

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obligasi Negara Seri FR0058

Obligasi Negara Seri FR0058 merupakan surat utang pemerintah Indonesia yang diterbitkan melalui Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia dengan *ISIN code* IDG000009705 dan *short code* FR0058. Obligasi ini *listing* pada 22 Juli 2011 dan jatuh tempo pada 15 Juni 2032. (PT. KSEI, 2019).

Adapun nominal dari obligasi ini sebesar 42.798.000.000.000,- (empat puluh dua triliun tujuh ratus sembilan puluh delapan miliar rupiah) dengan kupon atau tingkat pengembalian tetap (*fix interest rate*) sebesar 8,25 persen. Kupon dibagikan setiap enam bulan sekali. (PT. KSEI, 2019).

Tabel 4.1
Gambaran Umum Obligasi FR0058

1	<i>Security Name</i>	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0058
2	<i>Issuer</i>	Pemerintah Republik Indonesia
3	<i>ISIN Code</i>	IDG000009705
4	<i>Short Code</i>	FR0058
5	<i>Type</i>	<i>Government Bonds</i>
6	<i>Listing Date</i>	22 Juli 2011
7	<i>Nominal</i>	42,798,000,000,000.00
8	<i>Mature Date</i>	15 Juni 2032
9	<i>Interest/Disc Rate</i>	8.25%
10	<i>Interest Type</i>	FIXED
11	<i>Interest Frequency</i>	SEMI-ANNUAL
12	<i>Currency</i>	IDR

Sumber: PT. KSEI, 2019.

4.2 Gambaran Umum Sukuk Ritel Negara Seri SR-002

Sukuk ritel negara seri SR-002 merupakan surat utang syariah yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia melalui Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan. Penerbitan sukuk ini dilakukan pada 11 Februari 2010 dengan jatuh tempo sampai pada 10 Februari 2013. Adapun nilai total dari penerbitan sukuk ini adalah sebesar Rp8.033.860.000.000,-. Gambaran umum mengenai sukuk ritel SR-002 adalah sebagai berikut.

Tabel 4.2
Gambaran Umum Sukuk Ritel Seri SR-002

1	Nominal Penerbitan	Rp8.033.860.000.000
2	Tingkat Imbalan	8,70% pertahun (<i>fixed rate</i>)
3	Tanggal Penerbitan/ Setelmen	10 Februari 2010
4	Tanggal Jatuh Tempo	10 Februari 2013
5	Jangka Waktu	3 tahun
6	Sifat Perdagangan	Dapat diperdagangkan di pasar sekunder setelah <i>holding period</i> selama 1 bulan
7	Akad	<i>jarah Asset to be Leased</i>
8	<i>Underlying Asset</i>	Proyek APBN dan Barang Milik Negara

4.3 Gambaran Umum Sukuk Ritel Negara Seri SR-005

Sukuk ritel negara seri SR-005 merupakan surat utang syariah yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia melalui Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan. Penerbitan sukuk ini dilakukan pada 25 Februari 2013 dan jatuh tempo sampai pada 27 Februari 2016. Adapun nilai total dari penerbitan sukuk ini adalah sebesar Rp14.968.875.000.000,-. Gambaran umum mengenai sukuk ritel SR-005 adalah sebagai berikut.

Tabel 4.3
Gambaran Umum Sukuk Ritel Seri SR-005

1	Nominal Penerbitan	Rp14.968.875.000.000
2	Tingkat Imbalan	6% pertahun (<i>fixed rate</i>)
3	Tanggal Penerbitan/ Setelmen	25 Februari 2013
4	Tanggal Jatuh Tempo	27 Februari 2016
5	Jangka Waktu	3 tahun
6	Sifat Perdagangan	Dapat diperdagangkan di pasar sekunder setelah <i>holding period</i> selama 1 bulan
7	Akad	jarah <i>Asset to be Leased</i>
8	<i>Underlying Asset</i>	Proyek APBN dan Barang Milik Negara

4.4 Gambaran Umum Sukuk Ritel Negara Seri SR-008

Sukuk ritel negara seri SR-008 merupakan surat utang negara syariah yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia melalui Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan. Masa penawaran sukuk ini dilakukan pada 19 Februari sampai 4 Maret 2016 melalui 26 agen penjual yang terdiri dari 20 bank dan 6 perusahaan efek yang ditunjuk oleh pemerintah Indonesia (DJPPR Kementerian Keuangan, 2019).

Selama masa penawaran, pemerintah melalui Kementerian Keuangan melaporkan hasil penjualan dan penjatahan Sukuk Ritel Negara Seri SR-008 sebesar Rp. 31.500.000.000.000,00 (tiga puluh satu triliun lima ratus miliar rupiah). Sementara jumlah investor yang membeli sukuk tersebut adalah 48.444 orang (DJPPR Kementerian Keuangan, 2019). Berikut adalah informasi lebih lengkap lagi mengenai Sukuk Ritel Seri SR-008.

Tabel 4.4
Gambaran Umum Sukuk Ritel Seri-008

1	Nominal Penerbitan	Rp31.500.000.000.000,00
---	--------------------	-------------------------

2	Tingkat Imbalan	8,30% pertahun (<i>fixed rate</i>)
3	Tanggal Penerbitan/ Setelmen	10 Maret 2016
4	Tanggal Jatuh Tempo	10 Maret 2019
5	Pembayaran Imbalan	Tanggal 10 setiap bulan
6	Sifat Perdagangan	Dapat diperdagangkan di pasar sekunder setelah <i>holding period</i> selama 1 bulan
7	Akad	jarah <i>Asset to be Leased</i>
8	<i>Underlying Asset</i>	Proyek APBN 2016 dan Barang Milik Negara

Sumber: DJPPR Kementerian Keuangan, 2019

4.5 Uji Stasioneritas

Langkah awal dalam melakukan pengujian data *time series* adalah uji *unit root test* atau uji akar unit. Uji *unit root test* dilakukan untuk mengetahui data yang diuji stasioner atau tidak. Untuk mendapatkan hasil regresi yang baik dan benar, data yang digunakan dalam penelitian harus stasioner. Data penelitian berpotensi tidak stasioner dikarenakan terdapat *unit root* pada tingkat level. Maka dari itu, perlu dilakukan uji stasioneritas data.

Dalam melakukan uji stasioneritas, cara untuk mengetahui data stasioner atau tidak adalah dengan membandingkan antara nilai *augmented dickey fuller* (ADF) dan nilai kritis (*test critical value*). Jika nilai ADF lebih besar dari pada nilai kritis lima persen (5%), maka tidak terdapat *unit root* atau data sudah stasioner. Begitu sebaliknya, jika nilai ADF lebih kecil dari pada nilai kritis lima persen (5%), maka terdapat *unit root* atau data tidak stasioner. Berikut adalah hasil uji stasioneritas data pada tingkat level dalam penelitian ini.

Tabel 4.5
Hasil Uji Stasioneritas Data pada Tingkat Level

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis MacKinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
YObligasi	-2.233233	-3.503049	-2.893230	-2.583740	Tidak Stasioner

Ysukuk	-4.458236	-3.503049	-2.893230	-2.583740	Stasioner
Inflasi	-2.040992	-3.503049	-2.893230	-2.583740	Tidak Stasioner
IPI	-0.562581	-3.504727	-2.893956	-2.584126	Tidak Stasioner
SBR	-2.354261	-3.503049	-2.893230	-2.583740	Tidak Stasioner
Kurs	-1.488671	-3.503049	-2.893230	-2.583740	Tidak Stasioner
IHSG	-0.581896	-3.503049	-2.893230	-2.583740	Tidak Stasioner

Tabel di atas menjelaskan bahwa hanya variabel Yield Sukuk saja yang stasioner, sedangkan variabel Yield Obligasi, Inflasi, IPI, SBR, Kurs dan IHSG tidak stasioner pada tingkat level. Variabel Yield Sukuk mempunyai nilai ADF yang lebih tinggi dari nilai kritis MacKinnon. Sedangkan untuk variabel Yield Obligasi, Inflasi, IPI, SBR, Kurs dan IHSG mempunyai nilai ADF lebih rendah dari nilai kritis MacKinnon. Dengan demikian, uji stasioneritas data harus dilanjutkan pada tingkat *first difference*. Adapun hasil pengujian pada tingkat *first difference* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Stasioneritas Data pada Tingkat *First Difference*

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis MacKinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
YObligasi	-9.739371	-3.503879	-2.893589	-2.583931	Stasioner
Ysukuk	-12.63320	-3.503879	-2.893589	-2.583931	Stasioner
Inflasi	-9.473725	-3.503879	-2.893589	-2.583931	Stasioner
IPI	-12.17055	-3.504727	-2.893956	-2.584126	Stasioner
SBR	-9.543694	-3.503879	-2.893589	-2.583931	Stasioner
Kurs	-11.02171	-3.503879	-2.893589	-2.583931	Stasioner
IHSG	-8.810263	-3.503879	-2.893589	-2.583931	Stasioner

Berdasarkan uji stasioneritas data pada tingkat *first difference* sebagaimana tabel di atas, menunjukkan bahwa semua variabel yang di uji yaitu Yield Obligasi, Yield Sukuk, Inflasi, IPI, SBR, Kurs dan IHSG sudah stasioner. Hal ini dapat dilihat dari nilai mutlak t-ADF lebih besar dari pada nilai mutlak *MacKinnon Critical Values* pada taraf nyata 1%, 5% dan 10%.

Jika semua data sudah dinyatakan stasioner, maka dapat melanjutkan pada tahap pengujian yang selanjutnya. Dalam penelitian ini, karena berdasarkan uji stasioneritas diperoleh hasil bahwa tidak semua data stasioner pada tingkat level, maka model estimasi yang dipilih adalah *Vector Error Correctio Model* (VECM).

4.6 Uji Lag Optimal

Dalam menentukan lag optimal, menggunakan kriteria *final prediction error correction* (FPE) atau nilai terkecil dari AIC, SC dan HQ dari beberapa lag yang diajukan. Berikut adalah tabel hasil pengujian *lag* optimal.

Tabel 4.7
Hasil Uji Lag Optimal.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1837.731	NA	1.67e+10	43.40543	43.60659	43.48634
1	-1404.299	785.2774	1980258.*	34.35997	35.96924*	35.00726*
2	-1373.105	51.37841	3078419.	34.77893	37.79632	35.99261
3	-1345.566	40.82206	5406387.	35.28390	39.70941	37.06397
4	-1294.736	66.97601	5810400.	35.24084	41.07447	37.58729
5	-1235.447	68.35649*	5564924.	34.99875	42.24050	37.91158
6	-1177.608	57.15881	6223249.	34.79077	43.44063	38.26999
7	-1123.732	44.36838	9111948.	34.67604	44.73402	38.72164
8	-1047.973	49.91183	10411303	34.04642*	45.51251	38.65840

Keterangan: tanda asterik (*) menunjukkan *lag* optimal terpilih.

Berdasarkan hasil uji lag optimal sebagaimana terlihat pada tabel di atas, menunjukkan bahwa jumlah dari AIC, SIC dan HQ terkecil dan terdapat tanda asterik (*) berada pada *lag* 1 (satu). Dengan demikian, lag yang dipilih adalah *lag* 1.

4.7 Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi bertujuan untuk melihat hubungan jangka panjang atau keseimbangan antar variabel. Pengujian kointegrasi dalam penelitian ini menggunakan metode *Johansen Cointegration Test*. Adapun hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 4.8
Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.561706	275.9902	134.6780	0.0000
At most 1 *	0.480259	202.5772	103.8473	0.0000
At most 2 *	0.365419	144.3335	76.97277	0.0000
At most 3 *	0.322610	103.8571	54.07904	0.0000
At most 4 *	0.271716	69.19087	35.19275	0.0000
At most 5 *	0.237354	40.97219	20.26184	0.0000
At most 6 *	0.172545	16.85665	9.164546	0.0015

Berdasarkan hasil uji kointegrasi Johansen di atas, di dapatkan hasil bahwa *trace statistic 0 (none)* sebesar $275.9902 > 134.6780$ *critical value at 5%*, yang berarti bahwa terdapat kointegrasi. Artinya, diindikasikan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara variabel makro ekonomi (Inflasi, IPI, SBR, Kurs, ISGH) terhadap Yield Obligasi dan Yield Sukuk. Dengan adanya kointegrasi dan data yang tidak stasioner pada tingkat level, maka langkah yang diambil adalah estimasi model VECM.

4.8 Estimasi VECM

Dalam melakukan estimasi VECM, didasarkan pada uji kointegrasi yang dilakukan sebelumnya yang mengindikasikan adanya kointegrasi dalam sistem VAR. Model VECM mengestimasi keseimbangan dalam jangka pendek dan jangka panjang antar variabel yang diuji. Selain itu, model VECM juga mengukur *error correction*, yaitu kecepatan variabel bergerak menuju keseimbangan dalam jangka panjang. Selain itu, estimasi VECM juga mengukur seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen melalui nilai koefisiennya.

Untuk mengetahui apakah variabel independen mempengaruhi variabel dependen, yaitu dengan membandingkan antara nilai *t*-statistik dan nilai *t*-tabel. Variabel independen dikatakan berpengaruh terhadap variabel dependen jika nilai *t*-statistiknya lebih besar dari nilai *t*-tabelnya, dan begitu sebaliknya. Dalam penelitian ini, jumlah periode waktu penelitian adalah 93 maka nilai dari *t*-tabel untuk $df = 93$ adalah 1% = 2.36, 5% = 1.98 dan 10% = 1.66. Berikut adalah hasil estimasi VECM dalam penelitian ini.

4.8.1 Estimasi VECM Dalam Jangka Panjang

4.8.1.1 Yield Obligasi

Tabel 4. 9
Hasil Estimasi Yield Obligasi dalam Jangka Panjang

Variabel Independen	Koefisien	T-Statistik
Inflasi	-0.021	-2.47***
IPI	-0.020	-1.11
SBR	-4.862	-0.92

Kurs	0.0005	5.25***
IHSG	-0.0005	-3.44***
R-squared		0.528
F-statistic		19.539
Akaike IC		1.899

*Catatan: ***, **, dan * mengindikasikan signifikan pada level 1%, 5%, dan 10%.*

Sumber: Analisis penulis.

Dalam jangka panjang, Yield Obligasi dipengaruhi oleh Inflasi, Kurs, dan IHSG. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chionis *et al.* (2014); Sowmya dan Prasanna (2018) dan Handayani dan Artini (2019). Inflasi berpengaruh negatif terhadap Yield Obligasi. Temuan ini sesuai dengan transmisi mekanisme moneter, yaitu ketika Inflasi naik akan menaikkan tingkat suku bunga, kemudian menaikkan harga obligasi dan menurunkan Yield Obligasi. Harga obligasi berhubungan terbalik dengan Yield Obligasi (Mishkin, 2016). Maka dari itu, pemerintah harus lebih bisa menjaga kestabilan Inflasi sebab kenaikan Inflasi menurunkan Yield Obligasi dalam jangka panjang.

IHSG berpengaruh negatif terhadap Yield Obligasi. Hubungan antara IHSG dan Yield Obligasi adalah substitusi. Artinya, ketika IHSG naik para investor akan memindahkan dananya yang ada pada Obligasi. Sebab investor berfikir bahwa investasi di sektor saham akan lebih menguntungkan dibanding di sektor obligasi, begitu juga sebaliknya.

Sedangkan Kurs berpengaruh positif terhadap Yield Obligasi. Ini menunjukkan bahwa investor luar negeri masih dominan di pasar obligasi. Sehingga ketika ada dana asing masuk, Kurs akan menguat dan pada akhirnya akan menaikkan Yield Obligasi. Maka dari itu, pemerintah harus mampu

menajaga kestabilan Kurs sebab Kurs berpengaruh positif terhadap Yield Obligasi.

Sementara IPI dan SBR tidak berpengaruh terhadap Yield Obligasi. Temuan ini sejalan dengan Ahmad *at al.* (2009) dan Rahman dan Sam'ani (2013). Dalam beberapa tahun terakhir, terutama pada periode penelitian ini dilakukan, pertumbuhan ekonomi Indonesia pergerakannya cenderung menurun. Lesunya ekonomi Indonesia dominan dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti adanya perang dagang antara China dan Amerika Serikat. Hal ini menjadikan pertumbuhan ekonomi melambat sehingga tidak mempengaruhi Yield Obligasi.

Sedangkan SBR tidak berpengaruh terhadap Yield Obligasi dalam jangka panjang karena *shock* dari kenaikan atau penurunan SBR lebih pada jangka pendek. Ketika SBR naik atau turun, akan langsung direspon oleh pasar modal, baik pasar saham maupun pasar obligasi. Namun ini *shock* tersebut hanya berlaku dalam jangka pendek, tidak dalam jangka panjang.

4.8.1.2 Yield Sukuk

Tabel 4.10
Hasil Estimasi Yield Sukuk dalam Jangka Panjang

Variabel Independen	Koefisien	T-Statistik
Inflasi	-0.007	-0.65
IPI	-0.016	-0.66
SBR	7.455	1.06
Kurs	0.0003	2.57***
IHSG	-0.0006	-3.007***
R-squared		0.250
F-statistic		5.814
Akaike IC		2.460

*Catatan: ***, **, dan * mengindikasikan signifikan pada level 1%, 5%, dan 10%.*

Sumber: Analisis penulis.

Dalam jangka panjang, Yield Sukuk dipengaruhi oleh Kurs dan IHSG. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Handayani dan Artini (2019) dan Handayani dan Artini (2019). Kurs berpengaruh positif terhadap Yield Sukuk. Hal ini menandakan bahwa investor dari pasar sukuk banyak dari luar negeri sehingga ketika ada dana asing masuk akan menguatkan Kurs dan berdampak positif terhadap Yield Sukuk. Maka dari itu, pemerintah harus mampu menjaga kestabilan Kurs sebab Kurs berdampak positif terhadap Yield Sukuk.

IHSG berpengaruh Negatif terhadap Yield Sukuk. Seperti halnya obligasi, hubungan antara IHSG adalah substitusi. Ketika IHSG naik, maka investor akan memilih berinvestasi pada pasar saham. Begitu sebaliknya, ketika Yield Sukuk naik, investor akan memilih berinvestasi pada pasar Sukuk.

Inflasi, IPI dan SBR tidak berpengaruh terhadap Yield Sukuk dalam jangka panjang. Investor Sukuk tidak terpengaruh oleh instrumen moneter seperti suku bunga yang juga dalam mekanisme transmisi berhubungan dengan Inflasi. Jadi meskipun suku bunga tinggi atau rendah, tidak mempengaruhi perilaku investor di pasar Sukuk. Sedangkan IPI, dalam beberapa tahun terakhir pertumbuhan ekonomi Indonesia cenderung melambat sehingga tidak berpengaruh terhadap Yield Sukuk. IPI yang merupakan sektor riil sehingga sentimennya tidak begitu direspon oleh investor dibandingkan sentimen dari sektor lain.

4.8.2 Estimasi VECM Dalam Jangka Pendek

4.8.2.1 Yield Obligasi

Tabel 4.11

Hasil Estimasi Yield Obligasi dalam Jangka Pendek

Variabel Independen	Variabel Dependen					
	DyieldObl	Dinf	DIPI	DSBR	Dkurs	DIHSG
Constant	0.026 [0.63]	0.244 [0.60]	0.604 [1.59]	1.62 [0.02]	94.92 [3.03]***	28.51 [1.53]
DYieldObl(-1)	0.018 [0.16]	-1.448 [-1.33]	0.663 [0.65]	3.16 [0.01]	155.68 [1.86]*	-0.213 [-0.00]
DInf(-1)	-0.006 [-0.62]	0.051 [0.49]	-0.018 [-0.19]	-0.0001 [-0.60]	-2.662 [-0.33]	-3.485 [-0.74]
DIPI(-1)	-0.010 [-1.05]	-0.059 [-0.61]	0.135 [1.18]	7.45 [0.40]	-5.152 [-0.62]	-1.280 [-0.27]
DSBR(-1)	-11.668 [-2.04]**	13.066 [0.23]	17.672 [0.33]	0.091 [0.80]	-1286.1 [-0.30]	4798.3 [1.89]*
Dkurs(-1)	-7.81 [-0.53]	-0.001 [-1.18]	-0.003 [-2.23]**	-2.41 [-0.08]	-0.251 [-2.20]**	-0.059 [-0.90]
DIHSG(-1)	-0.0006 [-2.71]***	-0.002 [-0.95]	-0.001 [-0.90]	4.38 [1.00]	-0.462 [-2.65]***	0.138 [1.28]
Error Correction Term (ECT)	-0.136 [-1.77]*	-0.155 [-2.60]***	-0.921 [-6.33]***	-0.209 [-2.87]***	-0.065 [-1.00]	-0.167 [-2.79]***
R-squared	0.163	0.164	0.415	0.124	0.168	0.150
F-statistic	2.316	2.332	8.421	1.683	2.405	2.105
Akaike IC	0.981	5.529	5.417	-6.969	14.232	13.191

Catatan: Nilai dalam [] adalah *t*-statistik. ***, **, dan * mengindikasikan signifikan pada level 1%, 5%, dan 10%.

Sumber: Analisis penulis.

Berdasarkan hasil estimasi jangka pendek di atas, pembahasan akan fokus pada variabel dependen Yield Obligasi. Dalam jangka pendek, Yield Obligasi dipengaruhi oleh SBR dan IHSG. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ahmad *at al.* (2009) dan Utama dan Agesy (2016). SBR berpengaruh negatif terhadap Yield Obligasi. Sesuai dengan mekanisme transmisinya, ketika suku bunga naik akan menaikkan harga obligasi dan kemudian

menurunkan Yield Obligasi. Harga obligasi berhubungan terbalik dengan Yield Obligasi (Mishkin, 2016). IHSG berpengaruh negatif terhadap Yield Obligasi karena antara pasar saham dan pasar obligasi merupakan substitusi.

Sedangkan Inflasi, IPI dan Kurs tidak berpengaruh terhadap Yield Obligasi dalam jangka pendek. Inflasi dan IPI merupakan indikator yang dijadikan oleh investor dalam jangka panjang. Pengumuman angka Inflasi dan IPI dilakukan pada periode berikutnya sehingga tidak berpengaruh secara langsung dalam jangka pendek. Sementara Kurs tidak berpengaruh karena para investor, terutama investor asing tidak merespon secara cepat ketika Kurs naik atau turun. Nilai koefisien ECT pada variabel dependen Yield Obligasi sebesar -0.136 menunjukkan bahwa semua *shock* yang terjadi akan menyesuaikan menuju kestabilan dalam jangka panjang.

4.8.2.2 Yield Sukuk

Tabel 4.12

Hasil Estimasi Yield Sukuk dalam Jangka Pendek

Variabel Independen	Variabel Dependen					
	DyieldSuk	Dinf	DIPI	DSBR	Dkurs	DIHSG
Constant	0.044 [0.60]	0.290 [0.70]	0.609 [1.61]	3.69 [0.04]	90.210 [2.84]***	29.398 [1.58]
DYieldSuk(-1)	-0.069 [-0.64]	-0.247 [-0.46]	0.401 [0.81]	-0.001 [-1.65]	56.519 [1.35]	-17.190 [-0.70]
DInf(-1)	0.0008 [0.04]	0.038 [0.35]	-0.012 [-0.12]	-0.0001 [-0.63]	-1.449 [-0.18]	-3.672 [-0.77]
DIPI(-1)	0.010 [0.59]	-0.055 [-0.56]	0.133 [1.17]	8.60 [0.47]	-2.721 [-0.31]	-0.784 [-0.16]
DSBR(-1)	14.835 [1.46]	1.647 [0.02]	7.139 [0.13]	0.086 [0.78]	-777.2 [-0.17]	3978.1 [1.56]

Dkurs(-1)	-0.0003 [-1.46]	-0.002 [-1.66]*	-0.003 [-2.29]**	2.84 [0.10]	-0.219 [-1.95]*	-0.057 [-0.91]
DIHSG(-1)	-0.0003 [-0.97]	-0.001 [-0.67]	-0.001 [-0.90]	4.10 [0.96]	-0.52 [-2.97]***	0.147 [1.36]
Error Correction Term	-0.404 [-3.77]***	-0.139 [-2.39]***	-0.919 [-6.40]***	-0.207 [-2.91]***	-0.014 [-0.23]	-0.151 [-2.52]***
R-squared	0.275	0.125	0.418	0.155	0.139	0.146
F-statistic	4.503	1.694	8.528	2.178	1.914	2.034
Akaike IC	2.117	5.575	5.411	-7.005	14.267	13.196

*Catatan: Nilai dalam [] adalah t-statistik. ***, **, dan * mengindikasikan signifikan pada level 1%, 5%, dan 10%.*

Sumber: Analisis penulis.

Berdasarkan hasil setimasi dalam jangka pendek sebagaimana tabel di atas, pembahasan akan fokus pada variabel dependen Yield Sukuk. Yield Sukuk dalam jangka pendek tidak dipengaruhi oleh Inflasi, IPI, SBR, Kurs dan IHSG. Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Anggraini (2011); Ahmad *at al.* (2009); Rahman dan Sam'ani (2013) dan Utama dan Agesy (2016). Hal ini menunjukkan bahwa, para investor sukuk merupakan investor dengan investasi dalam jangka panjang sehingga mereka tidak terpengaruh adanya *shock* dalam jangka pendek. Faktor lain, investor sukuk merupakan investor idealis yang ketika berinvestasi maka akan menggunakan prinsip sesuai dengan syariat Islam sehingga tidak terpengaruh oleh faktor-faktor lainnya.

4.9 Uji Impulse Response Function (IRF)

4.9.1 IRF Yield Obligasi

Setelah melakukan uji estimasi VECM, langkah selanjutnya yaitu melakukan uji *Impulse Response Function* (IRF). Fungsi dari uji IRF adalah untuk

melihat respon suatu variabel ketika ada guncangan pada variabel lain. Adapun hasil uji IRF dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4.13
Hasil Uji IRF Yield Obligasi
Response of D(YIELDOBL):

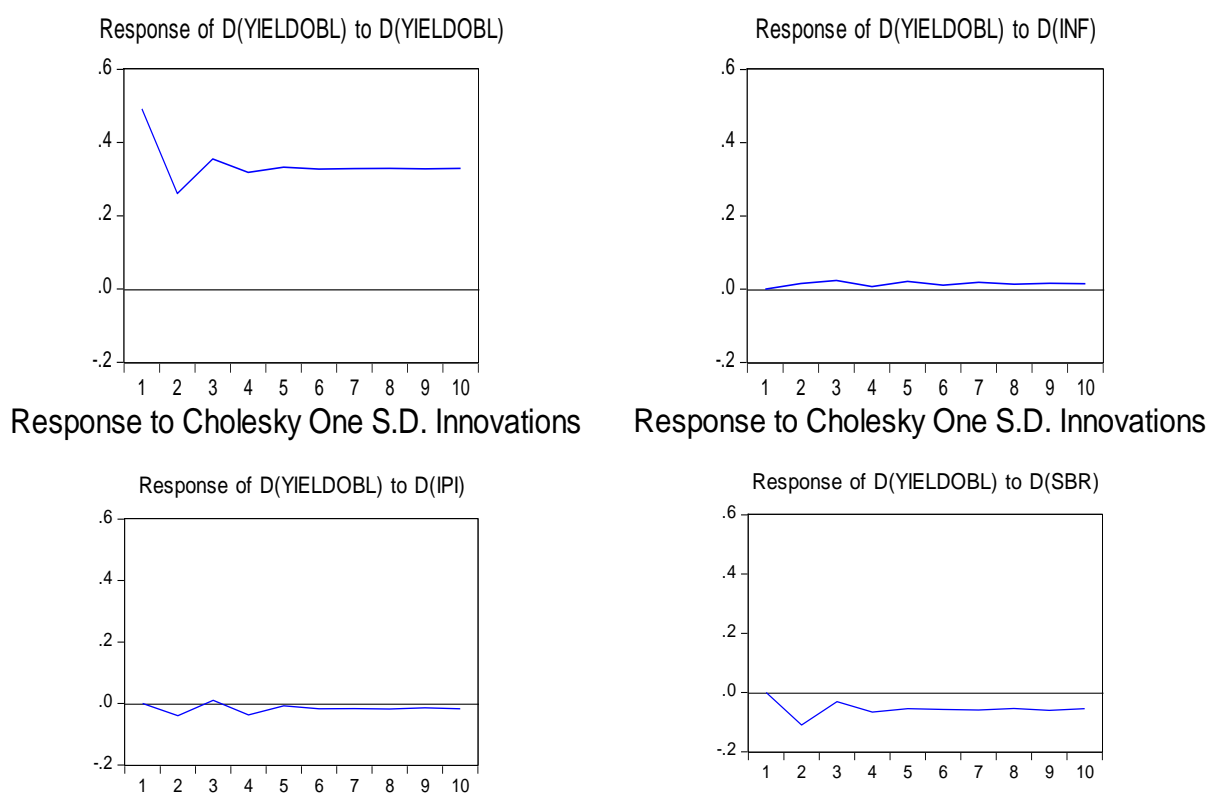
Period	D(YIELDOBL)	D(INF)	D(IPI)	D(SBR)	D(KURS)	D(IHSG)
1	0.491498	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.260656	0.015469	-0.040014	-0.110022	-0.013400	-0.095290
3	0.355002	0.023578	0.010255	-0.030936	0.001596	-0.015838
4	0.318255	0.007145	-0.037101	-0.066322	-0.014931	-0.064859
5	0.332881	0.021383	-0.007559	-0.054574	0.005285	-0.034728
6	0.327277	0.010946	-0.017542	-0.057001	-0.016812	-0.055330
7	0.328606	0.018448	-0.016669	-0.059304	0.002879	-0.041061
8	0.329308	0.013506	-0.018004	-0.053762	-0.011843	-0.050057
9	0.327864	0.016143	-0.014445	-0.060429	-0.001634	-0.044758
10	0.329426	0.015086	-0.017484	-0.054718	-0.009048	-0.048163

Hasil uji IRF dari variabel dependen Yield Obligasi sebagaimana ditampilkan di atas menunjukkan bahwa respon variabel Yield Obligasi terhadap guncangan variabel Inflasi mengalami respon yang positif pada periode kedua sebesar 0,015%. Pada periode selanjutnya yaitu periode ketiga respon positif meningkat menjadi 0,023%. Respon selanjutnya positif dengan nilai yang berfluktuasi dari periode ke empat sampai periode ke sepuluh.

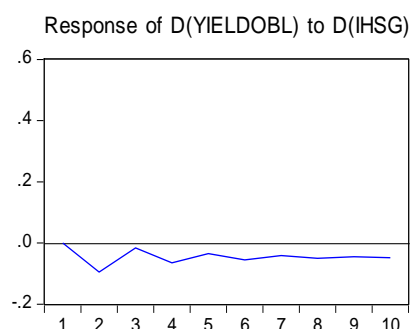
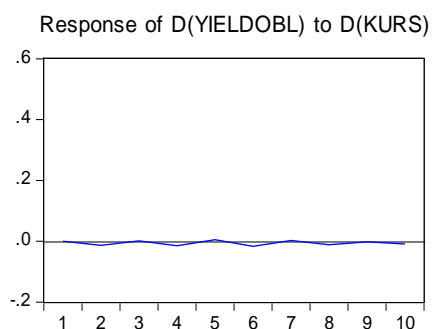
Respon variabel Yield Obligasi terhadap guncangan IPI di periode kedua menunjukkan respon negatif diangka 0,040%. Respon berlanjut dinamis, positif pada periode ketiga selanjutnya negatif hingga periode ke sepuluh dengan nilai yang berfluktuasi. Respon Yield Obligasi terhadap guncangan SBR menunjukkan respon negatif pada periode kedua dengan nilai sebesar 0,110%. Respon berlanjut secara negatif dengan nilai yang berbeda-beda hingga periode ke sepuluh.

Respon Yield Obligasi terhadap guncangan Kurs menunjukkan respon negatif pada periode kedua sebesar 0,013%. Respon terus berlanjut secara positif dan negatif pada periode-periode selanjutnya dengan nilai yang berfluktuasi. Selanjutnya respon Yield Obligasi terhadap guncangan IHSG menunjukkan respon yang negatif pada periode kedua sebesar 0,095%. Respon negatif terus berlanjut pada periode-periode selanjutnya dengan nilai yang berfluktuasi.

Grafik 4.1
 Hasil Uji IRF Yield Obligasi
 Response to Cholesky One S.D. Innovations Response to Cholesky One S.D. Innovations



Response to Cholesky One S.D. Innovations Response to Cholesky One S.D. Innovations



4.9.2 IRF Yield Sukuk

Setelah melakukan uji IRF pada variabel Yield Obligasi, langkah selanjutnya adalah melakukan uji IRF pada variabel Yield Sukuk. Berikut adalah hasil dari uji IRF Yield Sukuk.

Tabel 4.14
Hasil Uji IRF Yield Sukuk
Response of D(YIELDSUK):

Period	D(YIELDSUK)	D(INF)	D(IPI)	D(SBR)	D(KURS)	D(IHSG)
1	0.963975	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.379689	0.070894	-0.090822	0.202798	-0.119407	0.007577
3	0.640614	-0.032168	-0.050615	0.019163	0.051104	0.042608
4	0.578947	0.053012	-0.011862	0.130641	-0.108514	-0.018993
5	0.562068	0.004008	-0.063045	0.066388	-0.003678	0.040186
6	0.591243	0.025681	-0.049315	0.110809	-0.049768	-0.001950
7	0.565855	0.016583	-0.034089	0.080154	-0.037927	0.024416
8	0.589554	0.020867	-0.047431	0.094653	-0.039966	0.007447
9	0.568350	0.019984	-0.048811	0.093195	-0.038279	0.018767
10	0.582733	0.017936	-0.040995	0.089793	-0.038635	0.012206

Hasil uji IRF pada variabel Yield Sukuk sebagaimana ditampilkan di atas menunjukkan bahwa respon variabel Yield Sukuk terhadap guncangan variabel Inflasi menunjukkan respon yang positif pada periode kedua sebesar 0,070%.

Respon terus berlanjut pada periode berikutnya dengan nilai yang berfluktuasi baik respon positif maupun negatif.

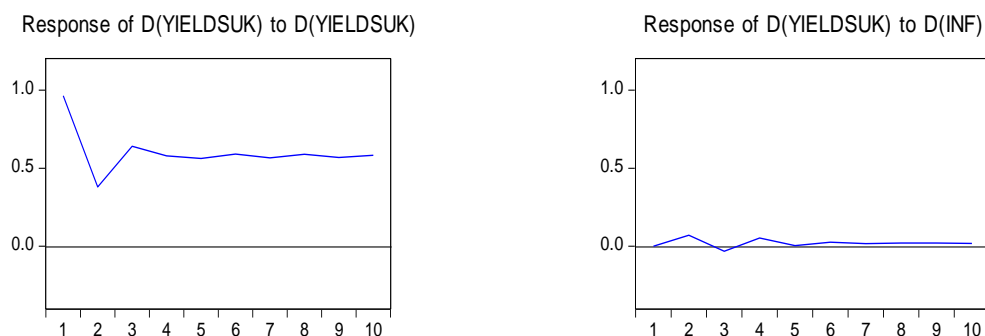
Respon variabel Yield Sukuk terhadap guncangan variabel IPI menunjukkan respon negatif pada periode kedua dengan nilai 0,090%. Respon negatif terus berlanjut hingga periode ke sepuluh dengan nilai yang berbeda-beda. Selanjutnya respon Yield Sukuk terhadap guncangan variabel SBR menunjukkan respon yang positif pada periode kedua sebesar 0,202%. Respon selanjutnya semua positif sampai periode ke sepuluh dengan nilai yang berbeda-beda.

Respon variabel Yield Sukuk terhadap guncangan variabel Kurs menunjukkan respon yang negatif pada periode kedua sebesar 0.119%. Respon di periode ketiga positif kemudian kembali lagi ke negatif pada periode ke empat hingga periode ke sepuluh dengan nilai yang berfluktuasi. Selanjutnya respon variabel Yield Sukuk terhadap guncangan variabel IHSG menunjukkan respon yang positif pada periode kedua sebesar 0.007%. Respon selanjutnya berfluktuasi positif dan negatif dengan nilai yang berbeda-beda hingga periode ke sepuluh.

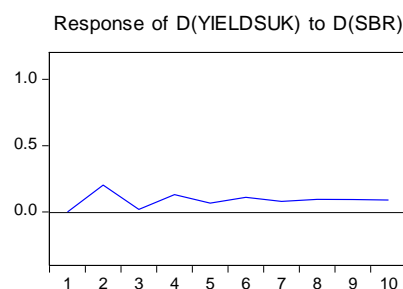
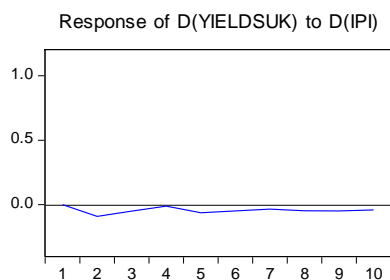
Grafik 4.2

Hasil Uji IRF Yield Sukuk.

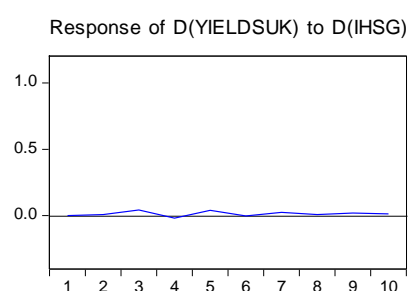
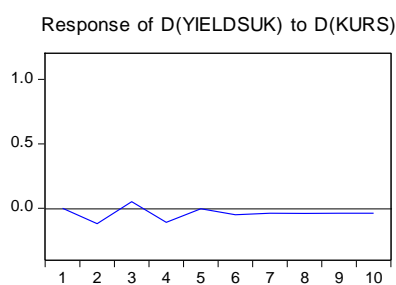
Response to Cholesky One S.D. Innovations Response to Cholesky One S.D. Innovations



Response to Cholesky One S.D. Innovations Response to Cholesky One S.D. Innovations



Response to Cholesky One S.D. Innovations Response to Cholesky One S.D. Innovations



4.10 Uji *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD)

4.10.1 FEVD Yield Obligasi

Langkah selanjutnya adalah uji FEVD (*Forecast Error Variance Decomposition*). FEVD merupakan salah satu tahap yang ada pada model VAR/VECM yang memisahkan variasi pada sejumlah variabel yang diestimasi menjadi komponen *shock* atau menjadi variabel *innovation*. Asumsi yang digunakan adalah variabel-variabel *innovation* tidak terkorelasi satu sama lain.

Selain itu, FEVD memberikan informasi tentang proporsi pergerakan pengaruh *shock* satu variabel terhadap *shock* variabel lain, baik pada periode saat ini maupun periode yang akan datang. Dengan kata lain, FEVD bertujuan mengukur besaran kontribusi atau pengaruh pada masing-masing variabel

independen terhadap variabel dependen (Basuki, 2016). Hasil uji FEVD dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Tabel 4.15
Hasil Uji FEVD Yield Obligasi
Variance Decomposition of D(YIELDOBL):

Period	S.E.	D(YIELDOBL)	D(INF)	D(IPI)	D(SBR)	D(KURS)	D(IHSG)
1	0.491498	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.576816	93.02560	0.071923	0.481238	3.638153	0.053964	2.729123
3	0.678686	94.55586	0.172646	0.370445	2.835725	0.039533	2.025794
4	0.756411	93.82473	0.147911	0.538804	3.051665	0.070792	2.366099
5	0.829273	94.17489	0.189549	0.456591	2.972057	0.062961	2.143950
6	0.895447	94.12845	0.177512	0.429980	2.954230	0.089249	2.220582
7	0.956889	94.22161	0.192618	0.406880	2.971126	0.079061	2.128707
8	1.014950	94.27720	0.188919	0.393126	2.921501	0.083889	2.135366
9	1.069460	94.31003	0.192936	0.372317	2.950548	0.075788	2.098387
10	1.121693	94.35639	0.193473	0.362745	2.920120	0.075401	2.091873

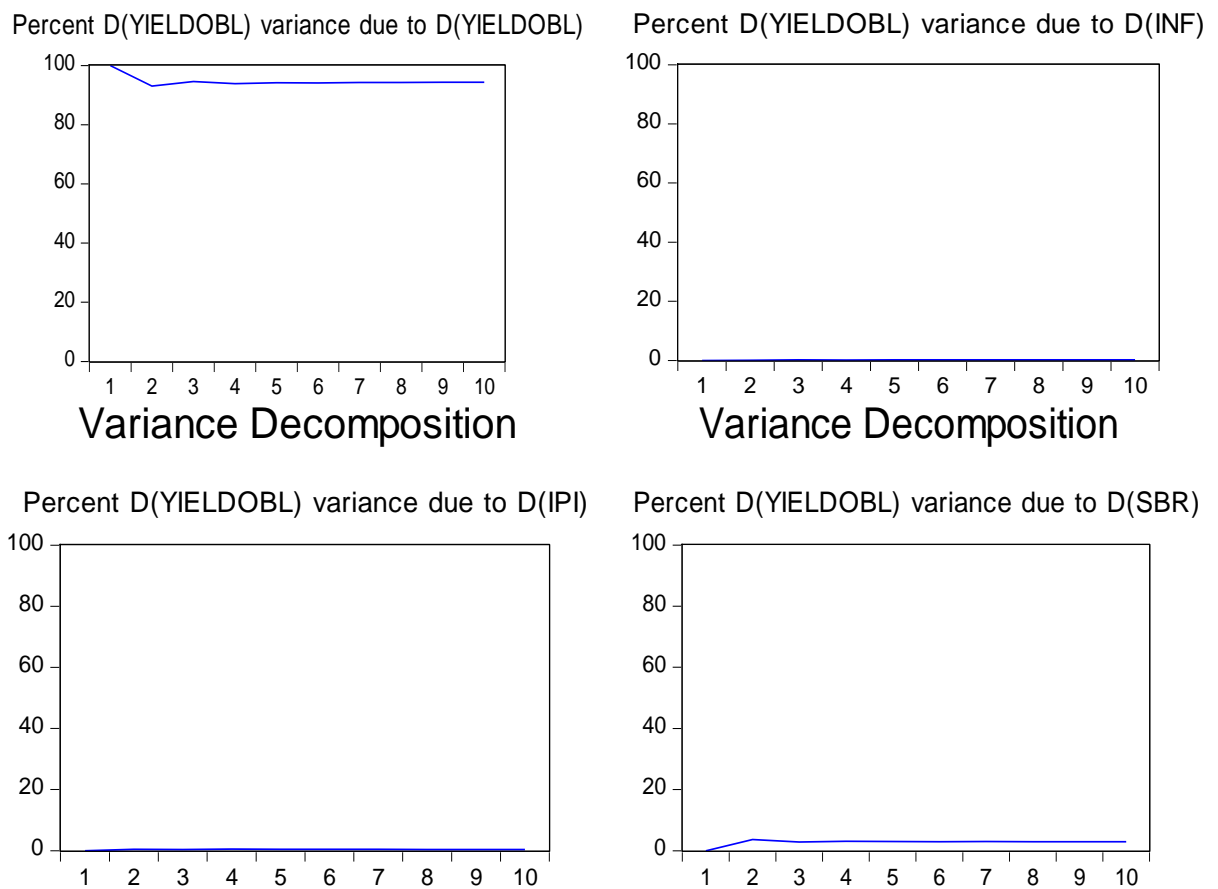
Berdasarkan hasil uji FEVD variabel Yield Obligasi sebagaimana ditampilkan di atas meunjukkan bahwa pengaruh variabel Inflasi terhadap Yield Obligasi mengalami peningkatan dari periode pertama hingga periode kelima. Selanjutnya pengaruh Inflasi berfluktuasi namun tidak signifikan. Nilai tertinggi berada pada periode kelima sebesar 0.193473%.

Pengaruh variabel IPI terhadap variabel Yield Obligasi mengalami fluktuasi yang cukup signifikan dari periode pertama hingga periode ke sepuluh. Nilai pengaruh terbesar berada pada periode keempat sebesar 0.538804%. Pengaruh variabel SBR terhadap Yield Obligasi mengalami fluktuasi dari periode pertama hingga periode ke sepuluh. Nilai pengaruh terbesar berada pada periode ke dua sebesar 3.638153%.

Selanjutnya pengaruh variabel Kurs terhadap Yield Obligasi mengalami fluktuasi dari periode pertama sampai periode ke sepuluh. Nilai pengaruh terbesar

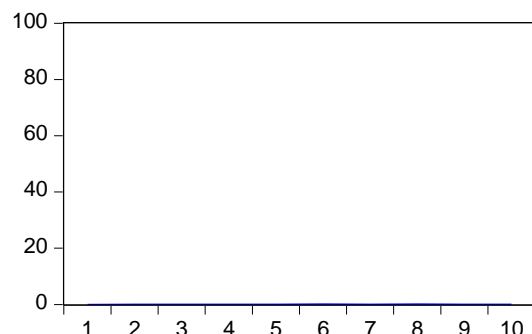
berada pada periode ke enam sebesar 0.089249%. Pengaruh variabel IHSG terhadap variabel Yield Obligasi mengalami fluktuasi dari periode pertama hingga ke sepuluh. Nilai pengaruh terbesar berada pada periode ke dua sebesar 2.729123%.

Grafik 4.3
Hasil Uji FEVD Yield Obligasi
Variance Decomposition



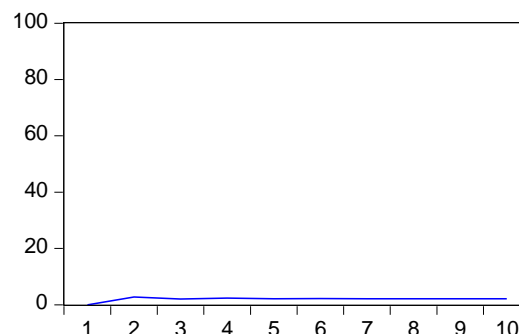
Variance Decomposition

Percent D(YIELDOBL) variance due to D(KURS)



Variance Decomposition

Percent D(YIELDOBL) variance due to D(IHSG)



4.10.2 FEVD Yield Sukuk

Setelah melakukan uji FEVD pada variabel Yield Obligasi, langkah selanjutnya adalah melakukan uji FEVD pada variabel Yield Sukuk. Berikut adalah hasil dari uji FEVD variabel Yield Sukuk.

Tabel 4.16
Hasil Uji FEVD Yield Sukuk
Variance Decomposition of D(YIELDSUK):

Period	S.E.	D(YIELDSUK)	D(INF)	D(IPI)	D(SBR)	D(KURS)	D(IHSG)
1	0.963975	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.068704	93.98343	0.440048	0.722217	3.600893	1.248383	0.005027
3	1.249362	95.06005	0.388282	0.692583	2.658332	1.080766	0.119986
4	1.388611	94.33358	0.460058	0.567942	3.037029	1.485556	0.115837
5	1.501395	94.70812	0.394248	0.662146	2.793406	1.271350	0.170726
6	1.619138	94.76887	0.364151	0.662113	2.870273	1.187649	0.146944
7	1.718050	95.01860	0.332745	0.627437	2.766948	1.103567	0.150708
8	1.820045	95.15986	0.309640	0.626998	2.735976	1.031562	0.135964
9	1.910202	95.24188	0.292046	0.634503	2.721838	0.976643	0.133085
10	2.000039	95.36708	0.274441	0.620795	2.684373	0.928193	0.125122

Hasil uji FEDV dengan Yield Sukuk sebagai variabel dependen sebagaimana ditampilkan di atas menunjukkan bahwa pengaruh variabel Inflasi terhadap Yield Sukuk mengalami fluktuasi dari periode pertama sampai periode

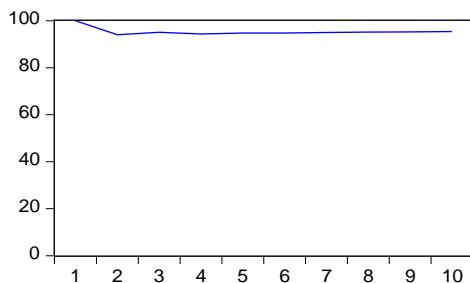
ke empat, selanjutnya mengalami penurunan sampai periode ke sepuluh. Nilai pengaruh terbesar berada pada periode ke empat sebesar 0.460058%.

Pengaruh variabel IPI terhadap Yield Sukuk secara garis besar cenderung mengalami penurunan dari periode kedua hingga periode kesepuluh. Adapun nilai pengaruh terbesar berada pada periode ke dua sebesar 0.722217%. Pengaruh variabel SBR terhadap variabel Yield Sukuk mengalami fluktuasi dari periode pertama hingga periode ke sepuluh. Adapun pengaruh terbesar berada pada periode ke dua sebesar 3.600893%.

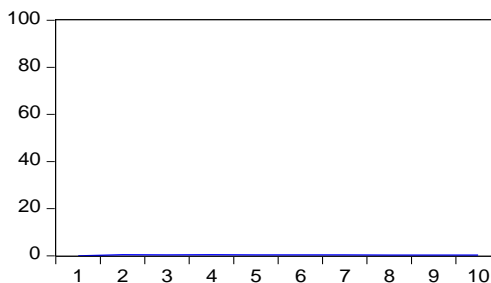
Selanjutnya pengaruh variabel Kurs terhadap Yield Sukuk mengalami fluktuasi dari periode pertama sampai periode ke sepuluh. Angka pengaruh terbesar berada pada periode ke empat sebesar 1.485556%. Terakhir, pengaruh variabel IHSG terhadap variabel Yield Sukuk berfluktuasi dari periode pertama hingga periode kesepuluh. Angka pengaruh terbesar berada pada periode ke lima sebesar 0.170726%.

Grafik 4.4
Hasil Uji FEVD Yield Sukuk
Variance Decomposition Variance Decomposition

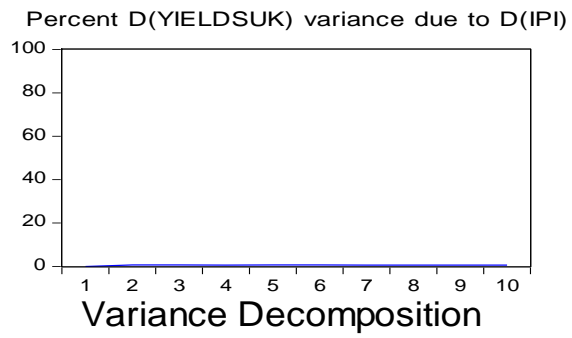
Percent D(YIELDSUK) variance due to D(YIELDSUK)



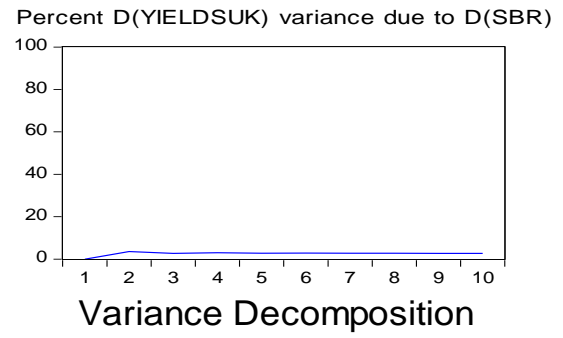
Percent D(YIELDSUK) variance due to D(INF)



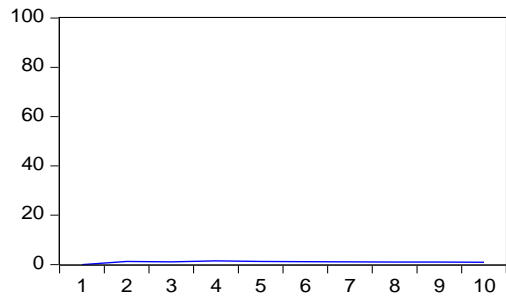
Variance Decomposition



Variance Decomposition



Percent D(YIELDSUK) variance due to D(KURS)



Percent D(YIELDSUK) variance due to D(IHSG)

