

**ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP  
OBLIGASI SYARIAH DAN OBLIGASI KONVENSIONAL DI INDONESIA  
TAHUN 2011-2018**

**JURNAL**



**Diajukan oleh:**

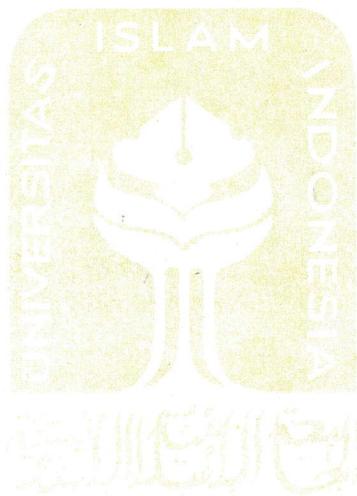
**Chasanah Novambar Andiyansari**

**17918005**

**PROGRAM PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMI KEUANGAN  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA**

**2019**

**HALAMAN PENGESAHAN**



Yogyakarta, 11 - 11 - 2019

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Pembimbing

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized initial 'S' followed by a series of loops and a long horizontal stroke.

Dr. Sahabudin Sidiq, SE., MA.

**ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP  
OBLIGASI SYARIAH DAN OBLIGASI KONVENSIONAL DI INDONESIA  
TAHUN 2011-2018**

Chasanah Novambar Andiyansari  
Department of Economics, University of Islam Indonesia  
e-mail: [cnovambar@gmail.com](mailto:cnovambar@gmail.com)

**ABSTRACT**

This study aims to analyze the effect of macroeconomic variables on Islamic bonds (sukuk) and conventional bonds with limited data from January 2011 to December 2018 in Indonesia. The method used in this study is the Vector Error Correction Model (VECM). The VECM estimation results show a short-term and long-term relationship between Islamic bonds and conventional bonds with inflation, exchange rates, money supply, national income and stock prices.

The results of the impulse response function analysis show that the negative response to sharia bond shocks is; the money supply and the stock price. While the positive response to sharia bonds is; Islamic bonds, inflation, exchange rates, and national income. While the negative response to conventional bond shocks are; the money supply. While the positive response to conventional bond shocks is; conventional bonds, inflation, exchange rates, national income and stock prices.

Analysis of variance decomposition on Islamic bonds obtained the results that the variables that most influence the volatility of forecast errors of the value of Islamic bonds (sukuk) in accordance with the largest order namely SUK, JUB, IHSG, KURS, INF, and IPI. In conventional bonds the results show that the variables that most influence the forecast error volatility of the value of Islamic bonds (sukuk) in accordance with the largest order namely OBL, IPI, IHSG, JUB, KURS and INF.

**Keywords:** *sukuk, bonds, macro, economy, VECM*

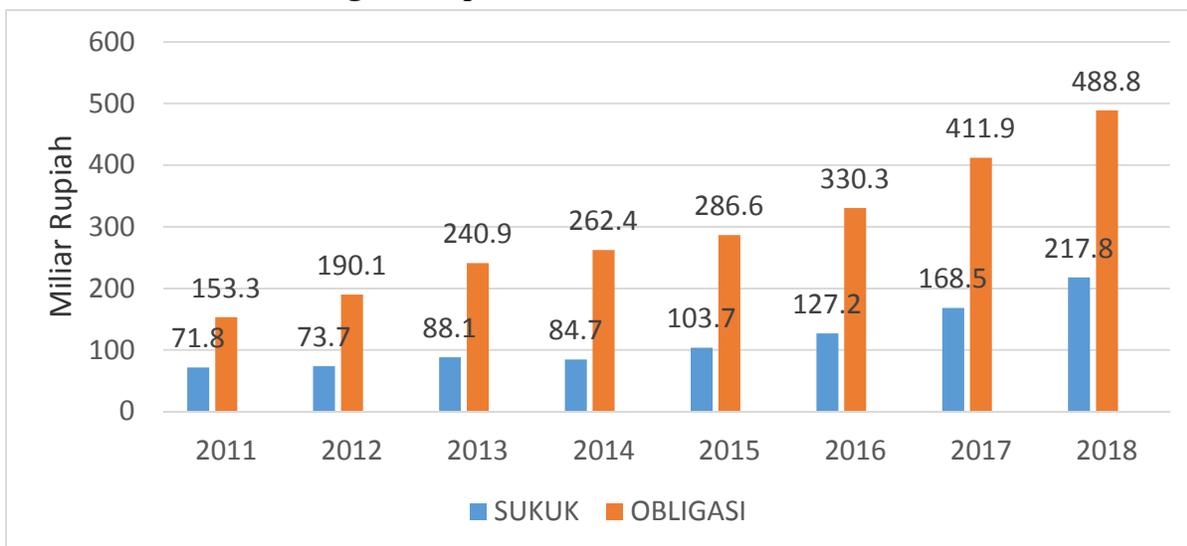
**Pengantar**

Indonesia merupakan salah satu Negara muslim terbesar didunia, dengan adanya jumlah penduduk muslim terbesar didunia seharusnya bisa menjadi pasar yang besar juga untuk industri keuangan syariah yang ada di Indoneisa. Salah satu perindustrian keuangan syariah yang sedang berkembang di Indonesia saat ini adalah pasar modal syariah. Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian Indonesia terutama dalam peningkatan laju pertumbuhan ekonomi. Hal ini dikarenakan, perkembangan pasar modal di Indonesia yang tergambar pada indikator-indikator utama pasar modal yang terus tumbuh dari tahun ke tahun mampu menjadi pendorong pertumbuhan ekonomi dengan membuat kegiatan investasi mulai meningkat (Fauzan & Suhendro, 2018).

Pasar modal syariah muncul pada tanggal 3 Juli 1997, dimulai diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT. Danareksa Investment Management. Tanggal 3 Juli tahun 2000, Bursa Efek Indonesia (d/h Bursa Efek Jakarta) bekerjasama dengan PT. Danareksa Invesment Management memunculkan Jakarta Islamic Index dengan tujuan memandu para investor yang ingin menginvestasikan dananya secara syariah. Pada 18 April 2001 pertama kalinya Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa berkaitan langsung dengan pasar modal, yang terkandung dalam Fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang pedoman pelaksanaan investasi unit Reksa Dana Syariah. insrumen investasi syariah di pasar modal syariah kian bertambah. Awal September 2002, PT Indosat Tbk menerbitkan Obligasi Syariah, instrument ini merupakan Obligasi Syariah pertama dengan akad yang digunakan adalah akad mudharabah.

Dalam Fatwa Nomor 32/DSN-MUI/IV/2002 tentang Obligasi Syariah yang dikenal sebagai sukuk. Sejak fatwa tersebut diterbitkan, sukuk mulai tumbuh dan berkembang berdampingan dengan obligasi konvensional walaupun dalam perbedaan antara jumlah masih sangat jauh. Meskipun dalam perkembangannya sukuk yang beredar terus mengalami peningkatan setiap tahunnya, namun masih terlihat bahwa peningkatan sukuk cenderung lebih lambat dibandingkan dengan peningkatan obligasi yang beredar. Hal ini juga diperkuat oleh Fatah (2011), meskipun mempunyai potensi dan prospek yang baik, perkembangan sukuk di Indonesia sebenarnya dapat dikategorikan sangat lambat.

**Gambar 1 Perkembangan Nilai Outstanding Sukuk Korporasi dan Nilai Outstanding Obligasi Korporasi di Indonesia Tahun 2011-2018**



*Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (diolah)*

Gambar 1 memperlihatkan perkembangan obligasi syariah korporasi yang menunjukkan peningkatan secara terus menerus, diawali pada tahun 2011 sebesar 71,8 miliar rupiah meningkat di tahun 2015 menjadi 103,7 miliar rupiah. Dan pada tahun 2018 berada di nilai 217,8 miliar rupiah mengalami peningkatan dari tahun sebelumnya sebesar 168,5 miliar rupiah. Obligasi syariah korporasi yang mengalami peningkatan disetiap tahunnya, namun memiliki kecenderungan lebih lambat jika dibanding dengan perkembangan obligasi konvensional. Pada nilai outstanding

obligasi konvensional memiliki tren yang cukup fluktuatif, dapat dilihat berawal dari tahun 2011 dengan nilai obligasi sebesar 153,3 miliar rupiah mengalami peningkatan di tahun 2012 sebesar 190,1 miliar rupiah. Dan pada akhir tahun 2018 mencapai 488,8 miliar rupiah meningkat dibanding tahun 2017 yang berada di nilai 411,9 miliar rupiah. Dijelaskan dalam OJK (2016) bahwa salah satu penyebab lambatnya pertumbuhan sukuk disebabkan market share nilai sukuk terhadap obligasi dan sukuk masih belum mencapai 5%.

Menurut Nasution (2017) kondisi domestik dan perbandingan dengan tingkat global, mengindikasikan bahwa dapat memberikan masalah tertentu yang menghambat pertumbuhan sukuk korporasi. Sehingga dapat dikatakan kondisi perekonomian mampu mempengaruhi penerbitan obligasi syariah korporasi. Pertumbuhan perekonomian yang baik dapat dilihat dari kondisi variabel makroekonomi yang baik. Kondisi makro ekonomi yang baik dapat mencerminkan iklim investasi yang baik pada suatu negara. Oleh karena itu perlu dilakukan penelitian dengan rumusan masalah sebagai berikut; 1) Apakah terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara variabel makroekonomi dengan obligasi syariah dan obligasi konvensional?; 2) Variabel makroekonomi manakah yang mempengaruhi perkembangan obligasi syariah dan obligasi konvensional?; 3) Bagaimana respon obligasi syariah dan obligasi konvensional terhadap guncangan faktor makroekonomi? Dengan demikian permasalahan yang telah dipaparkan melalui kajian empiris, dijadikan peneliti untuk mengkaji dan melakukan analisis dalam penelitian ini.

## Landasan Teori

### Penawaran dan Permintaan pada Pasar Obligasi

**Kurva permintaan** (*demand curve*) obligasi adalah hubungan antara jumlah permintaan dan harga ketika variabel ekonomi lainnya tetap (artinya nilai dari variabel lainnya telah ditentukan) atau dapat disebut sebagai *caretis paribus*, adalah bahasa Latin yang artinya lainnya dianggap sama. Salah satu yang faktor penentu permintaan aset obligasi adalah imbal hasil (perkiraan hasil pada periode mendatang), imbalan hasil secara pasti dapat diketahui dan sama dengan suku bunga sebagaimana diukur dengan *yield to maturity*. Hal ini berarti perkiraan imbal hasil obligasi ini sama dengan suku bunga *i*, persamaan ini ditulis sebagai berikut:

$$i = R^e = \frac{F - P}{P} \dots\dots\dots(1)$$

Dimana :

- i*= suku bunga = *yield to maturity*
- $R^e$ = perkiraan imbal hasil
- F= nilai nominal obligasi diskonto
- P= harga awal pembelian obligasi diskonto

Rumus diatas menunjukkan bahwa nilai tertentu dari suku bunga berkaitan dengan masing-masing harga obligasi. Sedangkan untuk **kurva penawaran** (*supply curve*) pada pasar obligasi menunjukkan hubungan antara jumlah yang ditawarkan dan harga ketika semua variabel-variabel ekonomi lainnya dianggap konstan. **Keseimbangan pasar** (*market equilibrium*) terjadi ketika orang bersedia untuk membeli (permintaan) sama dengan jumlah yang bersedia untuk menjual (*penawaran*) pada harga tertentu. Dalam pasar obligasi, keseimbangan tersebut dicapai ketika jumlah obligasi yang diminta sama dengan jumlah obligasi yang ditawarkan :

$$B^d = B^s \dots\dots\dots(2)$$

### A. Pergeseran Permintaan untuk Obligasi

Teori permintaan aset menentukan kerangka kerja dalam pergeseran permintaan obligasi. Faktor-faktor yang termasuk perubahan dalam empat parameter yakni:

1. **Kekayaan.** Pada saat ekspansi siklus usaha dengan kekayaan meningkat, permintaan untuk obligasi naik dan kurva permintaan untuk obligasi bergeser ke kanan. Dengan menggunakan alasan yang sama, dalam kondisi resesi ketika pendapatan dan kekayaan turun, permintaan untuk obligasi juga turun dan kurva permintaan bergeser ke kiri.
2. **Perkiraan Imbal Hasil.** Semakin tinggi perkiraan suku bunga dimasa depan, maka semakin rendah perkiraan imbal hasil atas obligasi jangka panjang, menurunkan permintaan dan menggeser kurva permintaan ke kiri. Begitu juga sebaliknya, semakin rendah perkiraan suku bunga di masa depan, akan meningkatkan permintaan untuk obligasi jangka panjang dan menggeser kurva permintaan ke kanan.
3. **Perkiraan Inflasi.** Peningkatan pada perkiraan inflasi akan menurunkan perkiraan imbal hasil obligasi yang menyebabkan permintaannya menurun, dan kurva permintaan bergeser ke kiri.
4. **Risiko.** Peningkatan risiko obligasi akan menyebabkan permintaan obligasi turun dan kurva permintaan obligasi bergeser ke kiri. Sebaliknya, peningkatan volatilitas harga pasar aset lainnya, seperti saham akan membuat obligasi lebih menarik. Kenaikan tingkat risiko dari aset alternatif akan menyebabkan permintaan obligasi meningkat dan kurva permintaan bergeser ke kanan.

### B. Pergeseran Penawaran Obligasi

Faktor-faktor tertentu dapat menyebabkan kurva penawaran obligasi bergeser, di antara faktor-faktor tersebut adalah:

1. **Perkiraan Keuntungan dari Peluang Investasi.** Semakin untung investasi dalam bentuk perusahaan dan peralatan yang diperkirakan perusahaan, maka perusahaan semakin terdorong untuk melakukan pinjaman guna membiayai investasi tersebut. Dengan demikian, dalam siklus usaha yang ekspansif, penawaran obligasi meningkat dan kurva penawaran bergeser ke kanan. Sebaliknya dalam resesi, ketika peluang investasi yang diperkirakan menguntukan turun, maka penawaran obligasi turun dan kurva penawaran bergeser ke kiri.
2. **Perkiraan Inflasi.** Peningkatan perkiraan inflasi menyebabkan obligasi yang ditawarkan meningkar dan kurva penawaran bergeser ke kanan.
3. **Anggaran Pemerintah.** Semakin defisit anggaran pemerintah, maka semakin besar permintaan obligasi, dan kurva obligasi bergeser ke kanan. Di sisi lain, terjadinya surplus anggaran sebagaimana yang terjadi pada akhir tahun 1990-an, menurunkan obligasi yang ditawarkan dan menggeser kurva penawaran ke kiri.

### Penelitian Terdahulu

Ardiansyah (2017), Latar belakang penelitian tersebut menjelaskan pentingnya kondisi makroekonomi yang baik dapat mencerminkan iklim investasi yang baik pada suatu negara. Hasil penelitian ini, mengungkapkan bahwa variable makroekonomi mempengaruhi pertumbuhan sukuk korporasi. Variable JUB, IPI, dan inflasi berhubungan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia, sedangkan *oil price*, kurs dan bagu hasil mudharabah berpengaruh negative.

Penelitian yang dilakukan Basyariah (2014) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara nilai emisi sukuk dengan nilai emisi saham, IHSG, BI-

Rate dan Inflasi. Sedangkan antara nilai emisi sukuk dan nilai emisi obligasi hanya terjadi hubungan jangka pendek saja. Hasil estimasi VECM, dari *Variance Decomposition* (VD), variabel yang paling mempengaruhi *Volatilitas Forcast Error* pengaruh terbesar adalah nilai emisi sukuk itu sendiri, inflasi nilai emisi obligasi, IHSG, BI-Rate dan nilai emisi saham. Sedangkan hasil dari *Impuls Respons Function* (IRF) menunjukkan respon positif nilai emisi sukuk yang dihasilkan dari guncangan nilai emisi obligasi, nilai emisi saham dan inflasi.

Penelitian yang dilakukan Wafa (2010) menggunakan model *Vector Auto Regression* (VAR). Temuai penelitian ini adalah secara bersama-sama variabel ritel, harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito bank syariah dan tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk sedangkan secara parsial variabel ritel, harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito bank syariah dan tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel.

Hasil penelitian dari Indari (2018) mengungkapkan bahwa kapitalisasi Jakarta *Islamic Index* (JII) berpengaruh negatif signifikan terhadap *outstanding* sukuk dan kapitalisasi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) berpengaruh negatif signifikan terhadap *outstanding* sukuk yang menyebabkan *outstanding* sukuk menurun.

Peneitian yang dilakukan Faizul, dkk (2016) mengungkapkan bahwa variabel harga sukuk negara ritel SR-005 dan tingkat inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-005, sedangkan variabel BI-Rate berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-005.

Temuan penelitian dari Karatas (2016) mengungkapkan bahwa volatilitas sukuk yang berdenominasi USD di negara Malaysia, Indonesia dan Turki lebih rendah dibandingkan dengan obligasi konvensional berdenominasi USD. Hal ini dikarenakan investor konvensional memiliki fleksibilitas lebih besar untuk menyeimbangkan portofolio mereka dibanding investor Islam.

Penelitian yang dilakukan Nasir, dkk (2017) bertujuan untuk memberi bukti empiris bahwa sukuk berbeda dengan obligasi dilihat dari perspektif risiko. Metode yang digunakan Nasir, dkk (2017) adalah *Value at Risk* (VaR) dengan sampel terdiri dari 15 sukuk dan 30 *Term Financing Certificates* (TFCs) di Pakistan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sukuk adalah instrumen kurang beresiko dan stabil dibandingkan obligasi konvensional. Hasil berbeda dilakukan oleh Siswanto, D. (2012) mengungkapkan bahwa pergerakan sukuk dipengaruhi oleh obligasi konvensional dan memiliki korelasi yang kuat, inilah yang menyebabkan harga reksadana tetap dan memiliki tren yang terus meningkat dan stabil.

Penelitian yang dilakukan Othman, dkk. (2018), bertujuan untuk menyelidiki peran variabel makroekonomi dalam mempengaruhi pergerakan nilai aktiva bersih dari *Unit Trust Funds* Islam di Malaysia. Metode yang digunakan Othman, dkk. (2018) adalah VECM dan menggunakan Uji Kointegrasi untuk menganalisis hubungan antar variabel makroekonomi dan NAVs dari berbagai jenis data. Hasil penelitian ini terdapat hubungan jangka panjang antara variabel makroekonomi dan NAV, semua *Unit Trust Funds* Islam Malaysia dan menunjukkan bahwa dana yang berbeda memiliki respon yang berbeda disetiap pergerakan variabel makroekonomi.

Penelitian yang dilakukan oleh Godlewski, dkk. (2011) bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar saham terhadap sukuk dan obligasi konvensional. Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa reaksi pasar saham berbeda terhadap penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Sementara tidak ada reaksi pasar saham yang signifikan untuk obligasi, sedangkan pasar saham memiliki hubungan negatif signifikan terhadap sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Qizam (2019) bertujuan untuk meneliti hubungan antara *financial disclosure quality* (FDQ), *accounting-based risk* (ABRs), sukuk dan pasar obligasi.

Qizam (2019) menggunakan metode data panel dengan 3 sampel negara yang berbeda yakni Indonesia, Malaysia untuk peringkat sukuk dan Australia untuk peringkat obligasi. Hasil penelitian menunjukkan FDQ mempengaruhi peringkat sukuk tetapi tidak untuk obligasi. Sedangkan ABRs yang terdiri dari (pendapatan, oprasional, *leverage* dan ROI) yang paling berpengaruh terhadap sukuk dan obligasi adalah *leverage*.

Penelitian yang dilakukan Aman, dkk. (2019) menggunakan metode analisis studi konseptual, bertujuan untuk mengusulkan hubungan teoritis sukuk dengan beberapa kemungkinan faktor penentu. Hasil temuan ada pengaruh antara arus masuk modal asing, faktor-faktor makroekonomi dosmetik dan faktor keuangan dengan berkembangnya pasar sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Abdi (2017) bertujuan untuk mengetahui pengaruh faktor-faktor ekonomi makro yang berkorelasi pada saham-sukuk. Hasil penelitian ini tidak ada pengaruh variabel makro pada saham dan sukuk. Sedangkan Indeks Produksi Industri dan suku bunga memiliki efek pada saham dan sukuk, namun CPI tidak memiliki efek pada saham dan sukuk.

Penelitian yang dilakukan Sherif, dkk. (2017) bertujuan untuk memeriksa efek pasar saham Malaysia terhadap penerbitan obligasi konvensional dan sukuk. Metode yang digunakan adalah *OLS*, hasil temuan penelitian ini secara keseluruhan menunjukkan perbedaan antara sukuk dan obligasi terhadap reaksi pasar saham Malaysia. Dan menemukan bahwa intensif pajak dan dukungan pemerintah merupakan penentu signifikan terhadap penerbitan sukuk dna obligasi.

Penelitiang yang dilakukan oleh Savitri (2015) bertujuan untuk mengetahui nilai nominal dan peringkat obligasi syariah terhadap reaksi saham (*cumulative abnirmal return*). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel nilai nominal dan peringkat obligasi syariah tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap reaksi saham.

Penelitian Sudaryanti, dkk. (2011) bertujuan untuk mengetahui seberapa besar peringkat sukuk dan peringkat obligasi serta mengkaji tingkat signifikansi peringkat sukuk dan peringkat obligasi. Metode yang digunakan adalah menggunakan regresi data Panel, hasil penelitian mengungkapkan bahwa determinan peringkat sukuk adalah ukuran perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,039 dan untuk peringkat obligasi sebesar 0,012.

Hasil penelitian yang dilakukan Sudarsono (2018) menunjukkan hasil regresi jangka panjang, bahwa CPI berpengaruh positif terhadap ISSI dan M2, ER dan BIRATE berpengaruh negatif terhadap ISSI. Sedangkan dalam uji *granger causality* menunjukkan bahwa ada pengaruh kausalitas BIRATE dan CPI serta CPI dan SBIS, tetapi terdapat hubungan satu arah diantaranya adalah ISSI terhadap ER, M2 terhadap BIRATE dan SBIS dengan BIRATE.

Penelitian yang dilakukan oleh Ghauri, dkk. (2015) bertujuan untuk menyelidiki hubungan jangka panjang antara faktor-faktor makro ekonomi yang dipilih dan (NAV) dana ekuitas Islam. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Autoregression* (VAR), hasil dalam penelitian ditemukan hubungan jangka panjang diantara variabel-variabel ekonomi makro terpilih dan NAV dana Islam di pasar modal Pakistan. Penelitian yang dilakukan oleh Mohamed, dkk. (2015) bertujuan untuk menguji perilaku perusahaan dalam mengoptimalkan utang dan untuk menentukan faktor-faktor penentu spesifik target rasio utang menggunakan dana sukuk dan obligasi. Hasil penelitian Mohamed, dkk. (2015) mengungkapkan terdapat hubungan antara sukuk dan obligasi terhadap perusahaan, dan sukuk berbasis bursa berbanding lurus dengan obligasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Grass, dkk. (2017) bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pilihan emiten untuk menggunakan struktur Sukuk dibanding obligasi konvensional. Hasil dalam penelitian ini adalah perusahaan lebih suka menerbitkan sukuk dari pada obligasi konvensional, namun berkenaan dengan kualitas peringkat kredit, hubungan positif antara peringkat kredit dengan penerbitan obligasi dan hubungan negatif antara peringkat kredit

dengan sukuk. Hasil penelitian Faiza, dkk. (2018) mengungkapkan bahwa *sukuk* korporasi memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dalam hal ini adalah PDB, *sukuk* mempengaruhi pertumbuhan ekonomi melalui PDB melalui pendanaan dari penerbitan *sukuk* korporasi, ketika suatu perusahaan menerbitkan surat utang atau *sukuk* perusahaan tersebut akan mendapatkan dana ketika utang tersebut telah terjual.

Penelitian yang dilakukan oleh Parisi, dkk. (2016), bertujuan untuk menganalisis perbandingan penyerapan sukuk dan obligasi dalam pembiayaan defisit anggaran negara dan variabel apa saja yang mempengaruhi defisit anggaran, obligasi dan sukuk. Metode yang digunakan adalah metode *two Stage Least Square* (2SLS). Hasil dalam penelitian ini adalah sukuk dan obligasi masing-masing berkorelasi signifikan dalam peningkatan penerimaan sukuk dan obligasi, baik sukuk maupun obligasi berpengaruh signifikan terhadap defisit anggaran. Penelitian yang dilakukan oleh Fathurahman, dkk. (2013) bertujuan untuk menganalisis imbal hasil sukuk dan obligasi konvensional, metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji asumsi klasik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata dari sukuk dan obligasi konvensional berbeda secara signifikan secara keseluruhan.

Penelitian yang dilakukan oleh Suciningtias (2019) bertujuan untuk menganalisis efek jangka pendek dan jangka panjang dan variabel ekonomi makro seperti BI rat, inflasi, nilai tukar, perubahan harga emas dunia dan harga minyak. Metode yang digunakan adalah VECM. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan jangka panjang dalam sukuk di Indonesia dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar, inflasi dan perubahan harga emas dunia. Sementara dalam jangka pendek, kinerja sukuk dipengaruhi oleh kinerja sebelumnya (satu dan dua bulan) yakni BI rate, nilai tukar dan harga emas dunia, harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk kinerja baik dalam jangka panjang dan pendek.

Penelitian yang dilakukan oleh Alam, dkk. (2018) bertujuan untuk mengetahui karakteristik isu sukuk perusahaan di Malaysia pada tahun 2000 sampai 2015 di sembilan sektor ekonomi. Hasil analisis mengungkapkan bahwa prediksi *value at risk* yang cukup konsisten dengan peringkat yang diberikan oleh lembaga pemeringkat kredit, meskipun daya jual terbatas di pasar sekunder, penelitian ini mampu menunjukkan bahwa sukuk tidak berisiko dari pada obligasi konvensional dalam konteks Malaysia. Penelitian yang dilakukan oleh Khaoutem (2014) bertujuan untuk menguji peluang keuangan Islam dalam memacu pembangunan ekonomi di Tunisia setelah revolusi tahun 2011. Tepatnya, makalah ini untuk mengeksplorasi apakah hubungan pasar bank sukuk Islam lebih kondusif terhadap pertumbuhan ekonomi. Hasil dalam penelitian ini mengungkapkan bahwa intermediasi Islam dapat ditingkatkan dengan implikasi lebih penting dari bank-bank di pasar sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Sulistiana dkk. (2017) hasil penelitian mengungkapkan bahwa pada model VECM terdapat hubungan jangka pendek yang terjadi antara inflasi dengan suku bunga BI rate, sedangkan pada model VAR tidak terdapat hubungan jangka pendek antara PDRB dengan variabel makro (suku bunga BI rate, nilai kurs terhadap Dollar dan harga timah dunia), hasil *impulse response* menjelaskan bahwa respon *shock* yang terjadi pada periode ke dua yang bersifat negatif, yang artinya jika *shock* sebesar 1 standar deviasi pada suku bunga BI rate, maka variabel inflasi dan PDRB akan bereaksi negatif.

Penelitian yang dilakukan oleh Noviana, dkk (2018) bertujuan untuk menyelidiki faktor-faktor yang mempengaruhi perolehan yield obligasi Islam. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa likuiditas berkorelasi negatif dengan hasil obligasi syariah namun tidak signifikan. *Leverage* berkorelasi positif dengan yield obligasi Islam yang menunjukkan pengaruh positifnya. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Sutawijaya, dkk (2013) menunjukkan bahwa kebijakan fiskal

merupakan guncangan negatif terhadap inflasi dan direspon dengan kebijakan moneter, sedangkan guncangan kebijakan moneter mengurangi pendapatan nasional. Penerapan kebijakan moneter dan fiskal akan menaikkan pertumbuhan ekonomi secara efektif.

Penelitian yang dilakukan oleh Kholis, dkk. (2016) hasil penelitian mengungkapkan bahwa pertumbuhan investasi dan pertumbuhan ekspor memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi, dan berlaku sebaliknya. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Suriani, dkk. (2018) mengungkapkan bahwa pasar sukuk hanya dipengaruhi nilai tukar sedangkan pasar obligasi secara signifikan dipengaruhi oleh suku bunga, nilai tukar dan tingkat harga. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ichandi, dkk. (2014) mengungkapkan bahwa inflasi dan kurs Dollar secara statistik tidak memiliki hubungan yang saling memengaruhi, hanya nilai inflasi yang memengaruhi kurs dan tidak berlaku sebaliknya.

### **Metode penelitian**

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini, menggunakan analisis kuantitatif dengan menggunakan data runtut waktu atau time series. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah VECM (Vector Error Correction Model) dan sebagai alat dalam pengolahan datanya yaitu menggunakan program Eviews 8. Dengan tahapan pengujian sebagai berikut :

- a. Uji Stasioneritas Data  
Uji Akar Unit merupakan salah satu konsep yang akhir-akhir ini makin populer dipakai untuk menguji kestasioneran data time series. Uji stasionaritas data bisa dilakukan dengan menggunakan uji akar unit Augmented Dickey Fuller (ADF) (Widarjono, 2013).
- b. Uji Panjang Lag Optimal  
Penentu jumlah lag (ordo) yang akan digunakan dalam model VAR (*Vector Autoregression*) dapat ditentukan berdasarkan kriteria *Akaike Information Criterion (AIC)*, *Schwarz Information Criterion (SC)* ataupun *Hannan Quinnon (HQ)*.
- c. Uji Kointegrasi Johansen  
Uji kointegrasi bertujuan untuk mengetahui hubungan antar variabel, khususnya jangka panjang. Uji Johansen Kointegrasi adalah uji khusus untuk struktur model VAR (*Vector Autoregression*) dengan direfensiasi data, tidak sesuai dengan uji kointegrasi pada model persamaan selain VAR (Ekananda, 2016).
- d. Uji Kausalitas Granger  
Uji kausalitas granger dilakukan untuk mengetahui hubungan sebab akibat dari setiap variabel independen terhadap variabel dependen.
- e. Estimasi VECM
- f. Analisis Impuls Respons Function  
*Impuls Respons Function (IRF)* ini melacak respon dari variabel endogen di dalam sistem VAR karena adanya guncangan (*shocks*) atau perubahan di dalam variabel gangguan (Widarjono, 2013:339).
- g. Analisis Variance Decomposition  
*Analisis Variance Decomposition* menggambarkan relatif pentingnya setiap variabel di dalam sistem VAR (*Vector Autoregression*) karena adanya shock, dan juga berguna untuk memprediksi kontribusi prosentase varian setiap variabel karena adanya perubahan variabel tertentu di dalam sistem VAR (*Vector Autoregression*) (Ekananda, 2016).

### Model Penelitian *Vector Error Correction Model (VECM)*

Model yang digunakan merupakan model yang berisikan antar variabel saling tergantung dengan variabel lain. Sehingga model teoritis yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

$$Y_{1t} = \beta_{01} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{i1} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_{i1} Y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{p-1} \eta_{i1} Y_{nt-i} + e_{1t} \dots\dots\dots(1)$$

$$Y_{2t} = \beta_{01} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{i2} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_{i2} Y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{p-1} \eta_{i2} Y_{nt-i} + e_{2t} \dots\dots\dots(2)$$

$$Y_{3t} = \beta_{01} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{i3} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_{i3} Y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{p-1} \eta_{i3} Y_{nt-i} + e_{3t} \dots\dots\dots(3)$$

$$Y_{4t} = \beta_{01} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{i4} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_{i4} Y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{p-1} \eta_{i4} Y_{nt-i} + e_{4t} \dots\dots\dots(4)$$

$$Y_{5t} = \beta_{01} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{i5} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_{i5} Y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{p-1} \eta_{i5} Y_{nt-i} + e_{5t} \dots\dots\dots(5)$$

$$Y_{6t} = \beta_{01} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{i6} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_{i6} Y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{p-1} \eta_{i6} Y_{nt-i} + e_{6t} \dots\dots\dots(6)$$

$$Y_{7t} = \beta_{01} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_{i7} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \alpha_{i7} Y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{p-1} \eta_{i7} Y_{nt-i} + e_{7t} \dots\dots\dots(7)$$

Keterangan :

- Y1 = Nilai outstanding obligasi syariah korporasi (dalam miliar rupiah)
- Y2 = Nilai outstanding obligasi konvensional korporasi (dalam miliar rupiah)
- Y3 = Inflasi (dalam %)
- Y4 = nilai tukar (dalam rupiah/USD)
- Y5 = Jumlah Uang Beredar (dalam miliar rupiah)
- Y6 = Pendapatan Nasional merupakan proxy Indeks Produksi Industri (angka indeks)
- Y7 = Harga Saham (dalam miliar rupiah)
- t = *time trend*
- β = Parameter
- p-1 = Ordo VECM dari VAR
- Y<sub>t-1</sub> = variabel *in-level*
- e = *error* dengan i = 1,2,3,4,5,6

### Hasil dan Diskusi

#### 1. HASIL ANALISIS DENGAN VARIABEL DEPENDEN SUKUK

##### A. 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 1<sup>ST</sup> Defference yang diharapkan semua masing-masing variabel dapat stasioner.

**Tabel 2**  
**Uji Stasioner pada 1<sup>st</sup> 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 1<sup>st</sup> defferent. Maka langkah selanjutnya dalam estimasi VECM, yaitu pengujian panjang lag optimal.

### B. 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*.

### C. 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  $H_0$  dan menerima  $H_1$ . Oleh karena itu estimasi VECM dalam penelitian ini dapat digunakan, dan dilanjutkan ke tahap selanjutnya yaitu uji kausalitas granger.

### D. Pengujian Kausalitas Granger

**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 hipotesis 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 hipotesis 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 hipotesis 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 hipotesis nol diterima. Sedangkan variabel SUK secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSG (0.0417) sehingga hipotesis nol ditolak. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara SUK dan IHSG dan tidak berlaku sebaliknya.

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

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

Variabel IHSG secara statistik signifikan mempengaruhi IPI (0.0040) sehingga hipotesis nol ditolak. Sedangkan variabel IPI secara statistik signifikan tidak memiliki pengaruh IHSG

(0.0526) sehingga hipotesis nol diterima. Dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan kausalitas atau timbal balik satu arah yakni antara IHSG dan IPI dan tidak berlaku sebaliknya.

#### E. 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 IINF 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 naikkannya 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 H0 dan menerima H1 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 H0 ditolak dan H1 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 H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti variabel IPI berpengaruh signifikan terhadap SUK dalam hubungan jangka pendek.

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa IHSG pada lag 1 memiliki pengaruh positif terhadap SUK yaitu sebesar 5497.14. Artinya jika kenaikan IHSG 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 IHSG rata-rata mengalami peningkatan, maka menggambarkan kondisi perekonomian Indonesia sedang membaik sedangkan penurunan nilai IHSG menggambarkan kondisi perekonomian sedang memburuk. Hasil t-statistik IHSG 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  $H_0$  dan menolak  $H_1$  atau dengan kata lain, variabel JUB tidak memiliki berpengaruh secara signifikan terhadap SUK dalam jangka panjang.

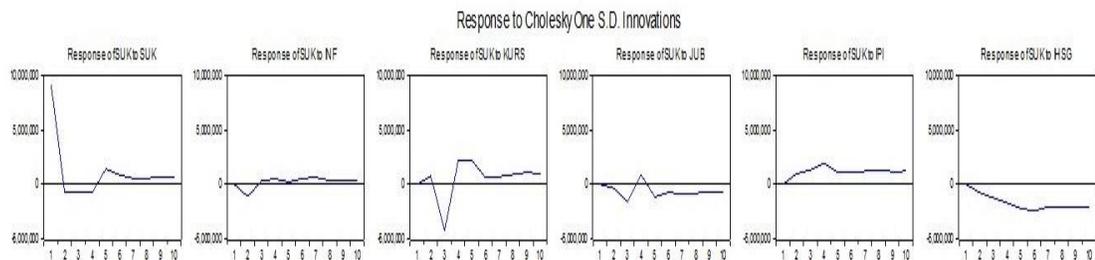
Hasil jangka panjang pada variabel IPI memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL, yaitu sebesar 377054. Artinya, kenaikan IPI sebesar satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menaikkan SUK sebesar 377054. poin. Karena IPI merupakan proxy dari pendapatan nasional, maka ketika pendapatan nasional 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,  $H_0$  diterima dan  $H_1$  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 di tahun 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,  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  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.

#### F. 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. Respon positif ini sudah terjadi pada periode pertama. Namun pada periode berikutnya mengalami penurunan, akan tetapi respon sukuk terhadap dirinya sendiri kembali mengalami kenaikan pada periode ke-4 namun memiliki kecenderungan lemah.
2. Respons variabel sukuk 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.

#### G. Analisis Variance Decomposition

**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.

## 2. HASIL ANALISIS DENGAN VARIABEL DEPENDEN OBLIGASI

### A. 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 1<sup>ST</sup> Defference yang diharapkan semua masing-masing variabel dapat stasioner.

**Tabel 10**  
**Uji Stasioner pada 1<sup>st</sup> 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 1<sup>st</sup> defferent. Maka langkah selanjutnya dalam estimasi VECM, yaitu pengujian panjang lag optimal.

### B. 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.

### C. 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 H0 dan menerima H1. Oleh karena itu estimasi VECM dalam penelitian ini dapat digunakan, dan dilanjutkan ke tahap selanjutnya yaitu uji kausalitas granger.

### D. Pengujian Kausalitas Granger

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

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

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

#### E. 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 menaikkan 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 H0 ditolak dan H1 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 menaikkan 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 H0 dan menerima H1 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 sebesar 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 diartikan 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 H0 dan menerima H1 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 H0 dan menerima H1 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 H0 ditolak dan H1 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 H0 dan menerima H1 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 menunjukan bahwa t-statistik JUB sebesar 3.84072 lebih besar dari 1.98 yaitu, menerima H0 dan menolak H1 atau dengan kata lain, variabel JUB tidak memiliki berpengaruh secara signifikan terhadap OBL dalam jangka panjang.

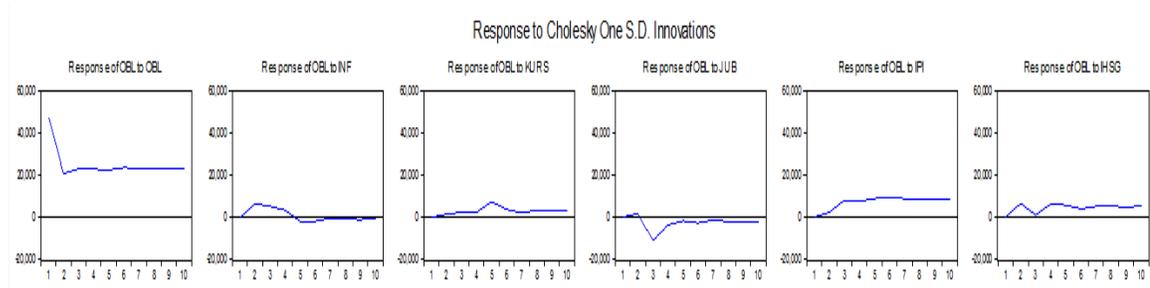
Hasil jangka panjang pada variabel IPI memiliki pengaruh positif signifikan terhadap OBL, yaitu sebesar 8759.05. Artinya, kenaikan IPI sebesar satu poin di tahun sebelumnya, maka akan menaikkan OBL sebesar 8759.05 poin. Karena IPI menggambarkan perekonomian secara rill sehingga ketika IPI atau pendapatan 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, H0 diterima dan H1 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, H0 ditolak dan H1 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.

#### F. 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. Respons positif ini sudah terjadi pada periode pertama. Namun pada periode kedua mengalami penurunan, akan tetapi respons 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 respons 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 respons 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 respons 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 respons 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.

## G. Analisis Variance Decomposition

**Tabel 16**  
**Hasil Variance Decomposition**

Varian Decom positio n of OBL: 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.

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan data, penulis memperoleh kesimpulan yakni sebagai berikut:

1. Terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara obligasi syariah dengan inflasi, kurs, jumlah uang beredar, pendapatan nasional dan harga saham. Begitu juga dengan obligasi konvensional terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang dengan inflasi, kurs, jumlah uang beredar, pendapatan nasional dan harga saham.
2. Hasil dari analisis *impulse response function* menunjukkan bahwa response negatif terhadap guncangan obligasi syariah adalah; jumlah uang beredar dan harga saham. Sedangkan response positif terhadap guncangan obligasi syariah adalah; obligasi syariah, inflasi, kurs, dan pendapatan nasional.
3. Hasil dari analisis *impulse response function* menunjukkan bahwa response negatif terhadap guncangan obligasi konvensional adalah; jumlah uang beredar. Sedangkan response positif terhadap guncangan obligasi konvensional adalah; obligasi konvensional, inflasi, kurs, pendapatan nasional dan harga saham.
4. Hasil dari analisis *variance decomposition* pada obligasi syariah diperoleh hasil bahwa variabel yang paling mempengaruhi *volatilitas forecast error* dari nilai obligasi syariah (*sukuk*) sesuai dengan urutan terbesar yakni SUK, JUB, IHSG, KURS, INF, dan IPI.
5. Hasil dari analisis *variance decomposition* pada obligasi konvensional diperoleh hasil bahwa variabel yang paling mempengaruhi *volatilitas forecast error* dari nilai obligasi syariah (*sukuk*) sesuai dengan urutan terbesar yakni OBL, IPI, IHSG, JUB, KURS dan INF.

#### **Implikasi dan Saran**

1. Merujuk pada kesimpulan dari hasil penelitian ini dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi pemerintah dalam mengeluarkan kebijakan terkait dengan penerbitan nilai outstanding obligasi syariah korporasi dan obligasi konvensional di Indonesia.
2. Merujuk pada kesimpulan dari hasil penelitian ini dapat dijadikan bahan informasi bagi investor dalam melakukan investasi agar dapat memperhatikan faktor-faktor yang berpengaruh dalam pergerakan nilai outstanding obligasi syariah dan obligasi konvensional. Sehingga dapat menentukan langkah yang tepat dalam mengambil keputusan.
3. Penelitian tentang obligasi syariah (*sukuk*) agar semakin banyak dilakukan khususnya dari sisi makro ekonomi oleh peneliti selanjutnya, dengan harapan bisa menjadi bahan referensi yang bisa digunakan dalam penelitian yang akan datang.

#### **Pengakuan**

Penelitian ini masih jauh dari kata sempurna, mungkin penjelasan yang kurang rinci dan perbandingan dengan penelitian terdahulu yang masih terbatas.

#### **Referensi**

- Abdi, M. (2017). *Do macroeconomic variables effects stock-sukuk correlation in the regional markets? Evidence from the GCC countries based on DOLS and FM-OLS*, MPRA paper No. 797.53, posted 19 June 2017.
- Alam, N., Baiti, M., & Wong, J. TF. (2018), *Assessing Sukuk Defaults Using Value-at-risk Techniques*, *Journal Managerial Finance* Vol.44, No.6, 2018.
- Aman, A. U., Naim, A. M. & Isa, M. Y. (2019), *What Determines Sukuk Market Development? New Theoretical Insight*, *Jurnal Global Review of Islamic Economics and Business*, Vol. 7 No. 1 (2019) 021-027.
- Ardiansyah, L. (2017). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia, *Jurnal Al-Muzara'ah* Vol.5, No.1, 2017.
- Basyariah, N. (2014). Analisis Interaksi Antara Nilai Emisi Sukuk Dengan Nilai Obligasi, Nilai Emisi Saham, BI-Rate, IHSG, Dan Inflasi Di Indonesia 2010:01-2013:03, Tesis Program

- Studi Ilmu Ekonomi, Magister Sains dan Doktor Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gajah Mada.
- Burhanuddin, S. 2009. Pasar Modal Syariah (Tinjauan Hukum). Yogyakarta. UII Pers Yogyakarta.
- Case&Fair. 2006. Prinsip-Prinsip Ekonomi. Jakarta:Penerbit Erlangga.
- Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Laurent. (2011). *Do Markets Perceive Sukuk and Conventional Bonds as Different Financing Instrument?*, *BOFIT Discussion Papers* 6/2011
- Ekananda,Mahyus. 2016. Analisis Ekonometrika Time Series. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Sherif, M., & Erkol, C. T. (2017). *Sukuk and Conventional Bonds: Shareholder Wealth Perspective*, *Journal of Islamic Accounting and Business Reserch*, 24 Juli 2017.
- Fatah, D. A., (2011). Perkembangan Obligasi Syariah (sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan. *Innovatio*, X (2), hal. 281-301.
- Faturahman, H. & Fitriati, R. (2013). *Comparative Analisis of Return on Sukuk and Conventional Bonds*, *American Journal of Economics* 2013, 3 (3): 159-163.
- Fauzan, M, & Suhendra. 2018. Peran Pasar Modal Syasiah Mendorong Laju Pertumbuhan Di Indonesia. HUMAN FALAH: Volume 5. No.1 Januari-Juni 2018.
- Faiza, N. A. R., & Shafiyatun. (2018). Pengaruh Nilai Outsanding Sukuk Korporasi Terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia (Periode Triwulanan Tahun 2011-2017), *Jurnal eL-Qist* Volume 08,No. 01, April 2018 ISSN 2252-7907.
- Ghauri, S. M. K., Rasihid, A. & Masood, O. (2015). *Relationship between Macroeconomics Variabel and Net Asset Value (NAV) of Islamic Equity Funds: Evidence from Pakistan*. *Journal of Islamics Financial Studies* ISSN (2469-259x) *J. Islam. Fin. Stud.* 1. No.1 (Dec-2015).
- Grassa, R. & Miniiaoui, H. (2017). *Corporate Choise between Conventional bond and Sukuk Issuance Evidence from GCC Countries*. *Research in International Business and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.179>.
- Ichandi, F.F, Rahmawati, R. & Wulandari, Y. (2014). Peramalan Laju Inflasi dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar Amerika Menggunakan Model *Vector Autoregression* (VAR). *Jurnal Gaussian*, Volume 3, Nomor 4, Thun 2014.
- Indari,Y. (2018). Pengaruh Kapitalisasi Jakarta *Islamic Index* (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Terhadap *Outstanding* Sukuk Korporasi Di Indonesia Tahun 2015-2017. *Jurnal Studi Islam: Medina-Te*, Vol.19 Nomor 2, Desember 2018.
- Karatas,V. (2016). *“Market Perception Of Liquid Sovereign Sukuk : A New Asset Class?”*, *International Journal Of Islamis and Middle Estern Finance and Management*, Vol.9 ISS 1 PP.
- Khoutem, D. (2014). *Islamic Banks-Sukuk Markerts Relationship and Economic Development The Case on the Tunisian Post-Revaluation*, *Journal of Islamic Accounting and Business Research* Vol.5, No.1, 2014.
- Kholis, M., Astuti, D., & Febrianti, R. (2016). Hubungan Antara Pendapatan Nasional Dan Investasi Di Indonesia (Suatu Kajian Ekonomi Makro dengan Model VAR). *Jurnal Organisasi dan Managemen*, Volume 12, Nomor 1, Maret 2016 hlm 65-78.
- Mohamed, H. H., Masih, M. & Bach, O. I. (2015). *Why do Issuers Issue Sukuk or Conventional bond? Evidence from Malaysia Listed Firms using Partial Adjusment Models*. *Pasific-Basin Finance Journal* 34 (2015) 233-252.
- Mishkin,Federic. 2008. *The Economic Of Money, Banking and Financial Market* (Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan) Edisi 8. Jakarta: Salemba Empat.

- Nasir, A. & Farooq, U. (2017), “*Analysis of Value at Risk of Sukuk and Conventional Bond in Pakistan*”, *Journal of Islamis Accounting and Business Research*, vol.8 Issue:4 pp.375.388.
- Nazwar, Chairul. (2008). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Retun Saham Syariah Di Indonesia. WAHANA HIJAU Jurnal Perencanaan & Pembangunan Wilayah, Vol.4 No.1 Agustus 2008.
- Noviana, L. & Solovida, G. T. (2018). Pengaruh Likuiditas, *Leverage*, Rating Obligasi Syariah, Risiko Obligasi Syariah Terhadap Yield Obligasi Syariah (Sukuk). *Stability Journal of Management & Business* Vol 1 No. 2 Tahun 2010.
- Othman, (2018). “*Identification of Macroeconomic Determinants for Diversification and Instrument Strategy for Islam Unit Trust in Malaysia*”, *International Journal of Emerging Market*.
- Qizam, I., Fong, M. (2019). *Developing Financial Disclosure Quality in Sukuk and Bond Market: Evidence from Indonesia, Malaysia, and Australia*, *Borsa Istanbul Review* <http://doi.org/10.1016/j.bir.2019.05.002>
- Rahman Faizul,dkk (2016). Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi, dan BI-Rate Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005. *Jurnal Manajemen*, Volume 8, (1), 2016.
- Reksoprayitno,Soediyono. 2009. Pengantar Ekonomi Makro Edisi 6. BPFE. Yogyakarta.
- Parisi, S. Al., & Rusydiana, A. S. (2016). *The Comparison of Sukuk and Bond Absorption; Deficit Budget Financing in Indonesia*, *Journal Tazkia Islamic Finance and Business Review* Volume 10, no. 2.
- International Shari’ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA). 2015. Sistem Keuangan Islam Prinsip&Oprasi. Jakarta: Rajawali Pers.
- Savitri, E. (2015). Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia Tahun 2009-2013, *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Volume 3, Nomor 4, Desember 2015.
- Siswanto, D. (2012). *Is “not-real” Price Law ful? The Case of Islamic (Sukuk) Mutual funds in Indonesia During Financial Crisis*, *Journal of Islamis Accounting and Business Research*, Vo.3 No.2.2010.
- Suriani. Majid, M. S. Abd., Masbar, R. & Wahid, N. A. (2018). *Macroeconomic Determinants of The Capital Market in Indonesia : A comparative Anaysis between Sukuk and Market. Intrntional Journnal of Academic Research Economics and Management Sciences. Vol 7, No.2 April 2018. E-ISSN: 2226-3624.*
- Suciningtias, S. (2019). *Macroeconomics Impacts on Sukuk Performance in Indonesia Co-integration an Vector Error Corection Model Approach*, *Journal of Islamic Finance (Special Issue)* 117-130.
- Sudarsono, H. (2018). Indikator Makroekonomi dan Pengaruhnya Terhadap Indeks Harga Saham Indonesia, *Esensi: Jurnal Bisnis dan Manajemen* Vol.8, No.2.
- Sudaryanti, N., Mahfudz, A. A., & Wulandari, R. (2011). Analisis Determinan Peringkat Sukuk Dan Peringkat Obligasi di Indonesia, *Jurnal TAZKIA Islamic Finance & Business Review* Vol.6, No.2, Agustus-Desember 2011.
- Sulistiana, I & Sunar, H. (2017). *Model Vector Autoregression (VAR) and Vector Error Correction Model (VECM) Approach for Domestic Product (GDP), World World Tin Price, Bi Rate and Rupiah Exchange Ratye*. *IJABBE : Integrated Journal od Business and Economics*, ee-ISSN 2549-3280.

- Suseno & Simorangkir. (2004). Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK). Seri Kebanksentralan No.12. Bank Indonesia.
- Sutawijaya, A., & Lestari, E. P. (2013). Penerapan Metode Vectore Autoregression Dalam Interaksi Kebijakan Fiskal dan Moneter di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Volume 14, Nomor 1, Juni 2013, hlm 66-77.
- Tjipono Darmadji & Hendy M Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal Di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta. Salemba Empat.
- Wafa, M. (2010). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-1 (Periode Maret 2009-Juni 2010) *La\_Riba Jurnal Ekonomi Islam* Volume IV, No.2 Desember 2010.
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasi Disertai Panduan Eviews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Yuliana & Samsudin (2010), Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI), *DAYA SAING Jurnal Ekonomi Manajemen Sumber Daya*, Vol.11, no.2 PP.143-156, Des-2010.
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2009. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwelan IV-2008 [Internet]. [Diunduh 2019 April 10]. Tersedia pada: <http://www.bps.go.id>
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2019. Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Bulanan Indonesia [Internet]. [Diunduh 2019 April 23]. Tersedia pada: <http://www.bps.go.id>
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2019. Angka Indeks Produksi Industri Manufaktur. [Internet]. [Diunduh 2019 Maret 23]. Tersedia pada: <http://www.bps.go.id>
- [KEMENPERIN] Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. Indeks Manufaktur Anjlok ke Titik Terendah. [Internet]. [Diakses 2019 April 22]. Tersedia pada: <http://www.kemeperin.go.id>
- MUI. 2001. *Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No.32/DSN-MUI/IV/2002*. Jakarta: MUI
- MUI. 2003. *Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No.40/DSN-MUI/X/2003* tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. [Internet]. [Diakses 2019 April 23]. Tersedia pada: <http://www.dsnmui.or.id>
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2017. SEJARAH PASAR MODAL SYARIAH. [Internet]. [Diakses 2019 April 9]. Tersedia pada: <http://www.ojk.go.id>
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2016. Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019: Membangun Sinergi Untuk Pasar Modal yang Tumbuh, Stabil, dan Berkelanjutan. Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan: Jakarta.