	(5219.29)	[1.52147]
C	(1792202)	[1.33882]

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 6, estimasi hubungan jangka pendek terdapat pada enam variabel dengan taraf nyata lima persen ditambah variabel *error correction*. Variabel

yang signifikan pada taraf nyata lima persen adalah variabel SUK, INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG pada *lag* 1 dan 2.

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa variabel SUK pada lag 1 dan lag 2 memiliki pengaruh positif terhadap SUK itu sendiri, yakni sebesar 0.14045 dan 0.10062. Artinya, jika kenaikan SUK sebesar satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 0.14045 poin, dan apabila terjadi kenaikan SUK sebesar satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 0.10062 poin. Sehingga obligasi syariah memiliki pengaruh terhadap obligasi syariah itu sendiri, hal tersebut dimungkinkan ketika kenaikan permintaan obligasi syariah terjadi dipengaruhi dari kualitas, kuantitas dari penerbitan obligasi syariah (*sukuk*). Hasil nilai t-statistik SUK pada lag 1 sebesar 0,73014 lebih kecil dari 1,980 dan hasil lag 2 sebesar 0,73613 lebih kecil dari 1,980. Hal ini sama-sama menolak H₀ dan menerima H₁ yang berarti variabel SUK berpengaruh signifikan terhadap SUK itu sendiri dalam hubungan jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa variabel INF pada lag 1 memiliki pengaruh positif terhadap SUK, yakni sebesar 1810727. Artinya, jika kenaikan INF satu poin pada tahun sebelumnya, maka bisa menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 1810727 poin. Begitu juga pada lag 2 berpengaruh positif terhadap SUK. Artinya apabila terjadi kenaikan satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka bisa menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 1917725.

Kondisi tersebut sesuai dengan teori penawaran di pasar obligasi bahwa “Peningkatan perkiraan inflasi menyebabkan obligasi yang ditawarkan meningkat dan kurva penawaran bergeser ke kanan” (Mishki, Federuc. 2008). Nilai t-statistik INF pada lag 1 sebesar minus 1.62154 lebih kecil dari 1,980 dan lag 2 sebesar 0.55198 lebih kecil dari 1,980. Hal ini sama-sama menolak H0 dan menerima H1 yang berarti variabel INF berpengaruh signifikan terhadap SUK dalam jangka hubungan pendek.

Dalam estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa KURS pada lag 1 memiliki pengaruh positif terhadap SUK yaitu sebesar 4000.33. Artinya, jika terdapat kenaikan KURS satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 4000.33 poin. Hasil berbeda pada lag 2 berpengaruh positif dan terhadap SUK. Artinya apabila terjadi kenaikan satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK sebesar 4330.35 poin pada tahun sekarang. Sehingga nilai tukar rupiah terhadap US Dollar memiliki pengaruh terhadap obligasi syariah (*sukuk*), ketika nilai tukar mengalami peningkatan maka akan menaikkan obligasi syariah (*sukuk*). Hal serupa dapat terjadi karena naikkanya nilai tukar menyebabkan harga barang ikut merangkak naik, sehingga harga obligasi dari sisi penawaran juga mengalami kenaikan. Hal tersebut dapat dianalogikan dalam kurva penawaran, ketika harga barang naik maka jumlah barang yang ditawarkan naik dan kurva penawaran bergeser ke kanan. Hasil nilai t-statistik variabel KURS pada lag 1 yakni 0.62652 lebih kecil dari 1,980 dan lag 2 sebesar minus 3.39061 lebih kecil dari

1,980. Hal ini sama-sama menolak H_0 dan menerima H_1 yang berarti KURS memiliki pengaruh signifikan terhadap SUK dalam hubungan jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa variabel JUB pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif terhadap SUK yakni sebesar 27155.2 artinya, jika terjadi kenaikan JUB satu poin pada tahun sebelumnya, maka dapat menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 27155.2 poin. Begitu juga pada *lag* 2 berpengaruh positif terhadap SUK yakni sebesar 28267.1 yang artinya, jika terjadi kenaikan JUB satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 28267.1 poin. Kondisi ini sesuai teori pergeseran permintaan untuk obligasi pada parameter kekayaan yang menyatakan bahwa, "*dalam kondisi ekspansi siklus usaha dengan kekayaan meningkat, permintaan untuk obligasi naik dan kurva permintaan untuk obligasi bergeser ke kanan*". Sehingga jika seseorang memiliki banyak uang maka hasrat untuk membelanjakan uang tersebut semakin besar, begitu juga sebaliknya, jika seseorang uang yang dimiliki menurun, maka hasrat untuk membelanjakan uang tersebut ikut berkurang. Hasil t-statistik variabel JUB pada *lag* 1 sebesar minus 0.29473 lebih kecil dari 1,980 dan *lag* 2 sebesar minus 1.33934 lebih kecil dari 1,980. Sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti variabel JJUB berpengaruh signifikan terhadap SUK dalam hubungan jangka pendek.

Estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa IPI pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif terhadap SUK yakni sebesar 258268. yang artinya jika kenaikan IPI satu poin pada tahun sebelumnya, maka dapat menaikkan SUK ditahun sekarang

sebesar 258268. poin. Pada *lag* 2 memiliki pengaruh positif tidak terhadap SUK yaitu sebesar 240021. poin yang artinya, apabila terjadi kenaikan IPI satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK di tahun sekarang sebesar 240021. poin. Kondisi ini sejalan dengan penelitian Ardiansyah, dkk (2017) mengungkapkan bahwa IPI yang mencerminkan aktivitas ekonomi secara riil, maka peningkatan pendapatan masyarakat berdampak positif bagi permintaan *sukuk* sehingga ketika permintaan *sukuk* bisa mendorong pertumbuhan perekonomian dari sisi investasi. Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik IPI pada *lag* 1 sebesar minus 2.52485 lebih kecil dari 1,980 dan pada *lag* 2 sebesar minus 1.67576 lebih kecil dari 1,980. Sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti variabel IPI berpengaruh signifikan terhadap SUK dalam hubungan jangka pendek.

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa IHSK pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif terhadap SUK yaitu sebesar 5497.14. Artinya jika kenaikan IHSK pada satu poin di tahun sebelumnya, akan menaikkan SUK di tahun sekarang sebesar 5497.14, pada *lag* 2 berpengaruh positif terhadap SUK, yaitu sebesar 5219.29 poin artinya jika kenaikan IPI satu poin di dua tahun sebelumnya, maka dapat menaikkan SUK pada tahun sekarang sebesar 5219.29 poin. Kondisi ini sesuai dengan penelitian oleh (Basyariah, 2014) yang mengungkapkan jika IHSK rata-rata mengalami peningkatan, maka menggambarkan kondisi perekonomian Indonesia sedang membaik sedangkan penurunan nilai IHSK menggambarkan kondisi perekonomian sedang memburuk. Hasil t-statistik IHSK di *lag* 1 sebesar 1.92874 lebih kecil dari

1,980 dan *lag* 2 sebesar 1.33882 lebih kecil dari 1,980. Sehingga H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti variabel IHSG berpengaruh signifikan terhadap SUK dalam jangka pendek.

Tabel 7

Estimasi Model VECM Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	T statistik
INF(-1)	(840380.)	[-1.13693]
KURS(-1)	(2418.66)	[0.07240]
JUB(-1)	(9023.62)	[-0.06596]
IPI(-1)	(377054.)	[-2.05075]
IHSG(-1)	(3818.75)	[3.18909]

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 7 diatas, variabel INF pada *lag* 1 berpengaruh positif terhadap SUK, yaitu sebesar 840380. Artinya, jika kenaikan INF sebesar satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menurunkan SUK sebesar 840380. poin. Kondisi tersebut sesuai dengan teori pergeseran penawaran pada pasar obligasi yakni “*peningkatan perkiraan inflasi menyebabkan obligasi yang ditawarkan meningkat dan kurva penawaran bergeser ke kanan*”. Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik INF pada *lag* 1 sebesar minus 1.13693 lebih kecil dari 1.98 yang artinya H0 diterima dan H1 ditolak yang berarti, INF berpengaruh secara signifikan terhadap SUK dalam jangka panjang.

Estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa KURS pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap SUK, yakni sebesar 2418.66. Artinya, kenaikan KURS sebesar satu poin di tahun sebelumnya, bisa menaikkan SUK sebesar 2418.66 poin. Hal ini bisa jadi ketika nilai tukar rupiah terhadap US dollar mengalami peningkatan maka akan mempengaruhi harga barang dan jasa ikut mengalami peningkatan, sehingga akan berdampak pada harga obligasi yang ditawarkan ikut mengalami peningkatan. Hasil analisis menunjukan bahwa t-statistik KURS *lag* 1 sebesar 0.07240 lebih kecil dari 1.98 yang artinya menolak H0 dan menerima H1 atau dengan kata lain, KURS berpengaruh secara signifikan terhadap SUK dalam jangka panjang.

Estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa JUB pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap SUK, yakni sebesar 9023.62. Artinya, kenaikan JUB sebesar satu poin di tahun sebelumnya, dapat menaikkan SUK sebesar 9023.62 poin. Jika JUB menggambarkan kekayaan maka hal tersebut sesuai dengan kondisi pergeseran permintaan untuk obligasi pada parameter kekayaan yang menyatakan *“pada saat ekspansi siklus usaha dengan kekayaan meningkat, permintaan untuk obligasi naik dan kurva permintaan untuk obligasi bergeser ke kanan”*. Hasil analisis menunjukan bahwa t-statistik JUB sebesar minus 0.06596 lebih kecil dari 1.98 yaitu, menerima H0 dan menolak H1 atau dengan kata lain, variabel JUB tidak memiliki berpengaruh secara signifikan terhadap SUK dalam jangka panjang.

Hasil jangka panjang pada variabel IPI memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL, yaitu sebesar 377054. Artinya, kenaikan IPI sebesar satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK sebesar 377054. poin. Karena IPI merupakan proxy dari pendapatan nasional, maka ketika pendapatan nasional mengalami peningkatan, pendapatan masyarakat ikut membaik atau meningkat, sehingga kemampuan masyarakat memenuhi kebutuhan tercukupi maka mampu untuk melakukan investasi. Hasil t-statistik variabel IPI sebesar minus 2.05075 lebih kecil dari 1.98 yang artinya, H0 diterima dan H1 ditolak atau dengan kata lain, variabel IPI berpengaruh secara signifikan terhadap SUK dalam jangka panjang.

Hasil jangka panjang pada IHSG memiliki pengaruh positif signifikan terhadap SUK, yaitu sebesar 3818.75. Artinya, kenaikan IHSG sebesar satu poin ditahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK sebesar 3818.75 poin. Hal tersebut tercermin pada teori pergeseran permintaan obligasi di parameter risiko yang mengungkapkan bahwa "*peningkatan volatilitas harga pasar lainnya seperti saham, akan membuat obligasi lebih menarik*". Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik parsial variabel IHSG sebesar 3.18909 lebih besar dari 1.98 yang artinya, H0 ditolak dan H1 diterima atau dengan kata lain, variabel IHSG berpengaruh secara signifikan terhadap SUK dalam jangka panjang.

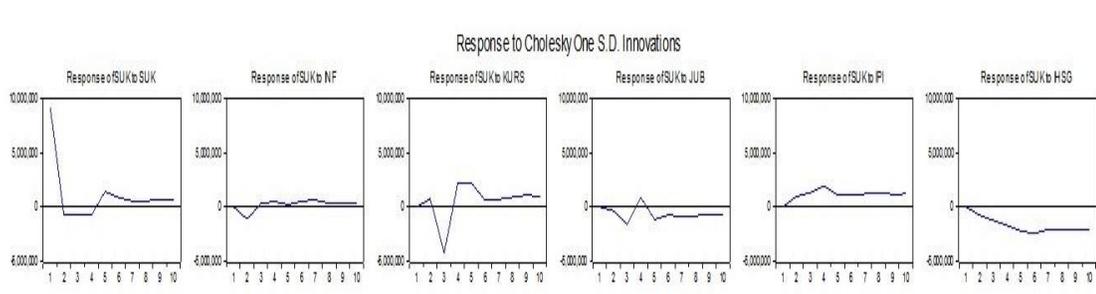
Hasil dari *koefisien determinasi* (R^2) menunjukkan nilai 0.682503, hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara variabel makroekonomi (INF,KURS,JUB,IPI,IHSG) terhadap Obligasi syariah. Nilai koefisien determinasi

(R^2) sebesar 0.682503 atau sebesar 68,25 persen. Hal ini berarti bahwa variabel makroekonomi (INF,KURS,JUB,IPI,IHSG) mampu menjelaskan 68,25 persen terhadap Obligasi syariah, sedangkan sisanya 31,75 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam persamaan regresi tersebut.

4.1.6 Analisis Impulse Response Function

Gambar 5

Hasil Impulse Response Function



Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

1. Response variabel sukuk akibat adanya *shock* atau guncangan pada dirinya sendiri menunjukkan respons yang positif. Respons positif ini sudah terjadi pada periode pertama. Namun pada periode berikutnya mengalami penurunan, akan tetapi respons sukuk terhadap dirinya sendiri kembali mengalami kenaikan pada periode ke-4 namun memiliki kecenderungan lemah.
2. Respons variabel sukuk akibat adanya guncangan pada inflasi menunjukkan respons positif. Akan tetapi respons positif baru ditunjukkan setelah periode ke-3 yang memiliki kecenderungan yang terus meningkat. Dapat diartikan, jika

terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi pada inflasi, maka sukuk akan bereaksi positif.

3. Response yang ditunjukkan oleh variabel sukuk dengan adanya guncangan pada *kurs* sempat menunjukkan respon negatif pada periode ke tiga yang mengalami penurunan yang cukup tajam, namun pada periode keempat dan periode berikutnya menunjukkan respon positif cenderung menurun. Dapat diartikan, mulai periode keempat, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi dari nilai tukar kurs terhadap US dollar mengakibatkan kenaikan terhadap variabel sukuk.
4. Response sukuk akibat guncangan pada Jumlah Uang Beredar menunjukkan respon negatif pada periode kedua. Pada periode berikutnya terus menunjukkan respon yang cukup fluktuatif cenderung menurun, bahkan respon sukuk terhadap Jumlah Uang Beredar cenderung melemah. Dengan kata lain, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi dari Jumlah Uang Beredar mengakibatkan penurunan terhadap variabel sukuk.
5. Response sukuk akibat guncangan pada Pendapatan nasional menunjukkan respon positif signifikan. Diawali pada periode pertama yang mengalami peningkatan sampai pada periode kesepuluh. Dengan kata lain, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi dari pendapatan nasional mengakibatkan peningkatan terhadap variabel sukuk.

6. Hal berbeda ditunjukkan pada reponse sukuk akibat guncangan pada Harga saham menunjukkan respon negatif. Response negatif ditunjukkan pada periode kedua hingga mengalami penurunan secara terus menerus sampai pada periode kesepuluh. Dengan kata lain, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi dari harga saham mengakibatkan penurunan terhadap variabel sukuk.

4.1.7 Analisis Variance Decomposition

Tujuan *Varian Decomposition* untuk mengukur besarnya kontribusi pengaruh variabel independen terhadap yakni INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG) terhadap variabel dependen SUK. Data yang digunakan adalah data bulanan (*monthly*) yang diambil dari Januari 2011 hingga Desember 2018. Berikut hasil analisis VCD ditunjukkan oleh tabel 8 dibawah ini:

Tabel 8
Hasil Variance Decomposition

Variance Decomposition of SUK: Period	S.E.	SUK	INF	KURS	JUB	IPI	IHSG
1	9262.190	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	14085.02	97.58695	0.003918	0.108110	1.730987	0.077284	0.492749
3	17605.38	95.23249	0.044488	0.071805	3.242450	0.684103	0.724662
4	20320.52	94.30296	0.331694	0.274405	3.734983	0.560560	0.795399
5	22742.68	93.93821	0.340770	0.427099	4.026276	0.482489	0.785152
6	25046.60	93.60652	0.334791	0.522870	4.315444	0.439589	0.780781
7	27123.73	93.39856	0.361768	0.564378	4.488523	0.408734	0.778034
8	29056.01	93.20713	0.387769	0.614449	4.624514	0.381035	0.785105
9	30875.55	93.04981	0.402728	0.653211	4.749825	0.359274	0.785154
10	32593.85	92.93209	0.413094	0.682820	4.841470	0.343881	0.786648

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Dari tabel 8 diatas menunjukkan bahwa di periode pertama SUK dipengaruhi oleh *shock* SUK itu sendiri sebesar 100 persen. Sedangkan pada periode pertama variabel INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG belum memberikan pengaruh terhadap SUK. Selanjutnya, di periode kedua INF memberikan kontribusi *shock* sebesar 0.003918 persen, dan mengalami kenaikan sampai periode kesepuluh menjadi 0.413094 persen.

Pada periode kedua *shock* diberikan dari KURS yaitu sebesar 0.108110 Persen, dan mengalami kenaikan secara terus menerus sampai pada periode kesepuluh sebesar 0.682820 persen. Selanjutnya, pada periode kedua *shock* yang diberikan dari

JUB yaitu sebesar 1.730987 persen dan mengalami kenaikan secara konsisten hingga periode kesepuluh sebesar 4.841470 persen. Untuk variabel Harga Saham juga memiliki kontribusi serupa, yakni *shock* yang diberikan dari IHSG pada periode pertama sebesar 0.492749 persen dan mengalami kenaikan secara terus menerus sampai periode kesepuluh sebesar 0.786648 persen. Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel KURS, JUB dan IHSG memiliki kontribusi yang selalu mengalami kenaikan disetiap periode terhadap variabel dependen SUK.

Hal berbeda ditunjukkan oleh variabel Pendapatan Nasional yang merupakan proxy dari IPI. Pada periode kedua *shock* diberikan dari IPI sebesar 0.077284 persen, dan mengalami peningkatan secara signifikan pada periode ketiga yang mencapai 0.684103 persen. Pada periode keenam mengalami penurunan sebesar 0.482489 persen hingga periode kesepuluh mencapai 0.343881 persen. Pergerakan pendapatan nasional terhadap sukuk cukup fluktuatif cenderung positif. Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel IPI memiliki kontribusi yang selalu mengalami kenaikan disetiap periode terhadap variabel dependen SUK.

4.2 HASIL ANALISIS DENGAN VARIABEL DEPENDEN OBLIGASI

4.2.1 Uji Stasioner

Uji stasioner dilakukan pada variabel dependen dan variabel independen untuk sebelum melakukan estimasi VECM. Melalui uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dapat mendeteksi stasioner atau tidak stasioner dari masing-masing variabel yang akan dipakai dalam penelitian. Hasil uji ADF menggunakan *intercept* sebagai berikut:

Tabel 9
Uji Stasioner pada Level

Variabel	ADF t-statistik	Critical Value 5 Persen	Prob.	Keterangan
OBL	-0.600489	-2.893589	0.8643	tidak stasioner
INF	-2.118184	-2.893956	0.2382	tidak stasioner
KURS	-0.800710	-2.892200	0.8141	tidak stasioner
JUB	-0.380954	-2.892879	0.9070	tidak stasioner
IPI	-0.710362	-2.892879	0.8383	tidak stasioner
IHSG	-1.533548	-2.892200	0.5124	tidak stasioner

Sumber : Data diolah

Dari tabel 1 diatas dapat dilihat bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu OBL, INF, KURS, JUB, IPI, IHSG dinyatakan tidak lolos uji stasioner pada tingkat level. Maka dari itu dilakukan pengujian kembali pada tingkat 1ST Defference yang diharapkan semua masing-masing variabel dapat stasioner.

Tabel 10
Uji Stasioner pada *1st Defferent*

Variabel	ADF t-statistik	Critical Value 5 Persen	Prob.	Keterangan
OBL	-15.04244	-2.893589	0.0001	stasioner
INF	-7.132638	-2.894716	0.0000	stasioner
KURS	-10.74975	-2.892536	0.0000	stasioner
JUB	-10.32607	-2.892879	0.0000	stasioner
IPI	-12.23066	-2.892879	0.0001	stasioner
IHSG	-10.85134	-2.892536	0.0000	stasioner

Sumber : Data diolah

Dari tabel 10 diatas dapat dilihat bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu OBL, INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG dinyatakan lolos uji stasioner pada tingkat *1st defferent*. Maka langkah selanjutnya dalam estimasi VECM, yaitu pengujian panjang *lag* optimal.

4.2.2 Pengujian panjang lag optimum

Tabel 11

Uji panjang lag optimum

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: OBL INF KURS JUB IPI IHSG
 Exogenous variables: C
 Date: 11/04/19 Time: 09:34
 Sample: 2011M01 2018M12
 Included observations: 75

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2959.701	NA	8.94e+26	79.08535	79.27075	79.15938
1	-2550.033	742.8641	4.22e+22*	69.12088*	70.41867*	69.63907*
2	-2516.445	55.53261*	4.58e+22	69.18519	71.59538	70.14755
3	-2493.085	34.88418	6.72e+22	69.52226	73.04484	70.92879
4	-2461.237	42.46409	8.23e+22	69.63298	74.26795	71.48367
5	-2420.139	48.22138	8.40e+22	69.49703	75.24441	71.79190
6	-2380.744	39.91973	9.85e+22	69.40652	76.26628	72.14554

* 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

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Panjang *lag* yang digunakan peneliti mulai dari 0 sampai *lag* 6. Hal ini dikarenakan data yang dipakai dalam peneliti merupakan data bulanan. Panjang *lag* tersebut dirasa cukup untuk menggambarkan kointegrasi dari Obligasi konvensional terhadap variabel makro ekonomi yaitu Inflasi, *Kurs*, JUB, IPI dan IHSG selama kurun waktu Januari 2011 hingga Desember 2018.

Tabel 4 diatas memperlihatkan bahwa panjang *lag* optimal terletak di *lag* 1, hal ini dapat diketahui dari banyaknya bintang (*). Oleh karena itu maka panjang *lag*

optimal yang digunakan dalam penelitian ini adalah *lag* 1. Setelah *lag* optimal sudah diketahui, langkah selanjutnya yakni uji kointegrasi *Johansen*.

4.2.3 Pengujian Kointegrasi Johansen

Tabel 12

Uji Kointegrasi Johansen

Date: 11/04/19 Time: 09:38
 Sample (adjusted): 2011M03 2018M12
 Included observations: 87 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: OBL INF KURS JUB IPI IHSG
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.427463	107.9680	95.75366	0.0056
At most 1	0.282482	59.45007	69.81889	0.2526
At most 2	0.155818	30.56981	47.85613	0.6894
At most 3	0.098714	15.83315	29.79707	0.7240
At most 4	0.075023	6.791027	15.49471	0.6021
At most 5	7.13E-05	0.006206	3.841466	0.9367

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

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

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Berdasarkan tabel 12 dapat dilihat bahwa dalam probabilitas hanya ada satu *rank* yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal ini dapat dilihat dari nilai *Trace Statistic* sebesar 107.9680 lebih besar dibanding dengan *Critical Value* 0,05 yaitu 95.75366. Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini memiliki hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi) antara satu dengan lainnya, atau dengan kata lain menolak H_0 dan menerima H_1 . Oleh karena itu

estimasi VECM dalam penelitian ini dapat digunakan, dan dilanjutkan ke tahap selanjutnya yaitu uji kausalitas granger.

4.2.4 Pengujian Kausalitas Granger

Taraf uji yang digunakan dalam uji kausalitas granger ini adalah dengan tingkat kepercayaan 0,05 (5 persen), dan panjang *lag* yakni *lag* 1, berdasarkan pengujian panjang optimal yang telah dilakukan pada tahap sebelumnya. Berikut tabel 6 yang menunjukkan *Granger Causality Test*.

Tabel 13

Uji Kausalitas Grager

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/04/19 Time: 09:41

Sample: 2011M01 2018M12

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KURS does not Granger Cause OBL	93	9.72158	0.0024
OBL does not Granger Cause KURS		0.09172	0.7627
IPI does not Granger Cause OBL	93	12.5070	0.0006
OBL does not Granger Cause IPI		10.1514	0.0020
IHSG does not Granger Cause OBL	93	6.96322	0.0098
OBL does not Granger Cause IHSG		2.18440	0.1429
IHSG does not Granger Cause KURS	95	4.20231	0.0432
KURS does not Granger Cause IHSG		2.72595	0.1021
IHSG does not Granger Cause JUB	95	0.45393	0.5022
JUB does not Granger Cause IHSG		9.05577	0.0034
IHSG does not Granger Cause IPI	95	8.72616	0.0040
IPI does not Granger Cause IHSG		3.85396	0.0526

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Pada tabel 13 memperlihatkan hubungan kausalitas yang dapat diketahui dari diketahui dari nilai *alpha* 0.05. jika probabilitas lebih kecil dari pada *alpha* 0,05 maka, H_0 ditolak yang berarti salah satu variabel akan mempengaruhi variabel lain. Dari pengujian Granger diatas hubungan timbal balik sebagai berikut:

Variabel KURS secara statistik signifikan mempengaruhi OBL (0.0098) sehingga hipotesisi nol ditolak. Sedangkan variabel OBL secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh KURS (0.1429) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara KURS dan OBL dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IPI secara statistik signifikan mempengaruhi OBL (0.0006) dan variabel OBL secara statistik signifikan mempengaruhi IPI (0.0020) sehingga hipotesisi nol ditolak. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik dua arah yakni antara IPI dan OBL begitu juga sebaliknya yakni antara OBL dan IPI.

Variabel IHSG secara statistik signifikan mempengaruhi OBL (0.0098) sehingga hipotesisi nol ditolak. Sedangkan variabel OBL secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSG (0.1429) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara KURS dan OBL dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IHSG secara statistik signifikan mempengaruhi KURS (0.0432) sehingga hipotesisi nol ditolak. Sedangkan variabel KURS secara statistik signifikan

tidak memiliki pengaruh IHSB (0.1021) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara IHSB dan KURS dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IHSB secara statistik signifikan mempengaruhi JUB (0.5022) sehingga hipotesis nol diterima. Sedangkan variabel JUB secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSB (0.0034) sehingga hipotesis nol ditolak. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara JUB dan IHSB dan tidak berlaku sebaliknya.

Variabel IHSB secara statistik signifikan mempengaruhi IPI (0.0040) sehingga hipotesis nol diterima. Sedangkan variabel IPI secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSB (0.0526) sehingga hipotesis nol ditolak. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara IHSB dan IPI dan tidak berlaku sebaliknya.

4.2.5 Estimasi VECM

Uji yang selanjutnya dilakukan adalah estimasi VECM dimana merupakan masalah dalam penelitian ini, yaitu dengan menganalisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek variabel independent terhadap variabel dependen. Berikut adalah hasil estimasi VECM:

Tabel 14
Estimasi VECM Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	T statistik
CointEq1	(0.04813)	[-1.97911]
D(OBL(-1))	(0.11758)	[-4.07137]
D(OBL(-2))	(0.11412)	[-1.38863]
D(INF(-1))	(8806.48)	[2.03490]
D(INF(-2))	(9714.73)	[1.11257]
D(KURS(-1))	(20.4303)	[-0.23327]
D(KURS(-2))	(22.7814)	[0.24240]
D(JUB(-1))	(140.209)	[0.86254]
D(JUB(-2))	(148.398)	[-1.54349]
D(IPI(-1))	(1634.54)	[-1.68889]
D(IPI(-2))	(1358.86)	[-0.43773]
D(IHSG(-1))	(28.7707)	[0.51023]
D(IHSG(-2))	(28.3850)	[-0.62429]
C	(9868.04)	[1.44890]

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 14, estimasi hubungan jangka pendek terdapat pada enam variabel dengan taraf nyata lima persen ditambah variabel *error correction*. Variabel

yang signifikan pada taraf nyata lima persen adalah variabel OBL, INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG pada *lag* 1 dan 2.

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa variabel OBL pada *lag* 1 dan *lag* 2 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL itu sendiri, yakni sebesar 0.11758 dan 0.11412. Artinya, jika kenaikan OBL sebesar satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL pada tahun sekarang sebesar 0.11758 poin, dan apabila terjadi kenaikan OBL sebesar satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL pada tahun sekarang sebesar 0.11412 poin. Sehingga obligasi konvensional memiliki pengaruh terhadap obligasi konvensional itu sendiri, hal tersebut dimungkinkan ketika kenaikan permintaan obligasi konvensional terjadi dipengaruhi dari kualitas, kuantitas dari penerbitan obligasi konvensional.

Estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa INF pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif terhadap OBL yakni 8806.48 artinya, jika terjadi kenaikan INF satu poin di tahun sebelumnya, maka bisa menaikkan OBL di tahun sekarang sebesar 8806.48 poin. Pada *lag* 2 memiliki pengaruh positif terhadap OBL yakni 9714.73 poin artinya jika terjadi kenaikan OBL satu poin di dua tahun sebelumnya, maka menaikkan OBL di tahun sekarang sebesar 9714.73 poin. Kondisi ini sesuai dengan teori pergeseran penawaran obligasi dari sisi perkiraan inflasi yakni *meningkatan perkiraan inflasi menyebabkan obligasi yang ditawarkan meningkat dan kurva penawaran bergeser ke kanan* (Mishkin, Federic. 2008). Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik variabel INF pada *lag* 1 sebesar 2.03490 lebih besar dari 1.980 dan

lag 2 sebesar 1.11257 lebih kecil dari pada 1.980. Hal ini berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima yang artinya variabel INF berpengaruh signifikan pada *lag* 2 terhadap OBL dalam jangka pendek.

Hasil jangka pendek menunjukkan variabel KURS pada *lag* 1 berpengaruh positif terhadap OBL yakni 20.4303 artinya jika kenaikan KURS satu poin di tahun sebelumnya, akan menaikkan OBL di tahun sekarang sebesar 20.4303 poin. Pada *lag* 2 berpengaruh positif terhadap OBL yakni 22.7814 poin yang artinya jika terjadi kenaikan KURS satu poin di dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL di tahun sekarang sebesar 22.7814 poin. Hal tersebut bisa jadi karena semakin tingginya nilai tukar rupiah terhadap US Dollar maka menyebabkan harga dari obligasi konvensional mengalami peningkatan. Akan tetapi dari sisi permintaan bisa jadi mengalami penurunan. Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik variabel KURS pada *lag* 1 sebesar minus 0.23327 lebih kecil dari 1.980 pada *lag* 2 sebesar 0.24240 lebih kecil dari 1.980. Hal ini berarti menolak H_0 dan menerima H_1 yang berarti KURS berpengaruh signifikan terhadap OBL dalam jangka pendek.

Hasil jangka pendek menunjukkan bahwa JUB pada *lag* 1 berpengaruh positif terhadap OBL yakni sebesar 140.209 poin artinya jika kenaikan JUB satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL di tahun sekarang 168.1417 poin. Pada *lag* 2 berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap OBL yakni 140.209 poin yang artinya jika kenaikan JUB satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menurunkan OBL di tahun sekarang sebesar 1634.54 poin. Jika JUB dapat diartika

secara luas, maka jumlah uang beredar di masyarakat merupakan sebuah harta atau kekayaan yang dimiliki seseorang, sehingga dalam kondisi ini sesuai dengan teori permintaan obligasi *kekayaan pada saat ekspansi siklus usaha dengan kekayaan meningkat, permintaan untuk obligasi naik dan kurva permintaan untuk obligasi bergeser ke kanan* (Mishkin, Federic. 2008). Hasil menunjukkan bahwa t-statistik JUB pada *lag* 1 sebesar 0.86254 lebih kecil dari 1.980 pada *lag* 2 sebesar minus 1.54349 lebih kecil dari 1.980. Hal ini berarti menolak H₀ dan menerima H₁ yang berarti variabel JUB berpengaruh terhadap OBL dalam jangka pendek.

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa variabel IPI pada *lag* 1 berpengaruh positif terhadap OBL yakni sebesar 1634.54 poin artinya jika kenaikan IPI satu poin di tahun sebelumnya, akan menaikkan OBL di tahun sekarang sebesar 1634.54 poin. Pada *lag* 2 berpengaruh positif terhadap OBL yaitu sebesar 1358.86 poin yang artinya apabila terjadi kenaikan IPI satu poin pada dua tahun sebelumnya, akan menaikkan OBL pada tahun sekarang sebesar 1358.86 poin. Jika variabel IPI menggambarkan pertumbuhan ekonomi, maka kenaikan IPI mampu menaikkan obligasi. Sehingga pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan obligasi konvensional. Kondisi tersebut sesuai dengan penelitian oleh Othman, dkk (2015) yang mengungkapkan bahwa pasar ekuitas sangat sensitif terhadap perubahan indeks produksi industri. Hasil menunjukkan bahwa t-statistik IPI pada *lag* 1 sebesar minus 1.68889 lebih kecil dari 1.980 pada *lag* 2 sebesar minus 0.43773 lebih kecil

dari 1.980. Hal ini sama-sama menolak H_0 dan menerima H_1 yang berarti variabel IPI berpengaruh terhadap OBL dalam jangka pendek.

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa IHSG pada *lag* 1 berpengaruh positif terhadap OBL yakni 28.7707 poin artinya apabila terjadi kenaikan IHSG satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL di tahun sekarang sebesar 28.7707 poin. Pada *lag* 2 berpengaruh positif terhadap OBL yakni sebesar 28.3850 poin yang artinya jika terjadi kenaikan IHSG satu poin pada dua tahun sebelumnya, akan menurunkan OBL pada tahun sekarang sebesar 28.3850 poin. Hal ini bisa jadi karena IHSG yang merupakan gambaran dari pergerakan harga saham yang otomatis dapat mencerminkan kondisi perekonomian Indonesia. sehingga naiknya IHSG akan mempengaruhi kenaikan obligasi konvensional. Maka dari itu perekonomian yang baik bisa terlihat dari kondisi ekonomi makro yang baik. Hasil t-statistik IHSG pada *lag* 1 sebesar 0.51023 lebih kecil dari 1.980 pada *lag* 2 sebesar minus 0.62429 lebih kecil dari 1.980. Hal ini sama-sama menolak H_0 dan menerima H_1 yang berarti variabel IHSG berpengaruh terhadap OBL dalam jangka pendek.

Tabel 15

Estimasi VECM Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	T statistik
INF(-1)	(19435.0)	[4.41380]
KURS(-1)	(56.2891)	[-2.75826]
JUB(-1)	(210.285)	[3.84072]
IPI(-1)	(8759.05)	[-3.87445]
IHSG(-1)	(92.3528)	[-2.12606]

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 15 diatas, variabel INF pada *lag* 1 berpengaruh positif terhadap OBL, yaitu sebesar 19435.0 poin. Artinya, jika kenaikan INF sebesar satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL sebesar 19435.0 poin. Kondisi tersebut sesuai dengan teori pergeseran penawaran pada pasar obligasi yakni “*peningkatan perkiraan inflasi menyebabkan obligasi yang ditawarkan meningkat dan kurva penawaran bergeser ke kanan*”. Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik INF pada *lag* 1 sebesar 4.41380 lebih besar dari 1.98 yang artinya H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti, INF tidak memiliki berpengaruh secara signifikan terhadap SUK dalam jangka panjang.

Estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa KURS pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL, yakni sebesar 56.2891. Artinya, kenaikan KURS sebesar satu poin di tahun sebelumnya, bisa menaikkan OBL sebesar 56.2891 poin. Hal ini bisa jadi ketika nilai tukar rupiah terhadap US dollar mengalami peningkatan maka akan mempengaruhi harga barang dan jasa ikut mengalami peningkatan, sehingga akan berdampak pada harga obligasi yang ditawarkan ikut mengalami peningkatan. Hasil analisis menunjukan bahwa t-statistik KURS *lag* 1 sebesar minus 2.75826 lebih kecil dari 1.98 yang artinya menolak H_0 dan menerima H_1 atau dengan kata lain, KURS berpengaruh secara signifikan terhadap OBL dalam jangka panjang.

Estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa JUB pada *lag* 1 memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL, yakni sebesar 210.285. Artinya, kenaikan

JUB sebesar satu poin di tahun sebelumnya, dapat menaikkan OBL sebesar 210.285 poin. Jika JUB menggambarkan kekayaan maka hal tersebut sesuai dengan kondisi pergeseran permintaan untuk obligasi pada parameter kekayaan yang menyatakan *“pada saat ekspansi siklus usaha dengan kekayaan meningkat, permintaan untuk obligasi naik dan kurva permintaan untuk obligasi bergeser ke kanan”*. Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik JUB sebesar 3.84072 lebih besar dari 1.98 yaitu, menerima H_0 dan menolak H_1 atau dengan kata lain, variabel JUB tidak memiliki berpengaruh secara signifikan terhadap OBL dalam jangka panjang.

Hasil jangka panjang pada variabel IPI memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL, yaitu sebesar 8759.05. Artinya, kenaikan IPI sebesar satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL sebesar 8759.05 poin. Karena IPI menggambarkan perekonomian secara riil sehingga ketika IPI atau pendapatan nasional mengalami peningkatan maka bisa dikatakan pendapatan masyarakat ikut membaik atau meningkat, sehingga kemampuan masyarakat memenuhi kebutuhan tercukupi maka mampu untuk melakukan investasi. Hasil t-statistik variabel IPI sebesar minus 3.87445 lebih kecil dari 1.98 yang artinya, H_0 diterima dan H_1 ditolak atau dengan kata lain, variabel IPI berpengaruh secara signifikan terhadap OBL dalam jangka panjang.

Hasil jangka panjang pada IHSG memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL, yaitu sebesar 92.3528. Artinya, kenaikan IHSG sebesar satu poin ditahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL sebesar 92.3528 poin. Hal tersebut

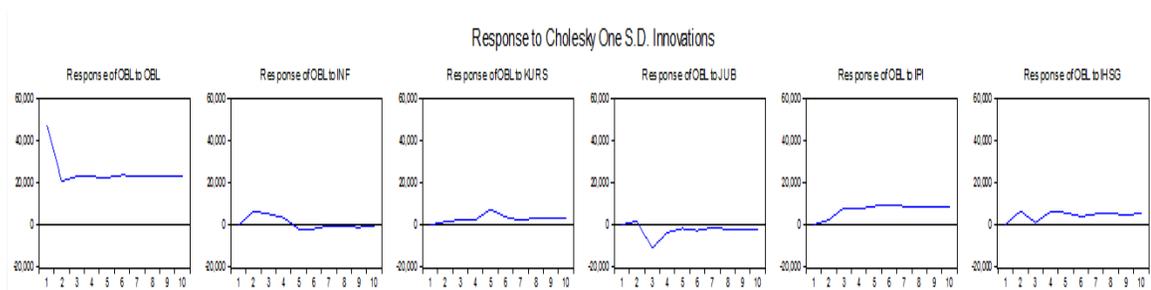
tercermin pada teori pergeseran permintaan obligasi di parameter risiko yang mengungkapkan bahwa “peningkatan volatilitas harga pasar lainnya seperti saham, akan membuat obligasi lebih menarik”. Hasil analisis menunjukkan bahwa t-statistik parsial variabel IHSG sebesar minus 2.12606 lebih kecil dari 1.98 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel IHSG berpengaruh secara signifikan terhadap OBL dalam jangka panjang.

Hasil dari koefisien determinasi (R^2) menunjukkan nilai 0.353216, hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara variabel makroekonomi (INF,KURS,JUB,IPI,IHSG) terhadap Obligasi konvensional. Nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.353216 atau sebesar 35,21 persen. Hal ini berarti bahwa variabel makroekonomi (INF,KURS,JUB,IPI,IHSG) mampu menjelaskan 35,21 persen terhadap Obligasi konvensional, sedangkan sisanya 64,79 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam persamaan regresi tersebut.

4.2.6 Analisis Impulse Response Function

Gambar 6

Hasil Impulse Response Function



Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

1. Response obligasi adanya *shock* pada dirinya sendiri menunjukkan respons yang positif. Respon positif ini sudah terjadi pada periode pertama. Namun pada periode kedua mengalami penurunan, akan tetapi respon obligasi terhadap dirinya sendiri kembali mengalami kenaikan pada periode ketiga dan bergerak secara konsisten sampai periode selanjutnya.
2. Respons obligasi konvensional adanya *shock* pada inflasi menunjukkan respon positif yang terjadi pada awal periode sampai periode keempat. Namun pada periode kelima mengalami sedikit penurunan dan kembali mengalami kenaikan di periode ketujuh akan tetapi masih flat. Dapat diartikan, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi pada inflasi, maka obligasi akan bereaksi positif.
3. Response obligasi adanya *shock* pada kurs menunjukkan response positif yang terjadi pada periode pertama sampai periode kesepuluh secara konsisten. Dapat diartikan, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi pada kurs, maka obligasi akan bereaksi positif.
4. Response obligasi adanya *shock* pada JUB menunjukkan respon negatif pada periode ketiga yang cukup tajam. Pada periode keempat sampai kesepuluh menunjukkan pergerakan positif cenderung flat karena bergerak pada angka nol. Dengan kata lain, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi dari JUB mengakibatkan pergerakan yang cukup konsisten terhadap variabel obligasi.

5. Response obligasi adanya *shock* pada Pendapatan Nasional yang merupakan proxy IPI menunjukkan response positif signifikan yakni mengalami kenaikan secara terus menerus sampai pada periode kesepuluh. Dapat diartikan, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi pada pendapatan nasional, maka obligasi akan bereaksi positif.
6. Response obligasi adanya *shock* pada Harga saham menunjukkan respons positif. Akan tetapi pada periode ketiga mengalami penurunan yang kemudian kembali naik pada periode kelima dan sampai kesepuluh tetap konsisten mengalami kenaikan. Dapat diartikan, jika terjadi guncangan sebesar 1 standar deviasi pada harga saham, maka obligasi akan bereaksi positif.

4.2.7 Analisis Variance Decomposition

Tujuan *Varian Decomposition* untuk mengukur besarnya kontribusi pengaruh variabel independen terhadap yakni INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG) terhadap variabel dependen OBL. Data yang digunakan adalah data bulanan (*monthly*) yang diambil dari Januari 2011 hingga Desember 2018. Berikut hasil analisis VCD ditunjukkan oleh tabel

Tabel 16
Hasil Variance Decomposition

Period	S.E.	OBL	INF	KURS	JUB	IPI	IHSG
1	47416.32	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	52656.30	96.50264	1.548870	0.060486	0.102289	0.214625	1.571086
3	59388.97	90.92330	1.953349	0.208297	3.630609	2.025318	1.259129
4	64641.04	89.27742	1.907304	0.314053	3.405828	3.073816	2.021583
5	69679.71	87.23311	1.728846	1.373971	2.991188	4.271232	2.401657
6	74434.04	86.50255	1.578754	1.452025	2.759183	5.311344	2.396147
7	78648.60	86.15323	1.417900	1.360095	2.500885	6.010383	2.557504
8	82753.64	85.80487	1.297530	1.391130	2.327813	6.493727	2.684932
9	86674.68	85.53653	1.200042	1.376981	2.201631	6.916324	2.768496
10	90392.26	85.29381	1.112368	1.366977	2.074787	7.293463	2.858597

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 8

Pada tabel 16 diatas, menjelaskan bahwa pada periode pertama OBL dipengaruhi oleh *shock* OBL itu sendiri sebesar 100.0000 persen. Sementara periode pertama variabel INF, KURS, JUB, IPI dan IHSG belum memberikan pengaruh terhadap OBL. Berikutnya, di periode kedua INF memberikan kontribusi *shock* sebesar 1.548870 persen, kemudian di periode kelima sampai periode kesepuluh mengalami kenaikan secara terus-menerus sebesar 1.112368 persen.

Periode kedua *shock* diberikan dari variabel KURS yakni sebesar 0.060486 persen, dan mengalami kenaikan hingga periode kesepuluh sebesar 1.366977 persen. Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel INF memiliki kontribusi yang selalu mengalami kenaikan disetiap periode terhadap variabel dependen OBL.

Periode kedua *shock* diberikan dari variabel JUB yakni sebesar 0.102289 persen, akan tetapi periode kelima mengalami penurunan sebesar 2.991188 persen. Dan terus mengalami peningkatan secara fluktuatif pada periode kesepuluh sebesar 2.074787 persen. Hal berbeda dialami variabel IPI yang mengalami kenaikan secara terus menerus dari periode pertama *shock* diberikan sebesar 0.214625 persen, mengalami kenaikan sampai di periode kesepuluh sebesar 7.293463 persen. Sehingga dapat dikatakan variabel JUB tetap memiliki kontribusi yang selalu mengalami kenaikan disetiap periode terhadap variabel dependen OBL walaupun cukup fluktuatif. Dibandingkan dengan variabel lainnya Pendapatan nasional memberikan *shock* paling besar dengan nilai *shock* tertinggi pada periode kesepuluh sebesar 7.293463 persen.

Periode kedua *shock* diberikan dari variabel IHSG yakni sebesar 1.571086 persen, dan terus mengalami kenaikan hingga periode kesepuluh sebesar 2.858597 persen. Dapat diartikan, variabel Harga saham memiliki kontribusi yang selalu mengalami kenaikan disetiap periode terhadap variabel dependen OBL.