



Available at :

<http://ojs.unik-kediri.ac.id/index.php/ekonika>

**EkoNika**  
Jurnal Ekonomi Universitas Kadiri

## *Analysis of Macroeconomic Variables on the Yield of Retail Sukuk SR010 in Indonesia*

**Muhammad Imam Syarifuddin<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Jurusan Sains Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga Surabaya

Email: [imamsyrfdn@gmail.com](mailto:imamsyrfdn@gmail.com)

### **ABSTRACT**

#### **Article History:**

Received: 20 July 2024

Revised: 15 August 2024

Published: 30 September 2024

#### **Keywords:**

Macro economist, Retail Sukuk.

*Indonesia is a country that has a very good growth and development of the Islamic capital market and shows a positive trend. The Islamic capital market is a muamalah product in which every transaction is guided by sharia principles. The existence of two instruments in the Islamic capital market in Indonesia, one of which is sukuk, is expected to be able to attract public interest in investing in the Islamic capital market so as to increase the government's macro economy. The purpose of this study is to discuss several macroeconomic variables that are independent variables in the study of the sr010 retail sukuk yield which is still relatively new and supported by the conditions of Indonesia which are currently growing in economic progress. The methodology used in this study is the use of secondary time series data during the period Januari 2015 to December 2019 with the object of the volume of issuance of retail sukuk sr010. The results of this study indicate that the independent variables are not in accordance with the hypothesis, which means that all independent variables used are less able to influence the value of the sukuk yield on the sr010 retail sukuk.*

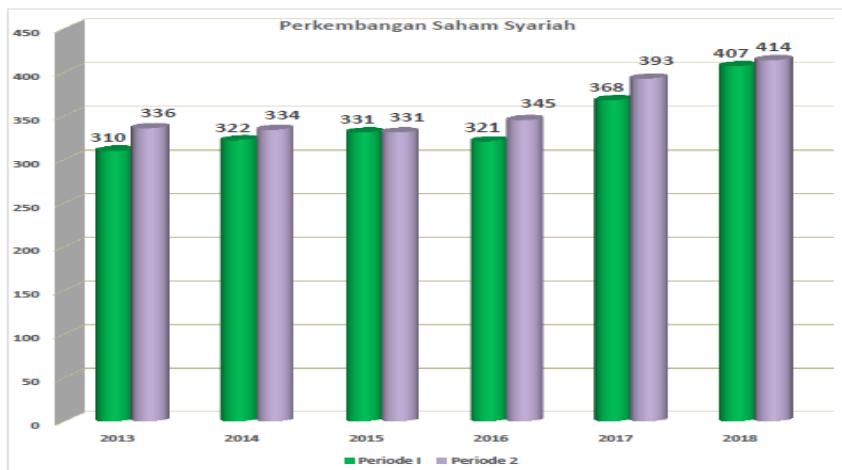
## **INTRODUCTION**

Pertumbuhan dan perkembangan pasar modal di Indonesia saat ini terbilang sangat baik, khususnya bagi pasar modal syariah yang menunjukkan tren pertumbuhan yang positif. Tren pertumbuhan positif ini terjadi pada tahun 2012 sampai dengan 2017 yang merupakan puncak pertumbuhan pasar modal syariah jika dibandingkan dua tahun sebelumnya, yakni dengan pertumbuhan sebesar 43.52%. Selain itu, pasar modal syariah merupakan jawaban atas keraguan masyarakat Muslim yang ingin menginvestasikan sebagian dari hartanya (Kusuma, 2019:93).

Dilihat dari sisi syariah, pasar modal adalah salah satu sarana atau produk muamalah yang dimana transaksi di dalam pasar modal menurut prinsip syariah tidak dilarang atau diperbolehkan sepanjang transaksi tidak bertentangan dengan ketentuan yang digariskan oleh syariah. Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan prinsip syariah dimana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi dengan basis syariah. Langkah awal perkembangan pasar modal syariah di Indonesia di mulai dengan terbitnya reksadana syariah pada 25 Juni 1997 yang selanjutnya diikuti dengan penerbitan obligasi syariah pada akhir tahun 2002 (Anik, 2016:2).

Pasar modal syariah dianggap tidak bersalah dengan prinsip-prinsip syariah seperti riba, maysir, gharar, dan sebagainya. Pasar modal syariah itu sendiri terdapat beberapa instrument yaitu saham syariah, obligasi syariah (sukuk), dan reksadana syariah yang dimana instrument tersebut sudah mengeluarkan banyak produk yang diminati masyarakat dan berpengaruh baik dalam pertumbuhan ekonomi (Kusuma, 2019:93). Investasi pada sekuritas syariah dapat dilakukan di pasar modal baik secara langsung pada saat penawaran perdana maupun melalui transaksi perdagangan sekunder di pasar bursa.

Pasar modal syariah (Bursa Efek Syariah) di Indonesia memiliki dua instrument yang diperdagangkan didalamnya yaitu saham syariah dan sukuk. Penyertaan modal atau saham merupakan salah satu bentuk penanaman modal pada suatu entitas (badan usaha) yang dilakukan dengan menyertorkan sejumlah dana tertentu dengan tujuan untuk menguasai sebagian hak kepemilikan atas perusahaan. Pemegang saham atau investor mendapatkan hasil melalui pembagian deviden dan capital gain. Di Indonesia perdagangan saham syariah berfluktuatif akan tetapi secara keseluruhan mengalami peningkatan. Di Indonesia saat ini ada beberapa bisnis layanan pesan antar makanan online (*online food delivery*) yang banyak digeluti masyarakat seperti *Go-Food*, *GrabFood* dan *ShopeeFood*. Menurut hasil survei Tenggara Strategic pada databoks.katadata, *Go-Food* menempati posisi pertama layanan pesan antar makanan paling unggul.



Tabel 1. Perkembangan Saham Syariah di Indonesia (2013-2018)

Sumber: *Otoritas Jasa Keuangan*, 2020

Instrument kedua yang diperdagangkan di bursa efek syariah adalah sukuk. Menurut undang-undang No. 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), sukuk atau dapat juga disebut dengan SBSN adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Sukuk juga menjadi intermediary antara pemilik modal dengan pengguna modal dimana pemilik modal menjadikan sukuk sebagai sarana investasi sedangkan pengguna modal menjadikan sukuk sebagai sarana untuk memperoleh pembiayaan (Bella, 2018:20).

Penerbitan sukuk sebagai salah satu instrument keuangan merupakan salah satu program pemerintah dalam pembiayaan APBN. Di sisi lain penerbitan sukuk juga menjadi upaya untuk mengajak masyarakat berpartisipasi dalam pembangunan bangsa, karena hasil dari penerbitan sukuk negara diantaranya digunakan sebagai pembiayaan proyek-proyek pemerintah. Berdasarkan emiten atau institusi menerbitkannya, sukuk dapat dibagi menjadi dua macam yaitu sukuk korporasi dan sukuk negara. Sedangkan pada sukuk negara mempunyai tujuh instrument yaitu Islamic Fixed Rate (IFR), Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPS-N), Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI), Sukuk Negara Indonesia (SNI), Project Based Sukuk (PBS), Sukuk Ritel (SR), dan Sukuk Tabungan (ST) (Kemenkeu, 2018).

Dengan adanya sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah ini, dimana lebih dikenal dengan sukuk ritel diharapkan dapat menarik minat masyarakat untuk

menginvestasikan dananya pada sukuk ritel. Adapun kelebihan dari sukuk ritel ini adalah adanya underlying asset yang mana setiap dana yang diikutsertakan oleh investor bisa dipastikan ada jaminan proyek ataupun infrastruktur dari pemerintah. Selain itu, tujuan pemerintah menerbitkan surat berharga ini salah satunya adalah dengan mengharapkan berkembangnya pasar Surat Utang Negara (SUN) domestic melalui perluasan basis investor dan diversifikasi instrument sumber pembiayaan (Anik, 2016:26).

Sebagaimana disebutkan dalam UU Sukuk Negara, hasil penerbitan Sukuk Negara Ritel dapat dipergunakan untuk pembiayaan umum APBN maupun pembiayaan proyek-proyek pemerintah. Sejak penerbitan Sukuk Negara Ritel SR-004, hasil penerbitan Sukuk Negara Ritel dipergunakan untuk pembiayaan proyek-proyek yang telah tercantum pada APBN tahun berjalan. Masyarakat yang ingin mengetahui penggunaan dana investasinya dapat menanyakan jenis proyek apa saja yang telah dibiayai. Tidak menutup kemungkinan, pada masa yang akan datang masyarakat dapat berpartisipasi dalam pembangunan proyek monumental yang bermanfaat bagi Negara melalui investasi pada Sukuk Negara Ritel.

Berdasarkan penelusuran oleh peneliti terdapat beberapa penelitian yang dapat dijadikan sebagai referensi untuk mendukung penelitian ini. Diantaranya adalah Pengaruh Sukuk Ritel Pemerintah Terhadap Penghimpunan Dana Pihak Ketiga Bank Syariah oleh Rizal yaya (2018), Sukuk Instrumen Pembiayaan Pemerintah untuk Pembangunan Negara oleh Fitrianti (2019), Sukuk Tabungan: Investasi Syariah Pendorong Pembangunan Ekonomi Inklusif oleh Erma Sri (2017), SBSN PBS, dan SUKRI Sebagai Instrumen Pemerintah Dalam Pembiayaan APBN dan Investasi Masyarakat oleh Suteja Wira (2019), kelimanya menjadi landasan awal peneliti dalam mengembangkan dasar penelitian ini.

Penelitian ini lebih membahas tentang beberapa variabel makroekonomi yang menjadi variabel independent dalam penelitian terhadap yield sukuk ritel 010 yang masih tergolong baru. Hal ini dikarenakan dalam kondisi Indonesia yang sedang mengalami pertumbuhan dalam kemajuan ekonomi sehingga hal ini tidak mengurangi minat masyarakat dalam berinvestasi dengan sukuk ritel terutama sukuk

ritel SR 010.

## LITERATURE REVIEW

### Macroeconomic

Teori makroekonomi adalah suatu ilmu pengetahuan yang melihat dan menganalisis tentang kegiatan ekonomi yang berlaku dalam negara melalui analisis yang bersifat menyeluruh (Sukirno, 2013:27). Sedangkan menurut Mankiw (2006) Makroekonomi adalah sebuah studi tentang perekonomian secara menyeluruh termasuk pertumbuhan pendapatan, perubahan harga, dan tingkat pengangguran. Jadi, dapat diketahui bahwa makroekonomi adalah ilmu pengetahuan yang mempelajari tentang perekonomian dalam skala besar, termasuk diantaranya inflasi, nilai tukar, tingkat pengangguran, harga minyak, PDB, dan sebagainya.

Pertama, Inflasi adalah kenaikan harga-harga umum yang berlaku dalam suatu perekonomian dari satu periode ke periode yang lain. Atau juga dapat diartika sebagai kenaikan-kenaikan harga yang menyeluruh sebagai akibat beredarnya uang secara berlebihan (Sukirno, 2013:14). Sedangkan menurut Mankiw (2006) istilah inflasi digunakan untuk menggambarkan situasi saat tingkat harga perekonomian secara keseluruhan meningkat. Serta laju inflasi ialah perubahan presentase pada tingkat harga dari periode sebelumnya.

Dari dua pernyataan di atas, dapat kita ketahui bahwa inflasi ialah suatu fenomena kenaikan harga-harga di pasar secara umum dan berturut-turut selama periode tertentu, atau dapat juga diartikan adanya peredaran uang di pasar secara berlebihan yang mengakibatkan orang-orang memegang uang terlalu banyak sehingga menyebabkan harga di pasar mengalami kenaikan.

Menurut Rahman, dkk (2016) penggolongan inflasi berdasarkan tingkat keburukannya dapat dibagi menjadi empat yaitu 1. Inflasi ringan, berada dibawah 10% setahun 2. Inflasi sedang, antara 10-30% setahun 3. Inflasi berat, antara 30-100% setahun 4. Hiperinflasi, diatas 100% setahun. Inflasi akan menyebabkan akibat buruk tidak hanya pada masyarakat tetapi bagi perekonomian suatu Negara

Penyebab timbulnya inflasi dapat digolongkan kepada dua faktor yaitu inflasi yang diakibatkan oleh perubahan permintaan agregat seperti perubahan penawaran uang dan perubahan di sektor riil, dan inflasi yang diakibatkan oleh perubahan penawaran agregat yang bersumber dari kenaikan biaya produksi yang menyeluruh pada perindustrian (Sukirno, 2013:48). Selain itu inflasi tentu penyebab dari inflasi tersebut akan memberikan pengaruh terhadap volume penerbitan sukuk.

Berdasarkan teori, ketika tingkat inflasi tinggi uang sangat mudah untuk dimiliki oleh masyarakat dan akan cenderung membelanjakan hartanya dalam bentuk barang-barang tetap seperti tanah dan emas. Hal ini disebabkan karena barang tersebut memiliki harga tinggi ketika dijual kembali dan akan memberikan tingkat keuntungan yang besar. Dengan kata lain, dapat mempengaruhi permintaan pada pasar modal termasuk sukuk karena sebagian dari masyarakat menyimpan dana mereka di pasar modal.

Kedua, Nilai Tukar adalah perbandingan nilai suatu mata uang asing dengan nilai mata uang domestic. Kurs ini akan menunjukkan banyaknya uang dalam negeri yang diperlukan untuk membeli satu unit valuta asing tertentu. Penentuan kurs valuta asing dapat dibedakan kepada dua sistem yaitu kurs tetap dan kurs fleksibel (Sukirno, 2013:21).

Nilai tukar juga dapat dibedakan menjadi dua jenis yaitu nilai tukar nominal dan nilai tukar riil. Nilai tukar nominal adalah nilai yang digunakan seseorang saat mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain. Sedangkan nilai tukar riil adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukarkan barang dan jasa dari suatu negara dengan barang dan jasa dari negara lain (Mankiw, 2006:170).

Volume penerbitan sukuk juga dapat dipengaruhi oleh nilai tukar melalui tingkat permintaan investor dalam memilih jenis investasi apa yang akan dibelinya. Ketika dollar AS terapresiasi maka investor cenderung lebih memilih investasi berbasis valuta asing agar mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Begitu juga sebaliknya ketika Rupiah terapresiasi maka investor cenderung akan beralih pada investasi berbasis mata uang domestic.

Ketiga, Teori Bi Rate ialah sukuk bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau stance kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada public (Bank Indonesia, 2020). Dengan kata lain dapat didefinisikan bahwa suku bunga ialah biaya yang harus dibayarkan peminjam dan imbalan yang diterima pemberi pinjaman. Adapun fungsi dan peran suku bunga ialah untuk mempengaruhi investasi surat berharga luar negeri sehingga akan berpengaruh terhadap permintaan dan penawaran mata uang asing investor yang bertransaksi secara global. Apabila tingkat suku bunga Indonesia naik dan tingkat sukuk bunga luar negeri relative tidak berubah maka investor yang ada di Indonesia akan mengurangi permintaan terhadap US Dollar dan suku bunga di Indonesia akan menawarkan pengembalian yang menarik.

Ekonomi Islam tidak menggunakan bunga sebagai salah satu instrument makroekonomi/moneter. Hal ini dikarenakan bunga menurut pandangan Islam equivalen dengan riba yang telah diharamkan oleh ajaran Islam. Akan tetapi, dalam penelitian ini, peneliti menggunakan suku bunga dikarenakan untuk mengukur seberapa berpengaruhnya suku bunga dengan penerbitan sukuk ritel yang tentunya berbasiskan syariah.

Ke empat, Ekspor adalah perdagangan dengan cara mengeluarkan barang dari dalam keluar negeri dengan memenuhi ketentuan yang berlaku. Ekspor suatu negara terjadi karena adanya manfaat yang diperoleh akibat transaksi perdagangan luar negeri. Perdagangan dapat memperbesar kapasitas konsumsi suatu negara serta membantu berbagai usaha untuk melakukan pembangunan dan meningkatkan peranan sektor yang mempunyai keunggulan komperatif karena efisiensi dalam faktor produksi.

Nopirin dalam Fajar (2013) menyatakan bahwa ekspor berasal dari suatu produksi dalam negeri dujuai dipakai oleh penduduk luar negeri, maka ekspor merupakan injeksi kedalam aliran pendapatan seperti halnya investasi. Salah satu komponen dalam perdagangan internasional yaitu ekspor yang sering juga disebut sebagai komponen pembangunan utama (export led development) yang berarti ekspor memegang peran utama dan signifikan terhadap proses pembangunan suatu

bangsa.

### **Yield (Tingkat Imbal Hasil) Sukuk**

Yield sukuk adalah imbal hasil yang diharapkan oleh investor atas investasi yang dilakukan. Terdapat tiga ukuran yang digunakan dalam yield oleh manajer investasi yaitu current yield, yield to maturity, yield to call. Current yield adalah tingkat pengembalian yang diterima berdasarkan harga pasar obligasi. Yield maturity adalah tingkat pengembalian atau pendapatan yang akan diperoleh investor apabila obligasi sampai jatuh tempo. Yield to call adalah ukuran tingkat pengembalian yang akan diterima investor jika membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahan obligasi tersebut hingga waktu obligasi tersebut dibeli kembali (Sukirno, 2013:154).

Yield dapat mempengaruhi permintaan investor untuk membeli sukuk. Hal ini karena pada umumnya investor membeli sukuk apabila tingkat imbal hasil yang ditawarkan oleh pasar tinggi karena dianggap dapat memberikan keuntungan yang menjanjikan dimasa yang akan datang.

### **Sukuk Ritel**

Sukuk ritel (SR) dalam pengertian yang dituliskan oleh Kementerian Keuangan ialah produk investasi syariah yang diterbitkan oleh pemerintah dan dijual kepada individu warga negara Indonesia melalui agen penjual dengan karakteristik minimal pembelian relative kecil (lima juta rupiah), jangka waktu yang pendek (tiga tahun), imbalan tetap, dan pembayaran imbalan setiap bulan. Berdasarkan dari Kementerian Keuangan, landasan hukum dari Sukuk Ritel ialah sebagai berikut:

1. Peraturan Pemerintah No 56 Tahun 2008 tentang perusahaan penerbitan surat berharga syariah negara.
2. Peraturan Pemerintah No 57 Tahun 2008 tentang pendirian perusahaan penerbit surat berharga syariah negara Indonesia.
3. Peraturan Menteri Keuangan No 187 Tahun 2011 tentang perbaikan atas PMK No 218 Tahun 2008 tentang penerbitan dan penjualan surat berharga syariah negar ritel di pasar perdana dalam negeri.

4. Fatwa DSN-MU No 69/DSN-MUI-VI/2008 tentang SBSN, No 70/DSN-MUI/VI/2008 tentang metode penerbitan SBSN, dan No 76/DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN Ijarah aseet to be leased.
5. Pernyataan kesesuaian syariah DSN-MUI No B-043/DSN-MUI/II/2015 tanggal 17 pebruari 2015.

Berinvestasi sukuk ritel tentunya terdapat keuntungan dan juga risiko yang harus dihadapi oleh investor. Adapun beberapa keuntungan dari berinvestasi sukuk ritel ialah instrument dan proses penerbitannya sesuai dengan prinsip syariah dan telah mendapat opini syariah dari DSN-MUI, Pembayaran nominal dan imbalan dijamin oleh Negara, Dapat diperjualbelikan dipasar sekunder pada harga pasar dan berpotensi memperoleh capital gain, dan Pajak terhadap imbalan SBSN lebih kecil (15%) dibandingkan dengan deposito (20%). Sedangkan beberapa risiko yang sering terjadi ialah adanya Risiko gagal bayar, Risiko Pasar, dan Risiko Likuiditas (Kemenkeu, 2020).

### Previous Study and Hypothesis

Terdapat beberapa peneliti yang mengkaji tentang sukuk ritel dan menggunakan metode analisis yang berbeda-beda. Beberapa penelitian tersebut menjadi referensi bagi peneliti untuk mengembangkan dan memperkuat penelitian tentang sukuk ritel yang menjadi topik utama dalam penelitian. Penelitian ini berusaha untuk mengembangkan variabel makroekonomi dan yield sukuk yang nantinya menguji penerbitan sukuk ritel 010 di Indonesia. Mengkaji kondisi makroekonomi merupakan suatu hal yang penting bagi para investor yang akan atau sedang melakukan investasi pada sukuk ritel.

Seperti penelitian yang dilakukan oleh Isro'iyatun dan Madjidaiun (2019) yang berjudul Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Ritel SR05. Pada penelitian tersebut menunjukkan hasil bahwa faktor yang mempengaruhi permintaan sukuk ritel sr 05 ini adalah harga sukuk ritel itu sendiri. Selain itu, pada penelitian Rifqi, Eka Natha, dan Peni Nugraheni (2019) yang berjudul Tingkat Permintaan Sukuk Ritel: Analisis Faktor Internal dan Eksternal menunjukkan hasil bahwa BI rate berpengaruh negative signifikan sementara harga sukuk ritel, inflasi, dan tingkat bagi

hasil mudharabah tidak berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR005.

Pada penelitian Erma (2017) yang berjudul *Sukuk Tabungan: Investasi Syariah Pendorong Pembangunan Ekonomi Inklusif* menunjukkan hasil bahwa selain sukuk ritel, sukuk tabungan memiliki beberapa risiko seperti risiko likuiditas tapi dengan manajemen yang baik akan mencegah adanya risiko tersebut. Selain itu, sukuk tabungan diterbitkan setiap triwulan sekali agar dana yang diperoleh pemerintah jauh lebih besar dan dapat membuka peluang lebih banyak investor akan tetapi belum banyak masyarakat yang mengenal sukuk tabungan. Oleh karena itu, perlu adanya sosialisasi dan edukasi tentang sukuk tabungan kepada masyarakat.

Salah satu manfaat dari investasi dalam sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah ialah investor membantu pemerintah dalam pembangunan Negara salah satunya infrastruktur. Dalam penelitian Fitrianto (2019) menunjukkan bahwa akumulasi penerbitan SBSN sampai dengan 27 Februari 2019 mencapai Rp. 1.044,71 T, sedangkan akumulasi Project Financing Sukuk 2013-2019 mencapai Rp. 90,97 T. selama lebih dari satu decade SBSN telah menjadi salah satu instrument pembiayaan dan investasi syariah yang penting dalam pembangunan di Indonesia.

Sejalan dengan penelitian dari Suteja dan Nisa (2019) yang berjudul *SBSN PBS, dan Sukri Sebagai Instrumen Pemerintah dalam Pembiayaan APBN dan Investasi Masyarakat* dan penelitian dari Dian dan Eko (2017) yang berjudul *Sukuk Negara as Financing Strategi for Renewable Energy Infrastructure: Case Study of Muara Laboh Geothermal Power Project* menyatakan bahwa sukuk negara dijadikan sebagai sarana perkembangan ekonomi. Perkembangan sukuk negara dapat dilihat dari pemerintah yang menjadikan sukuk sebagai sarana pembiayaan APBN. Adapun langkah-langkah yang dapat dijadikan untuk menempuh Project Financing sukuk dalam pembiayaan infrastruktur ialah dengan meningkatkan pemahaman Kementerian atau lembaga mengenai Project Financing Sukuk, Menambah struktur sukuk Negara berbasis pembiayaan infrstruktur, dan Mendorong terciptanya pasar sukuk negara yang aktif dan likuid.

Dalam penelitian Ulosoy dan Ela (2018) yang berjudul *Secondary Market of Sukuk An Overview* disebutkan bahwa penerbitan sukuk yang baik terutama sukuk

negara peneliti memberikan beberapa solusi yaitu dengan adanya sukuk yang berdaulat dan lebih banyak standarisasi, lebih banyak sukuk yang terdaftar dan terperingkat, lebih banyak sukuk yang dikeluarkan untuk investor ritel dan lebih banyak bank syariah global yang menerbitkan sukuk. Apabila solusi tersebut dapat dilakukan oleh pemerintah maka peneliti yakin bahwa sukuk pasar sekunder dan rimer akan berkembang dan pihak-pihak yang terlibat dapat mengambil keuntungan dari sukuk lebih signifikan.

Dalam penerbitan sukuk di Indonesia, tentunya ada beberapa faktor yang mempengaruhinya. Dalam penelitian Qoyum, dkk (2019) yang berjudul What Determines Corporate Sukuk Issuance in Indonesia? Menunjukkan bahwa ditemukan ICSIX dan kesulitan keuangan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap penerbitan sukuk perusahaan. Sedangkan variabel sisanya, IHSG dan peringkat perusahaan memiliki pengaruh negative signifikan terhadap penerbitan sukuk perusahaan.

Seperti penelitian Qoyum, dkk (2019) dalam penelitian Nagano (2016) yang berjudul Sukuk Issuance and Information Asymmetry: What do Firms issue sukuk? Menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan pasar sukuk sebagai pendanaan menengah ketika permintaan pendanaan terlalu besar untuk dipinjam dari bank dan asimetri informasinya juga terlalu tinggi bagi mereka untuk mendekati pasar hutang konvensional. Selain itu dalam penelitian Smaoui dan Nechi (2017) yang berjudul Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth? Menunjukkan bahwa pengembangan pasar sukuk telah mempromosikan keuangan inklusif dengan menghilangkan efek negative dari eksklusi diri agama yang membantu investasi dan pertumbuhan ekonomi pada suatu Negara.

Penelitian ini sesuai dengan kajian teori dan penelitian terdahulu sehingga hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Secara parsial maka,

H1: Inflasi (X1) berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk ritel SR010 (Y)

H2: BI rate (X2) berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk ritel SR010 (Y)

H3: Ekspor (X3) berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk ritel SR010 (Y)

H4: Nilai Tukar (X4) berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk ritel SR010 (Y)

Secara simultan maka,

H6: Inflasi (X1), BI Rate (X2), Ekapor (X3), Nilai Tukar (X4), berpengaruh simultan terhadap yield sukuk ritel SR010 di Indonesia (Y).

## METHODS

Penelitian ini merupakan penelitian asosiatif yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan antar variabel (Kuncoro, 2007:15). Oleh karena itu penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan seberapa kuat pengaruh tersebut. Berdasarkan jenis datanya, penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, yaitu penelitian yang datanya berbentuk angka.

Penelitian ini merupakan penelitian asosiatif yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan antar variabel (Kuncoro, 2007:15). Oleh karena itu penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan seberapa kuat pengaruh tersebut. Berdasarkan jenis datanya, penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, yaitu penelitian yang datanya berbentuk angka.

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder yang digunakan adalah data time series selama kurun waktu Januari 2015 hingga Desember 2019. Objek pada penelitian ini adalah Volume Penerbitan sukuk ritel sr010. Adapun yang mempengaruhi volume penerbitan sukuk ritel sr010 adalah Inflasi, BI Rate, Nilai Tukar, Ekspor, dan Yield Sukuk. Data berasal dari website resmi Otoritas Jasa Keuangan, Badan Pusat Statistik, Bank Indonesia, Kementerian Keuangan Republik Indonesia, dan International Financial Statistic.

Metode analisis yang digunakan adalah Model ARDL yaitu model regresi yang memasukkan baik nilai masa kini atau nilai masa lalu (lag) dari variabel dependen sebagai tambahan pada model yang memasukkan nilai lag dari variabel independen. Dalam hal persamaan regresi dapat dinyatakan sebagai berikut:

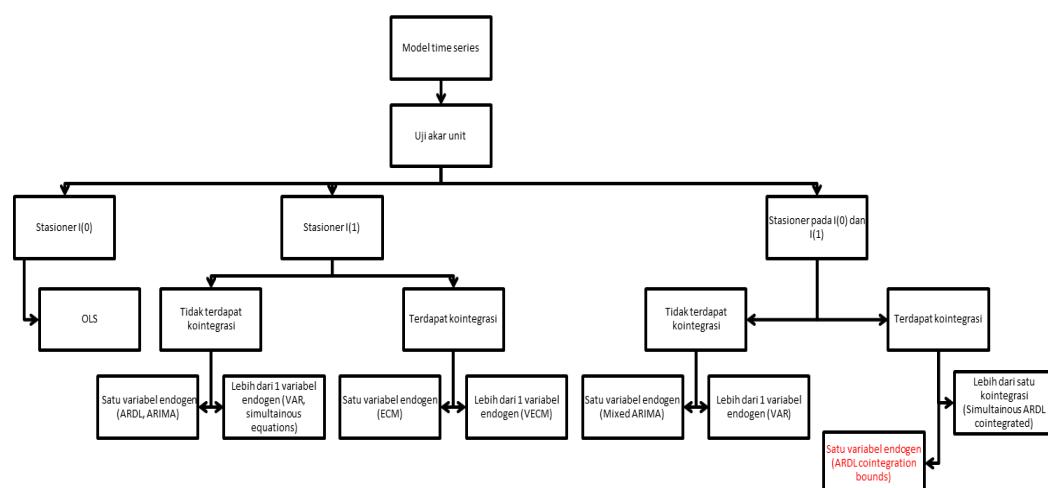
$$\text{Yieldt} = \beta_0 + \beta_1 \text{Inft} + \beta_2 \text{Ratet} + \beta_3 \text{Ekst} + \beta_4 \text{ExcRatet} + \epsilon_t$$

Model ARDL dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$Yieldt = \beta_0 + \beta_2 Inft-1 + \beta_3 Ratet-1 + \beta_4 Ekst-1 + \beta_5 ExcRatet-1 + \sum_{i=1}^n \alpha_i$$

$$\varnothing INFt-1 \sum_{i=1}^n \omega_i \Delta Ratet-1 + \sum_{i=1}^n \varphi_i Ekst-1 + \sum_{i=1}^n \varnothing ExcRatet-1 + \epsilon_t$$

Langkah awal yang dilakukan pada penelitian ini adalah melakukan plot pada masing-masing data lalu dilanjutkan dengan melakukan uji stasioneritas pada ragam dan rata-rata. Setelah itu, melakukan transformasi Box-cox dan metode differencing pada data yang tidak stasioner. Setelah data telah stasioner, selanjutnya melakukan uji kointegrasi dengan menggunakan uji ADF (Augmented Dickey Fuller). Jika terjadi kointegrasi maka dilanjutkan dengan model Error Correction Model (ECM). Selanjutnya menemukan panjang lag optimal dengan meregresikan  $Y_t$  pada masing-masing  $X_t$ , setelah itu menduga parameter model ARDL terhadap data tidak stasioner. Lalu dilanjutkan dengan melakukan uji simultan dan uji parsial pada data. Setelah model ARDL didapatkan maka dilakukan interpretasi pada model. Alur metode ARDL sebagai metode data ini ialah sebagai berikut:



Tabel 2. Saham Syariah di Indonesia (2013-2018)

## RESULTS

Pengujian dari stasioneritas mempunyai tujuan untuk melihat apakah data dari setiap variabel independent (Inflasi, Bi Rate, Nilai Tukar, Ekspor) dan variabel dependent (Yield Sukuk) berada disekitar nilai rata-rata fluktuasi yang tidak bergantung pada waktu dan varians. Pada penelitian ini dilakukan pengujian pada masing-masing variabel. Berdasarkan tabel 3 dapat dijelaskan bahwa semua variabel independent stasioner pada tingkat perbedaan pertama sedangkan pada variabel yield sukuk dan inflasi menunjukkan tidak stasioner pada tingkat level. Sehingga

dengan hasil ini dapat digunakan model ARDL karena tingkat integrasi memiliki tingkat integrasi yang berbeda.

Variabel	Level	Fisrt Different
<b>Yield</b>	0.0000	
<b>Inflasi</b>	0.0000	
<b>Bi Rate</b>	0.4257	
<b>Ekspor</b>	0.3077	
<b>Nilai Tukar (ExcRate)</b>	0.0931	

Tabel 3. Hasil Uji Stasioneritas

Langkah selanjutnya yaitu memperkirakan model ARDL. Model Model ARDL sangatlah sensitive terhadap lag yang digunakan oleh karena itu, pada penelitian ini menggunakan metode Akaike info criterion (AIC). Pada model ini menggunakan ARDL (1,3,0,0,1) menunjukkan ada sembilan dari 20 variabel independen yang secara statistik signifikan pada  $\alpha=10\%$  atau kurang. Langkah selanjutnya menguji variabel dependent kointegrasi dengan variabel independent menggunakan uji terikat. Hasil dari pengujian ini ditunjukkan oleh tabel 4.2. Pada model ARDL ini nilai dari F gabungan adalah 10.33932. Nilai F yang dikomputasi ini lebih besar dari batas kritis sebesar  $\alpha=1\%$ . Dari hasil tersebut dapat diketahui bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara Yield Sukuk sebagai variabel dependent dan Inflasi, BiRate, Nilai Tukar, dan Ekspor sebagai variabel independent. Hal ini berarti terdapat hubungan jangka panjang antara Yield Sukuk dan semua variabel independen.

Variabel	Koefisien	t-statistik
Yield (-1)	-0.051406	-0.371486
INF	0.062934	1.281888
INF(-1)	0.023455	0.488351
INF(-2)	-0.113973	-2.434861
INF(-3)	0.076670	1.596620
BIRATE	-0.001147	-0.086316
EKS	1.34E-05	1.219446
EKS RATE	8.48E-05	1.898950
EXCRATE(-1)	-8.89E-05	-2.053016

Tabel 4. Estimasi ARDL (Data di olah Peneliti, 2020)

Model	Lag	F-Statistik
Model ARDL	4	10.33932

Tabel 5. Bound Testing Approach (Data di olah peneliti, 2020)

Analisis selanjutnya estimasi koefisien yang ditunjukkan pada tabel 4.4 untuk model pertama. Pada data yang telah diolah, peneliti melakukan pengujian hipotesis pada masing-masing variabel independent apakah variabel-variabel tersebut mempengaruhi variabel dependent. Disini, semua variabel independent tidak sesuai dengan hipotesis yang berarti bahwa semua variabel independent yang digunakan kurang mampu untuk mempengaruhi nilai dari yield sukuk pada sukuk ritel sr010.

Hasil jangka pendek dengan model ECM ditunjukkan pada Tabel 4.5. Dalam model, nilai kesalahan jangka kointegratif adalah negatif dan signifikan secara statistik. Ini menunjukkan bahwa model jangka pendek adalah valid dan kointegratif antara variabel dependen dan independen dari model yang digunakan.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.435228	0.315029	20.42743	0.0000
INF	0.051681	0.038386	1.346369	0.1837
BIRATE	-0.000997	0.012183	-0.081811	0.9351
EKS	1.38E-05	1.06E-05	1.295844	0.2004
EXCRATE	-2.65E-06	2.43E-05	-0.108888	0.9137

Tabel 6. Estimasi Jangka Panjang (Data di olah peneliti, 2020)

ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF)	0.062934	0.032156	1.957113	0.0563
D(INF(-1))	0.037304	0.031483	1.184885	0.2420
D(INF(-2))	-0.076670	0.032342	-2.370595	0.0219
D(EXCRATE)	8.48E-05	3.94E-05	2.153681	0.0364
CointEq(-1)*	-1.051406	0.126910	-8.284652	0.0000

R-squared	0.632406	Mean dependent var	-8.77E-05
Adjusted R-squared	0.604129	S.D. dependent var	0.133241
S.E. of regression	0.083833	Akaike info criterion	-2.036353
Sum squared resid	0.365453	Schwarz criterion	-1.857138
Log likelihood	63.03607	Hannan-Quinn criter.	-1.966704
Durbin-Watson stat	2.067861		

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	10.33932	10%	2.2	3.09
K	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37

Tabel 7. Estimasi Koefisien Jangka Panjang (Data di oleh peneliti, 2020)

## CONCLUSIONS AND SUGGESTIONS

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan metode ARDL yang digunakan oleh peneliti, ditemukan bahwa variabel yang digunakan stasioner pada level perbedaan pertama dengan uji stasionaritas. Sehingga dengan hasil ini dapat digunakan model ARDL karena tingkat integrasi memiliki tingkat integrasi yang berbeda. Pada model ini menggunakan ARDL (1,3,0,0,1) menunjukkan ada tujuh dari 20 variabel independen yang secara statistik signifikan pada  $\alpha=10\%$  atau kurang. Pada model ARDL ini nilai dari F gabungan adalah 10.33932. Nilai F yang dikomputasi ini lebih besar dari batas kritis sebesar  $\alpha=1\%$ . Dari hasil tersebut dapat diketahui bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara Yield Sukuk sebagai variabel dependent

dan Inflasi, BiRate, Nilai Tukar, dan Ekspor sebagai variabel independent. Hal ini berarti terdapat hubungan jangka panjang antara Yield Sukuk dan semua variabel independent.

Pada data yang telah diolah, peneliti melakukan pengujian hipotesis pada masing-masing variabel independent apakah variabel-variabel tersebut mempengaruhi variabel dependent. Disini, semua variabel independent tidak sesuai dengan hipotesis yang berarti bahwa semua variabel independent yang digunakan kurang mampu untuk mempengaruhi nilai dari yield sukuk pada sukuk ritel sr010. Hasil jangka pendek dengan model ECM menunjukkan nilai kesalahan jangka kointegratif adalah negatif dan signifikan secara statistik. Ini menunjukkan bahwa model jangka pendek adalah valid dan kointegratif antara variabel dependen dan independen dari model yang digunakan.

## BIBLIOGRAPHY

- Anik (2016). Analisis Perbandingan Kinerja Obligasi Ritel Indonesia dan Sukuk Ritel Indonesia pada Tahun 2011-2015. UIN Sunan Kalijaga; Yogyakarta
- Aytruk, Yusuf. Asutay, Mehmet. Aksak, Ercument (2017). What Explains Corporate Sukuk Primary Market Spreads?. ELSEVIER: Research in International Business and Finance
- Fitiranti (2019), Sukuk Instrumen Pembiayaan Pemerintah untuk Pembangunan Negara. At-Taradhi: Jurnal Studi Ekonomi; Volume 10, Nomor 1
- Handayani, Dina. Surachman, Elok Nur (2017). Sukuk Negara as Financing Strategu for Renewable Energy Infrastructure: Case Study of Muara Laboh Geothermal Power Project. International Journal of Energy Economics and Policy; Volume 7, Issue 4
- Hastuti, Erma Sri (2017). Sukuk Tabungan: Investasi Syariah Pendorong Pembangunan Ekonomi Inklusif. Jurisprudence; Volume 7, Nomor 2
- Kusuma, Suteja Wira Dana. Amalia, Nisa Dely (2019). SBSN PBS, dan SUKRI Sebagai Instrumen Pemerintah Dalam Pembiayaan APBN dan Investasi Masyarakat. Asy-Syari'ah; Volume 21, Nomor 1
- Mankiw, N Greogory dkk (2006). Pengantar Ekonomi Makro. Salemba Empat; Jakarta

- Mubarokah, Isro'iyatun. Rahma, Madjidainun (2019). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Ritel Seri SR 05. *Jurnal Kajian Ekonomi dan Perbankan*
- Muhammad, Rifqi. Permana, Eka Nata. Nugraheni, Peni (2019). Tingkat Permintaan Sukuk Ritel: Analisis Faktor Internal dan Eksternal. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*; Volume 19, Nomor 2
- Nagano, Mamoru (2016). *Sukuk Issuance and Information Asymmetry: Why do Firms Issue Sukuk?*. ELSEVIER: Paasific-Basin Finance Journal
- Nurhasanah (2011). Hubungan Antara Likuiditas dan Harga Sukuk Serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya. Universitas Indonesia
- Qoyum, Abdul. Hendriyani, Riska. Dkk (2019). What Determines Corporate Sukuk Issueance in Indonesia?. CIMA: Conference on Islamic Management Accounting and Economics; Volume 2
- Rahman, Faizul. Dkk (2016). Pengaruh Harga Sukuk Harga Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi dan BI Rate Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005. *Jurnal Manajemen*. Volume 8, Nomor 1
- Smaoui, Houcem. Nechi, Salem (2017). Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?. ELSEVIER: Research in International Business and Finance
- Sukirno, Sadono (2013). *Makroekonomi Teori Pengantar*. Raja Grafindo: Jakarta
- Syafii, Muhammad A. dkk (2013). Volalititas Pasar Modal Syariah dan Indikator Makroekonomi (Studi Banding Malaysia dan Indonesia). *Jurnal Liquidity*; Volume 2, Nomor 1
- Ulusoy, Ahmet. Ela, Mahmet (2018). Secndary Market of Sukuk an Overview. PESA Publication: International Journal of Islamic Economics and Finance Studies; Volume 4, Issue 2
- www.ojk.go.id
- www.bi.go.id
- www.kemenkeu.go.id
- Yaya, Rizal. Sofiyana, Ekta (2018). Pengaruh Sukuk Ritel Pemerintah Terhadap Penghimpunan Dana Pihak Ketiga BanK Syariah. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*; Volume 18, Nomor 2
- Yusiarmayanti, Rita (2017). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-005 di Indonesia 2013-2016. Institute Pertanian Bogor.