

HUBUNGAN DINAMIS VARIABEL MAKROEKONOMI DAN PERTUMBUHAN SUKUK NEGARA, PENDEKATAN: *ERROR CORECTION MODEL*

Teuku Ghufran Wafi ¹⁾, Muhammad Zulhilmi ²⁾, Winny Dian Safitri ^{3)*}, Cut Dian Fitri ⁴⁾

¹⁾Mahasiswa, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Negeri, Ar Raniry, Banda Aceh

email: teukughufranwafi@gmail.com

²⁾Dosen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Negeri, Ar Raniry, Banda Aceh

³⁾Dosen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Negeri, Ar Raniry, Banda Aceh

email: winny.safitri08@gmail.com

⁴⁾Dosen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Negeri, Ar Raniry, Banda Aceh

Abstract

This study aims to examine the effect of PBD, Exchange Rate, Inflation, Profit Sharing Sharia Deposits, World Oil Prices, SBIS on the growth of state sukuk. Sukuk is one of the important instruments in financing fiscal deficits. So far, tax and non-tax state revenues have not been able to finance all government spending. Government expenditure is intended to encourage economic growth and equitable distribution of public income. However, spending in 2020 is more aimed at handling Covid-19 that hit Indonesia, especially on health programs and social security. This study uses secondary data in the form of monthly time series (from January 2014 to December 2019). A number of variables are used to see the effect of balance in the short and long run between the independent variables and the dependent variable. Data obtained from government agencies, including: Financial Services Authority (OJK), Central Statistics Agency (BPS) and Directorate General of Debt Utilities Ministry of Finance of the Republic of Indonesia (DJPU). The econometric analysis model Error Correction Model (ECM) is used to see the effect between the two. From the research results obtained, GDP, BHDS and SBIS have a positive effect on the growth of Sukuk. While inflation and oil prices have a negative effect on the growth of sukuk.

Keywords: *Macroeconomic Variables, BHDS, SBIS, Sukuk Negara, ECM*

1. PENDAHULUAN

Tantangan kelangsungan APBN nasional saat ini adalah masih tingginya tingkat defisit antar tahun. Tahun 2012 merupakan awal deficit, dengan besaran angka 1,9 persen terhadap PDB. Angka ini mengalami fluktuasi pada tahun-tahun berikutnya. Puncak defisit terjadi pada tahun 2020, dengan besaran melebihi 5 persen. Peningkatan defisit tahun 2020 disebabkan oleh kebijakan pemerintah dalam penangan covid 19. Pengeluaran pemerintah mengalami peningkatan signifikan sehingga mengakibatkan peningkatan defisit. Secara aturan keuangan Negara, defisit diatas 3 persen melanggar perundang-undangan. Datuk (2014) untuk

memenuhi pembiayaan deficit, dilakukan melalui restruktur APBN, efisiensi dan penarikan utang. Penarikan utang termasuk dapat melalui penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara). Dalam beberapa tahun terakhir, Sukuk Negara sebagai pembiayaan deficit menunjukkan tren meningkat. Kontribusi sukuk Negara dalam pembiayaan deficit mencapai angka 30 persen dari total pembiayaan Surat Berharga Negara di setiap tahun. Untuk tahun 2019 kontribusi sukuk mencapai angka Rp 28,34 triliun, dan secara total hingga awal tahun 2020 penerbitan sukuk telah mencapai angka Rp 1.230,44 triliun. Peran sukuk semakin dirasakan sebagai dampak dari kebijakan fiskal ekspansif, terutama dalam mendorong pertumbuhan ekonomi. Pemerintah memerlukan pengeluaran yang lebih besar. Penerimaan tidak semata bersumber dari penerimaan pajak dan non pajak, akan tetapi dari sumber-sumber lain, termasuk yang berasal dari sukuk negara. Data Direktorat Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) menyebutkan, penerbitan Sukuk Negara mengalami peningkatan yang sangat signifikan sejak diterbitkan tahun 2008 sebesar Rp 4,7 triliun.

Sukuk Negara sebagai salah satu instrumen pembiayaan fiscal, diharapkan dapat meningkatkan kapasitas pengeluaran, terutama untuk membiayai infrastruktur nasional. Seiring dengan berkembang keuangan syariah di tanah air, Sukuk Negara ikut berkontribusi besar dalam pertumbuhan ekonomi. Saat ini Sukuk Negara tidak hanya sebagai acuan (*benchmark*) privat sector, namun oleh Bank Indonesia juga digunakan sebagai instrumen operasi pasar terbuka (*open market*), terutama dalam pengaturan jumlah uang beredar dalam masyarakat. Undang-undang RI Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau disebut Sukuk Negara, disebutkan sebagai surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Penerbitan Sukuk Negara dimaksudkan untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), termasuk membiayai pembangunan proyek (seperti proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industry manufaktur, dan perumahan rakyat). Penerbitan sukuk Negara sebagai upaya untuk menambah pembiayaan fiscal, tentunya tidak memberi pengaruh terhadap perubahan/fluktuatif bunga. Hal ini terjadi karena pembayaran keuntungan merujuk pada akad yang disepakati.

Sejumlah kajian menyebutkan kenaikan tingkat bunga berpengaruh terhadap penurunan nilai obligasi, dan tingkat bunga menaikkan harga obligasi. Inflasi akan mempengaruhi kemampuan investor membeli obligasi, (Haymans, 2010). Perubahan-perubahan variabel ekonomi akan berpengaruh terhadap variable ekonomi lainnya. Inflasi akan mendorong Bank Indonesia menaikkan suku bunga (*Bi rate*), inflasi akan berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan investasi dan perekonomian. Melemahnya nilai tukar rupiah terhadap Dolar AS berpengaruh pada perekonomian Indonesia, antara lain harga barang impor akan naik, jika barang tersebut merupakan bahan baku untuk produksi, maka harga barang-barang akan naik di dalam negeri (Setiawan, 2010). Jika rupiah melemah terhadap Dolar A sebagai langkah memperbaiki likuiditas perbankan, maka Bank Indonesia akan menaikkan *Bi rate*. Dalam kajian sehubungan dengan pengaruh variable makroekonomi terhadap sukuk negara telah dilakukan oleh sejumlah penelititerdahulu. Ini dapat dilihat dari peneliti yang dilakukan oleh Albugasem dkk (2015). Hasil penelitian mereka menyebutkan, jumlah uang beredar dan inflasi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan sukuk Negara, sedangkan nilai tukar dan harga minyak dunia berpengaruh negatif. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Sujianto (2016), dari penelitiannya menyebutkan, dalam jangka panjang inflasi berpengaruh negative terhadap penerbitan sukuk, sedangkan jumlah uang beredar berpengaruh positif. Lebih lanjut Manab (2016) menyebutkan suku bunga dan imbal hasil berpengaruh signifikan terhadap harga sukuk negara.

Sedangkan inflasi, PDB secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga sukuk negara.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Sukuk Negara

Sukuk merupakan jenis surat berharga berjangka panjang, dengan prinsip syariah. Pemegang obligasi syariah berhak menerima pendapatan berupa bagi hasil/margin/fee, dan pembayaran kembali dana obligasi saat jatuh tempo, (Fatwa DSN-MUI No.32/DSN-MUI/IX/2002). Berdasarkan *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* Nomor: 17 menyebutkan *investment* bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu asset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi. Menurut Mak (2010), sukuk merupakan suatu surat berharga berjangka panjang, dengan prinsip syariah. Pemegang sukuk akan mendapatkan hasil/margin/fee. Emiten akan membayar kembali dana pada saat jatuh tempo. Menurut Otoritas Jasa Keuangan (2016) faktor utama yang mempengaruhi pertumbuhan sukuk adalah imbal hasil (*yield*) yang kompetitif dan likuiditas sukuk. Untuk ini diperlukan imbal hasil yang lebih menarik dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya.

2.2 Produk Domestik Bruto

Produk Domestik Bruto adalah nilai pasar semua barang dan jasa akhir yang diproduksi dalam perekonomian selama kurun waktu tertentu (PDB). PDB menjadi salah satu ukuran dalam menilai kinerja perekonomian, yang meliputi pendapatan total dan pengeluaran total nasional atas *output* barang dan jasa (Mankiw, 2007). Namun demikian sebagaimana ahli menyebutkan PDB tidak sebatas pada total output barang dan jasa, akan tetapi juga alokasi dari *output* diantara berbagai alternatif. Pertumbuhan PDB diindikasikan terjadinya pertumbuhan ekonomi dalam suatu negara. Pertumbuhan ekonomi mengakibatkan daya beli masyarakat meningkat, kesempatan kerja, dan mempengaruhi pertumbuhan produksi, (Kewal, 2012). PDB disimbolkan dengan (Y), dan erat kaitannya dengan konsumsi (C), investasi (I) pengeluaran pemerintah (G), dan ekspor neto (NX).

Formulasi hubungan ini dapat digambarkan dalam bentuk:

$$Y = C + I + G + NX$$

Persamaan diatas merupakan sebuah persamaan identitas, yang digunakan sebagai variabel-variabel yang mempengaruhi Y (PDB). Dalam kajian lain menyebutkan, sukuk erat kaitannya dengan pertumbuhan ekonomi. Ini dapat dijumpai dari penelitian yang dilakukan oleh Savitri (2016). Dari penelitiannya menyebutkan, variabel sukuk korporasi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan PDB. Peningkatan pertumbuhan ekonomi akan menyebabkan peningkatan permintaan sukuk korporasi.

2.3 Kurs

Menurut Mankiw (2007) nilai tukar (*exchange rate*) atau kurs antara dua negara adalah tingkat harga yang disepakati penduduk kedua negara untuk saling melakukan perdagangan. Terdapat dua jenis kurs, yaitu kurs nominal dan kurs riil. Nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*) adalah harga relatif dari barang-barang kedua negara, dimana biasa disebut *term of trade*. Kurs riil adalah rasio harga domestik dengan harga internasional. Kurs riil menyatakan tingkat untuk dapat memperdagangkan barang-barang dari suatu negara dengan negara lain. Kurs riil terkadang disebut *terms of trade*. Nilai tukar riil diantara kedua negara dihitung dari nilai tukar nominal dan tingkat harga di kedua negara. Jika nilai tukar riil tinggi, maka barang-barang luar negeri relatif murah, dan barang-barang domestik relatif mahal. Jika nilai tukar riil adalah rendah, barang-barang luar negeri relatif mahal, dan barang-barang domestik murah. Menurut penelitian Savitri (2016) hasilnya menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Jika nilai tukar tinggi dan tidak menentu, maka akan meningkatkan risiko dan menghambat kegiatan investasi emiten, sehingga akan meningkatkan harga barang dan biaya produksi. Hal tersebut menyebabkan kegiatan investasi emiten menjadi terhambat dan memberatkan emiten dalam membayar imbalan kepada pemegang sukuk.

2.3 Inflasi

Mankiw (2007) inflasi merupakan suatu kondisi kenaikan tajam harga dari suatu barang dan berlangsung terus menerus dalam jangka waktu lama. Kenaikan ini telah mengakibatkan daya beli uang menjadi rendah, sebanding dengan kenaikan harga-harga tersebut. Inflasi sebagai kecenderungan kenaikan dari harga secara umum. Kecenderungan yang dimaksudkan adalah kenaikan tersebut bukan terjadi sesaat. Kenaikan harga secara umum mengindikasikan kenaikan harga dalam banyak jenis yang digunakan untuk mengukur inflasi, (Hazmi, 2018). Perhitungan inflasi didasarkan atas sekelompok barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. Dengan demikian tingkat inflasi dihitung berdasarkan harga barang diseluruh wilayah Indonesia. Indikator yang lazim digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen. Indeks Harga Konsumen. sebagai indikator umum yang digunakan untuk menggambarkan perubahan dari harga. Perubahan indeks harga konsumen menunjukkan pergerakan harga dari barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. Menurut penelitian Rini (2012) menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Peningkatan inflasi akan menyebabkan penurunan penerbitan sukuk. Hal ini dikarenakan pemerintah dan korporasi sebagai emiten akan melihat dan menyesuaikan dengan kondisi pasar.

2.4 Bagi Hasil Deposito Syariah

Dalam penentuan bagi hasil deposito syaria'ah dapat dilakukan dengan cara tidak tetap (berfluktuasi), dan disesuaikan dengan jumlah pendapatan dari bank syariah. Deposito *mudharabah* sebagai salah satu investasi pilihan dengan nisbah yang menjanjikan. Sejumlah kajian tentang pengaruh bagi hasil deposito bank syariah telah dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu. Hal ini dapat dijumpai dalam penelitian (Ghafur, 2003; Rahma, 2004; Indrawati, 2006, Marsenal, 2008; dan Ardiansyah dan Lubis, 2017). Penelitian Ghafur (2003) menyebutkan, dalam pembagian hasil deposito, tidak berpengaruh signifikan dengan simpanan. Faktor agama sebagai factor yang pendorong nasabah melakukan simpanan. Rahma (2004) menyebutkan, variabel tingkat bagi hasil berpengaruh tidak signifikan

terhadap simpanan *mudharaba*, sedangkan variabel suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap simpanan *mudharabah*. Selanjutnya Indrawan (2006) menyebutkan, bahwa variabel tingkat bagi hasil berpengaruh tidak signifikan terhadap volume simpanan *mudharabah*, sedangkan variabel tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap volume simpanan *mudharabah*. Lebih lanjut Marsenal (2008) menyebutkan, variabel bagi hasil berpengaruh positif terhadap simpanan deposito, sedangkan variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap simpanan deposito. Menurut penelitian Ardiansyah dan Lubis (2017) menyebutkan bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Semakin tinggi imbal hasil deposito *mudharabah*, maka mengakibatkan menurunkan pertumbuhan sukuk korporasi. Hal ini disebabkan masyarakat cenderung tertarik menyimpan dana dalam bentuk deposito, dibandingkan sukuk korporasi.

2.5 Harga Minyak

Minyak mentah (*Crude Oil*) merupakan salah satu komoditas utama dunia saat ini. Sebagian besar industri menggunakan minyak mentah dalam aktivitas, (Sartika, 2017). Fluktuasi harga minyak dunia berpengaruh terhadap tingkat inflasi, sehingga mengakibatkan harga barang/jasa berubah (naik/turun). Standar harga minyak dunia umumnya mengacu pada *West Texas Intermediate* (WTI). Fluktuasi harga minyak akan berdampak terhadap pasar modal suatu Negara, (Nizar 2012). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khaliq (2015). Dari hasil penelitiannya menyebutkan, guncangan harga minyak dunia telah mengakibatkan kenaikan biaya produksi, sehingga mengakibatkan produksi menurun. Pada sisi lain disebutkan, kenaikan harga minyak dunia berdampak positif terhadap harga produk yang dihasilkan industri. Ini disebabkan biaya yang dikeluarkan mengalami peningkatan, yang pada gilirannya mengakibatkan permintaan masyarakat menurun. Jika kondisi ini berlangsung dalam jangka panjang, maka akan memberi efek buruk terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia dan pertumbuhan sukuk.

2.6 Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) merupakan instrumen kebijakan moneter yang bertujuan untuk mengatasi kesulitan kelebihan likuiditas pada bank yang kegiatannya sesuai dengan prinsip syariah. Surat berharga ini berdasarkan pada prinsip syaria'ah, yang berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. SBIS sebagai salah satu instrumen operasi pasar terbuka guna pengendalian jumlah uang beredar, yang dilakukan sesuai dengan prinsip syariah. Manab (2016) dari hasil penelitiannya menunjukkan SBIS berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Ketika suku bunga pasar naik maka harga obligasi akan turun.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Metode Pengolahan dan Analisis Data

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder, berupa deret waktu (*timeseries*) dalam bulanan, mulai Januari 2014 sampai dengan Desember 2019. Sejumlah variable digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap

variabel dependen. Variable penelitian terdiri dari: PDB, Kurs, Inflasi, HMD, BHDS, SBIS dan Sukuk Negara. Penelitian ini menggunakan metode analisis *Error Correction Model (ECM)*. Model ini digunakan untuk data yang tidak stasioner pada level I (0), namun stasioner pada I(1). ECM memiliki potensi untuk terkointegrasi dalam jangka panjang. *ECM* mengasumsikan adanya keseimbangan (*equilibrium*) dalam jangka panjang antara variable. Namun dalam jangka pendek tidak. Jika pada suatu periode terjadi ketidakseimbangan (*disequilibrium*), maka pada periode berikutnya dalam rentan waktu tertentu akan terjadi proses koreksi kesalahan (*error correction*), sehingga kembali kepada posisi keseimbangan. Proses koreksi kesalahan ini dapat diartikan sebagai penyesuaian perilaku jangka pendek yang berpotensi mengalami ketidakseimbangan jangka panjang.

3.2 Uji Stasioneritas dan Kointegrasi

Uji akar unit dimaksudkan untuk memastikan data yang digunakan stasioner pada level atau pada kondisi perbedaan (*in difference*) pada derajat tertentu, yang dilakukan dengan metode *Augmented Dickey Fuller (ADF)*. Stasioner data dapat dilihat dari nilai *MacKinnon Critical Values*. Jika nilai ADF lebih besar dari nilai *MacKinnon Critical Values*, maka data tersebut telah stasioner, (Hazmi dkk, 2019 dan Zulkarnain dkk, 2019).

Uji kointegrasi dilakukan dengan menggunakan *Johanssen Cointegration Test*. Setelah semua variabel telah stasioner pada tingkat *first difference* maka pengujian kointegrasi dapat dilakukan. Jika hasil pengujian menunjukkan *trace statistic > critical value*, maka persamaan tersebut memiliki kointegrasi.

Dimana:

H_0 = nonkointegrasi dengan hipotesis alternatifnya
 H_1 = kointegrasi.

Jika *trace statistic > critical value*, maka tolak H_0 atau terima H_1 , artinya terdapat kointegrasi (keseimbangan dalam jangka panjang).

3.3 Model Penelitian

Pembentukan model pada persamaan awal (1) *ECM* yang menggambarkan hubungan keseimbangan jangka panjang dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$LSUKUK = \alpha_0 + LPBD_t + LKURS_t + INF_t + LBHDS_t + LHMD_t + SBIS_t + e_t \dots \dots (1)$$

Jika variable sukuk berada pada titik keseimbangan terhadap variable independen, maka hubungan keseimbangan antara variable dependen dan independen seperti persamaan (1) terpenuhi. Namun pada umumnya keseimbangan tersebut justru terjadi ketidakseimbangan dalam jangka pendek.

Keseimbangan ini digambarkan dengan nilai *Error Corection Term (ECT)*, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$ECT_t = LSUKUK + \alpha_0 + LPBD_t + LKURS_t + INF_t + LBHDS_t + LHMD_t + SBIS_t \dots \dots (2)$$

Dimana;

ECT sebagai kesalahan atas ketidakseimbangan.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHAAN

Dari hasil pengujian unit root (akar unit) terhadap sejumlah variable penelitian, yang menunjukkan semua variable telah stasioner pada *first difference* dan tidak pada tingkat level. Dengan demikian penggunaan model ECM sudah terpenuhi. Adapun hasil pengujian *unit root* yang dilakukan dengan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* sebagaimana ditunjukkan pada table 3.1 berikut.

Tabel 1. Hasil Uji Unit Root Null Hypothesis:
Augmented Dickey-Fuller Test Statistic

Variabel	t-Statistic	Prob.
D(LSUKUK)	-8,483795	0,0000
D(LPDB)	-3,366459	0,0000
D(LKURS)	-9,037555	0,0000
D(INF)	-6,604812	0,0000
D(BHDS)	-9,209832	0,0000
D(LHM)	-5,759324	0,0000
D(SBIS)	-5465264	0,0000

Sumber: Data diolah tahun 2020

Dari hasil uji *unit root*, variable Sukuk, PDB, Kurs, Inflasi (INF), Bagi Hasil Deposito Syariah (BHDS), Harga Minyak (HM) dan Suku Bunga BI Syariah (SBIS), telah stasioner pada *First Difference* (I(1)). Hasil ini menunjukkan bahwa model ECM telah memenuhi sebagian persyaratan untuk dilakukan tahapan pengujian berikut. Langkah selanjutnya adalah memastikan diantara variabel dalam jangka pendek memiliki keseimbangan. Untuk memastikan hal ini, perlu dilakukan melalui uji *ECM*.

Untuk mengetahui ada tidaknya hubungan jangka pendek namun terintegrasi diantara variable independen dengan variable dependen, maka dilakukan melalui uji *error correction model (ECM)*. Hasil uji ECM sebagaimana ditunjukkan pada tabel 2. Dari hasil uji *ECM* sebagaimana ditunjukkan pada tabel 2, yang membuktikan bahwa terdapat pengaruh dalam keseimbangan jangka pendek diantara variable yang diteliti. Dalam jangka pendek, variable PDB, Kurs, Inflasi, Bagi Hasil Deposito Syariah, Harga Minyak memiliki pengaruh. Namun tidak demikian dengan variable suku bunga BI Syariah. Perubahan (naik/turun) PDB, dan Bagi Hasil Deposito Syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan sukuk Negara. Perubahan Suku Bunga BI Syariah tidak signifikan terhadap pertumbuhan sukuk Negara. Sedangkan perubahan (naik/turun) Kurs, Inflasi, dan Harga Minyak berpengaruh negative dan signifikan terhadap pertumbuhan sukuk negara. Dalam upaya memenuhi kebutuhan pembiayaan deficit yang bersumber dari sukuk Negara. Sukuk menjadi alternative pembiayaan yang memiliki potensi untuk berkembang dimasa yang akan datang.

Tabel 2. Hasil estimasi *Error Correction Model*
Dependent Variabel D(Sukuk)

Variabel	Coefisien	t-statistik	Prob.
----------	-----------	-------------	-------

C	-0.019443	-0.00266	0,1509
D(LPDB)	0.429451	-0.75575	0,0486
D(LKURS)	-0.069673	0.32909	0,0003
D(INF)	-0.003410	0.47157	0,0045
D(BHDS)	0.005715	-0.44035	0,0456
D(LHM)	-0.090687	168.373	0,0056
D(SBIS)	0.003169	-0.12176	0,8760
R-squared	0,851615		
Adjusted R-squared	0,831231		
Durbin-WatsonStat	2,045342		

Sumber: Data diolah tahun 2020.

Namun demikian pemerintah perlu menjaga sejumlah variable yang mempengaruhi pertumbuhan sukuk Negara. Hal ini tentunya akan lebih tepat untuk dilakukan, mengingat sukuk tidak memiliki efek negative terhadap perubahan suku bunga. Untuk ini diperlukan diupayakan untuk mengendalikan tingkat inflasi, pada posisi yang relative aman. Pelemahan kurs rupiah terhadap mata uang asing, terutama terhadap dollar AS juga ikut mempengaruhi pertumbuhan sukuk Negara (melemah). Sedangkan harga minyak ikut memberi pengaruh negative terhadap pertumbuhan sukuk Negara, sebagai akibat dari harga minyak tinggi. Harga minyak ikut memberi pengaruh terhadap peningkatan inflasi (inflasi inpor).

Nilai R-squared 0,851615 memberi makna, bahwa penggunaan variable dalam penelitian ini sudah cukup baik. Namun demikian masih ada sejumlah variable lain yang belum menjadi variable dalam penelitian ini. Walaupun nilai relative kecil, yakni sebesar 14,8385 persen, penambahan variable lain menjadi penting untuk dilakukan. Hal ini dimaksudkan untuk mendapatkan hasil yang lebih maksimal. Pada penelitian yang akan datang perlu mempertimbangan tingkat konsumsi masyarakat dan investasi. Dari hasil pengujian ini juga membuktikan tidak terjadi pelanggaran asumsi klasik, seperti: normalitas, hetoreskedatisitas, dan autocorelasi.

Dalam hal nilai C (konstanta) yang tidak signifikan, tentunya bukan menjadi persoalan. Konstanta memiliki suatu nilai yang tetap (tidak berubah), dan tentunya berbeda dengan variable yang cenderung tidak tetap. Konstanta dalam persamaan regresi linier merupakan nilai variable dependen (Y), ketika semua peubah (X_i) bernilai nol, atau tidak mengalami perubahan (Gentlemen, 2008).

Untuk melihat pengaruh keseimbangan dalam jangka panjang dilakukan melalui uji *cointegrating equation*. Hasil uji sebagaimana ditunjukkan pada tabel 3, yang dilakukan dengan *Johansen Cointegration*. Uji kointegrasi yang dimaksudkan untuk melihat pengaruh keseimbangan jangka panjang antara variable independen terhadap variable dependen. Dari hasil uji kointegrasi menunjukkan bahwa, terdapat 3 variable indenpenden, yakni: PDB, BHDS dan SBIS yang memiliki pengaruh dalam keseimbangan jangka panjang dengan variable Sukuk Negara. Hal ini terlihat dari hasil uji tersebut. Variabel PDB, Bagi Hasil Deposito Syari'ah, dan Suku BI Syari'ah berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan sukuk Negara. Hal ini dapat dimaknai bahwa, setiap perubahan (naik/turun) PDB, Bagi Hasil Deposito Syari'ah, dan Suku Bunga BI Syari'ah akan memberi pengaruh terhadap pertumbuhan Sukuk Negara.

Tabel 3. Hasil Estimasi *Cointegrating Johansen Cointegration*
Dependent Variabel D(Sukuk)

Variabel	Koefisien	t-statistik	Prob.
D(LPDB)	6,447.152	9.86442	0.0059
D(LKURS)	-1,294.489	-2.59227	0.1636
D(INF)	0,062432	4.67526	0.1903
D(BHDS)	0,011490	-0.45760	0.0053
D(LHM)	0,038916	0.63722	0.1980
D(SBIS)	0,002243	-0.06519	0.0076

Sumber: Data diolah tahun 2020.

PDB sebagai salah satu indikator penting dalam pertumbuhan ekonomi, sedapat mungkin perlu diupaya untuk terus meningkat dari tahun ke tahun. Hal yang sama juga diharapkan terjadi pada Bagi Hasil Deposito Syariah dan Suku Bunga BI Syaria'ah. Peningkatan kedua variable ini, ternyata mendorong masyarakat melakukan investasi pada sukuk Negara. Keberadaan sukuk Negara menjadi alat alternatif dalam melakukan investasi. Terutama investasi di sector syaria'ah, yang dalam beberapa tahun terakhir menunjukkan tren meningkat.

Sedangkan variable Kurs, Inflasi dan Harga Minyak tidak memiliki pengaruh dalam keseimbangan jangka panjang terhadap pertumbuhan sukuk Negara. Perubahan (naik/turun) Kurs, Inflasi dan Harga Minyak tidak memberi pengaruh signifikan terhadap pertumbuhan sukuk Negara. Walaupun demikian pemerintah perlu selalu menjaga ketiga variable makroekonomi ini. Hal ini erat kaitanya dengan pertumbuhan ekonomi, (Hazmi, dkk). Dalam kondisi pandemi covid-19, ketiga variable ini mengalami gangguan. Pertumbuhan dalam kuartal I dan II menunjukkan tekanan yang sangat kuat. Walaupun tingkat inflasi dan harga minyak dunia relative cukup aman. Namun telah memberikan efek buruk bagi perekonomian nasional. Terutama terhadap daya beli masyarakat, yang mengalami penurunan, sebagai akibat dari penurunan pendapatan.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Sukuk Negara memiliki potensi besar dalam jangka panjang, sebagai upaya dalam menghadapi fiscal deficit, yang dalam beberapa tahun mengalami peningkatan. Hal ini dapat dilihat dari kontribusi sukuk dalam pembiayaan deficit yang menunjukkan tren meningkat. Rata-rata kontribusi mencapai 30 persen dari total pembiayaan dari surat utang Negara. Untuk ini diperlukan upaya yang sistematis dan kontinue, dalam meningkatkan daya minat masyarakat, terutama dalam kepemilikannya, Disamping bagi hasil yang lebih menjanjikan, sukuk terbebas dari unsur riba. Sejumlah variable makroekonomi juga mempengaruhi pertumbuhan sukuk Negara, seperti, kurs, suku bunga bank Indonesia, inflasi, harga minyak. Kestabilan nilai tukar rupiah terhadap dollar AS, ikut mewarnai keberadaan sukuk Negara di tanah air.

DAFTAR PUSTAKA

- Albugasem M, Muhamed NA, Ramli NM. (2015). The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating. *Procedia Economics and Finance*. 31(12): 62-74.
- Datuk B. (2014). Sukuk, Dimensi Baru Pembiayaan Pemerintah Untuk Pertumbuhan Ekonomi. *Jurnal Riset Akuntansi & Bisnis*. 14(14): 111–24. Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah. *Mengenal Instrumen Investasi dan Pembiayaan Syariah*. <http://www.djppr.kemenkeu.go.id/page/load/1449>
- Fadhila, Dewi Rahma. (2004). Pengaruh Tingkat Bagi Hasil dan Suku Bunga Terhadap Simpanan Mudharabah: Studi Kasus Bank Syariah Mandiri. Skripsi. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Hazmi, Y. (2018). Analisis Kredit, GDP, Inflasi dan Suku Bunga terhadap Pertumbuhan Ekonomi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 20, No. 2. Politeknik Negeri Lhokseumawe.
- Hazmi, Y., Raja, M., Nazamuddin, and Abdullah, S. (2019). *Analysis of Subsidies, Inflation, Exchange Rates, BI Rates on Fiscal Sustainability In Indonesia*. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 4(3), 2049-2074.
- Hazmi, Y., Faisal, F., Y., Putri., dan Cahyani., I. (2019). Akumulasi Utang Pemerintah, Subsidi dan Keberlanjutan Fiskal Di Indonesia. *Prosiding Seminar Nasional*, Vol. 3, No. 1. Politeknik Negeri Lhokseumawe.
- Indrawan, Erik Rio. (2006). Pengaruh Tingkat Bagi Hasil dan Suku Bunga Terhadap Simpanan Mudharabah Pada BPRS Bangun Drajat Warga Yogyakarta. Skripsi. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Ipando, Ogi Marsenal. (2008). Pengaruh Bagi Hasil Deposito Syariah Mandiri dan Suku Bunga Deposito Bank Umum Terhadap Jumlah Simpanan Deposito Syariah Mandiri di Bank Syariah Mandiri. Skripsi. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta. Yogyakarta
- Kewal, SS. (2012). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Economia*. 10(2): 53–64.
- Khaliq, A. (2015). Mekanisme Transmisi Goncangan Harga Minyak dan Harga Pangan Dunia terhadap Perekonomian Makro Indonesia: Pendekatan Structural Vector Autoregressive (SVAR). *Business Management Journal*. 11(2): 21–59.
- Manab, A, Sujianto AE. (2016). *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro terhadap Penerbitan Sukuk Negara Di Indonesia, Malaysia, dan Brunei Darussalam*. Tulungagung (ID): Cahaya Abadi.
- Mankiw NG. (2007). *Makroekonomi*. Liza F, Nurmawan I, Penerjemah; Hardini W, Barnadi D, Saat S, editor. Jakarta (ID): Penerbit Erlangga.

Nizar MA. (2012). Dampak Fluktuasi Harga Minyak Dunia terhadap Perekonomian Indonesia. *Bulletin Ilmiah Litbang Perdagangan*. 8(2): 189–210.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor: 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor: 21 Tahun 2008 Tentang Perbankan Syariah.

Sartika U. (2017). Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga, Kurs, Harga Minyak Dunia Dan Harga Emas Dunia Terhadap IHSG dan JII Di Bursa Efek Indonesia. *I-Finance*. 3(2): 2–4.

Savitri NID. (2016). Analisis Pengaruh Produk Domestik Bruto, Inflasi, dan Nilai Kurs terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi Di Indonesia Periode Tahun 2014-2016. *Ejournal UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta* 7(3): 1–15.

Wafa Mak. (2010). Analisa Faktor-Faktor yang Memengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-I (Periode Maret 2009 - Juni 2010). *La Riba*. 4(2): 161-178.

Zulkarnain, T. Yusri, H., Raja., M, dan Ali., I. (2019). *Dynamic Influences, Government Debt, Subsidies on Fiscal Deficits in Indonesia*. *Journal of Applied Economic Sciences*. Vol. 14, No. 4.

