

SKRIPSI

**FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN
SUKUK NEGARA RITEL SR-008 DI INDONESIA**



Disusun Oleh :

**ZAKI MUBARAQ
NIM. 150602160**

**PROGRAM STUDI EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI AR-RANIRY
BANDA ACEH
2019 M/1440 H**

LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH

Yang bertandatangan di bawah ini

Nama : Zaki Mubaraq
NIM : 150602160
Program Studi : Ekonomi Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam

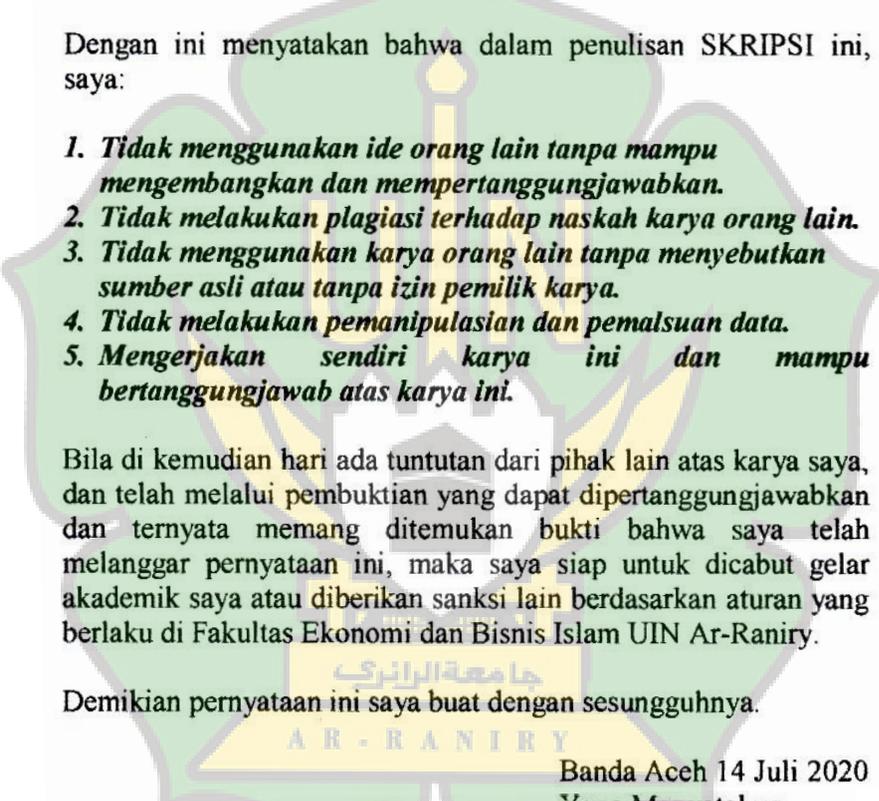
Dengan ini menyatakan bahwa dalam penulisan SKRIPSI ini, saya:

- 1. Tidak menggunakan ide orang lain tanpa mampu mengembangkan dan mempertanggungjawabkan.*
- 2. Tidak melakukan plagiarasi terhadap naskah karya orang lain.*
- 3. Tidak menggunakan karya orang lain tanpa menyebutkan sumber asli atau tanpa izin pemilik karya.*
- 4. Tidak melakukan manipulasi dan pemalsuan data.*
- 5. Mengerjakan sendiri karya ini dan mampu bertanggungjawab atas karya ini.*

Bila di kemudian hari ada tuntutan dari pihak lain atas karya saya, dan telah melalui pembuktian yang dapat dipertanggungjawabkan dan ternyata memang ditemukan bukti bahwa saya telah melanggar pernyataan ini, maka saya siap untuk dicabut gelar akademik saya atau diberikan sanksi lain berdasarkan aturan yang berlaku di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar-Raniry.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya.

Banda Aceh 14 Juli 2020
Yang Menyatakan.




Zaki Mubaraq

LEMBAR PERSETUJUAN SIDANG SKRIPSI

SKRIPSI

**Diajukan Kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
UIN Ar-Raniry Banda Aceh
Sebagai Salah Satu Beban Studi
Untuk Menyelesaikan Program Studi Ekonomi Syariah**

Dengan Judul:

**Faktor Yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel Sr-008
Di Indonesia**

Disusun Oleh:

Zaki Mubaraq
NIM. 150602160

Disetujui untuk diseminarkan dan dinyatakan bahwa isi dan formatnya telah memenuhi syarat sebagai kelengkapan dalam penyelesaian studi pada Program Studi Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar-Raniry

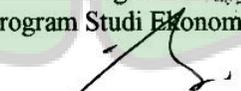
Pembimbing I,


Prof. Dr. Nazaruddin A. Wahid MA
NIP: 195612311987031031

Pembimbing II,


Dr. Muhammad Adnan, SE., M.Si
NIP: 197204281999031005

Mengetahui
Ketua Program Studi Ekonomi Syariah,


Dr. Nilam Sari, M.Ag
NIP: 197103172008012007

LEMBAR PENGESAHAN SEMINAR HASIL

SKRIPSI

Zaki Mubaraq

NIM. 150602160

Dengan Judul:

**Faktor Yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel Sr-008
Di Indonesia**

Telah Diseminarkan Oleh Program Studi Strata Satu (S1)
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar-Raniry
dan Dinyatakan Lulus Serta Diterima Sebagai Salah Satu Beban Studi
Untuk
Menyelesaikan Program Studi Strata 1 dalam bidang Ekonomi Syariah

Banda Aceh

Tim Penilai Seminar Hasil Skripsi

Pada Hari/Tanggal : Kamis 19 Desember 2019 M
22 Jumadil Awal 1441 H

Banda Aceh

Tim Penilai Seminar Hasil Skripsi

Pembimbing I,

Prof. Dr. Nazaruddin A. Wahid MA
NIP. 195612311987031031

Penguji I,

Dr. Hafas Furqani, M.Ec
NIP. 198006252009011009

Pembimbing II,

Dr. Muhammad Adnan, SE., M.Si
NIP. 197204231999031005

Penguji II,

Irham Fahmi, SE., M.Si
NIP. 197212272008121001

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
Universitas Islam Negeri Ar-Raniry Banda Aceh

Dr. Zaki Fuad, M.Ag
NIP. 196403141992031003

LEMBAR MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Ilmu lebih utama dari harta, karena
Ilmu itu menjaga kamu sedangkan harta kamulah yang
menjaganya (Ali bin Abi Thalib)

Bantinglah otak untuk mencari ilmu sebanyak-banyaknya guna
mencari rahasia yang terkandung di dalam benda besar yang
bernama dunia ini, tetapi pasanglah pelita dalam hati sanubari,
yaitu pelita kehidupan jiwa

(Al-Ghazali)

Puji dan syukur kehadiran Allah Swt dengan segenap ketulusan
hati kupersembahkan karya kecil dan sederhana ini untuk:
Papa dan Mama tercinta yang selalu mendoakan, memberi
semangat dan telah menjadi motivasi terbesar selama ini.
Kakak-kakak dan Abang-abangku tersayang yang telah
mendukung perjuanganku dalam menyelesaikan skripsi ini.
Serta sahabat-sahabatku yang selalu memberi saran dan motivasi
tanpa kalian hari-hari dan kenangan indah takkan pernah
tercipta.

KATA PENGANTAR



Puji syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadiran Allah SWT atas kuasanya yang selalu memberi rahmat, kasih sayang, kesehatan, dan kesabaran kepada penulis sehingga skripsi ini dapat penulis selesaikan dengan baik. Shalawat dan salam penulis sampaikan kepangkuan Nabi Muhammad *Shallaallah 'alaihi wassalam*, yang telah membawa umat manusia zaman yang penuh dengan ilmu pengetahuan.

Penulisan skripsi yang berjudul “Faktor yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008 di Indonesia” ini bertujuan sebagai salah satu syarat penyelesaian studi untuk mencapai gelar sarjana ekonomi pada Program Studi Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar-Raniry Banda Aceh.

Dalam proses penyusunan skripsi ini, penulis banyak mendapat bantuan yang sangat berarti dari berbagai pihak sehingga penulis dapat menyelesaikan karya ilmiah ini dengan baik. Dengan segala kerendahan hati penulis mengucapkan ribuan terima kasih dan penghargaan setinggi-tingginya kepada:

1. Dr. Zaki Fuad, M.Ag selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar-raniry Banda Aceh, yang telah banyak membantu penulis dalam memberikan dukungan secara moril

serta dukungan sarana dan prasarana dalam proses pembelajaran.

2. Dr. Nilam Sari, M.Ag selaku ketua Program Studi Ekonomi Syariah, Cut Dian Fitri, SE., M.Si, Ak selaku sekretaris Program Studi Ekonomi Syariah yang telah banyak meluangkan waktu dan pikiran dalam memberikan nasehat-nasehat, pengarahan dan bimbingan dalam menyelesaikan skripsi ini.
3. Muhammad Arifin, M.Ag., Ph. D selaku Ketua Laboratorium Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar-raniry Banda Aceh dan Hafidhah, SE., M.Si., Ak, CA selaku Dosen Staf Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam.
4. Prof. Dr. Nazaruddin A. Wahid. MA selaku pembimbing I dan Dr. Muhammad Adnan, SE., M.Si pembimbing II yang telah dengan sabar meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan, nasehat, dukungan dan ilmunya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik.
5. Dr. Hafas Furqani, M.Ec Sebagai penguji I dan Irham Fahmi, SE., M.Si sebagai penguji II telah memberikan saran dan masukan dalam skripsi ini.
6. Farid Fathony Ashal, Lc, M.A sebagai penasehat akademik, serta kepada seluruh dosen-dosen dan para staf Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, khususnya Dosen-dosen program studi Ekonomi Syariah yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan membeikan pengajaran serta nasihat-nasihat

kepada penulis selama mengikuti perkuliahan dan juga untuk seluruh staf Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam.

7. Teristimewa ibunda Arnidawati, Kakak dan abang tercinta Ida Husna S.Si, Ida Hayati S.Pd, dan Muhibbul Khairi S.IP yang telah memberikan pengorbanan yang luar biasa, bimbingan, serta memberikan doa terbaik bagi penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan Program Studi tepat waktu.
8. Semua pihak yang telah membantu penulis baik langsung maupun tidak langsung yang tidak mungkin dapat penulis sebutkan satu persatu. Semoga segala kebaikan dibalas oleh Allah Subhanahu wa ta'ala.

Akhirnya dengan mengucapkan Alhamdulillah, penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak, bagi penulis sendiri, dan kepada semua pihak yang telah banyak membantu. Dalam penulisan skripsi ini pun tidak lepas dari kekurangan dan kesalahan, penulis mengharapkan kritik dan saran yang dapat dijadikan masukan dalam penyempurnaan skripsi ini. Penulis juga mengharapkan semoga tulisan ini dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Banda Aceh, 14 Desember 2019
Penulis,

Zaki Mubaraq

TRANSLITERASI ARAB-LATIN DAN SINGKATAN

Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri P dan K
Nomor: 158 Tahun 1987 – Nomor: 0543 b/u/1987

1. Konsonan

No	Arab	Latin	No	Arab	Latin
1	ا	Tidak dilambangkan	16	ط	T
2	ب	B	17	ظ	Z
3	ت	T	18	ع	‘
4	ث	S	19	غ	G
5	ج	J	20	ف	F
6	ح	H	21	ق	Q
7	خ	Kh	22	ك	K
8	د	D	23	ل	L
9	ذ	Z	24	م	M
10	ر	R	25	ن	N
11	ز	Z	26	و	W
12	س	S	27	ه	H
13	ش	Sy	28	ء	’
14	ص	S	29	ي	Y
15	ض	D			

2. Vokal

Vokal Bahasa Arab, seperti vokal bahasa Indonesia, terdiri dari vokal tunggal atau monoftong dan vokal rangkap atau diftong.

a. Vokal Tunggal

Vokal tunggal bahasa Arab yang lambangnya berupa tanda atau harkat, transliterasinya sebagai berikut:

Tanda	Nama	Huruf Latin
َ	<i>Fathah</i>	A
ِ	<i>Kasrah</i>	I
ُ	<i>Dammah</i>	U

b. Vokal Rangkap

Vokal rangkap bahasa Arab yang lambangnya berupa gabungan antara harkat dan huruf, transliterasinya gabungan huruf, yaitu:

Tanda dan Huruf	Nama	Gabungan Huruf
َ ي	<i>Fathah dan ya</i>	Ai
َ و	<i>Fathah dan wau</i>	Au

Contoh:

كيف : *kaifa*

هول : *hauला*

3. *Maddah*

Maddah atau vokal panjang yang lambangnya berupa harkat dan huruf, transliterasinya berupa huruf dan tanda, yaitu:

Harkat dan Huruf	Nama	Huruf dan Tanda
اَ / ِ	<i>Fathah</i> dan <i>alif</i> atau <i>ya</i>	Ā
اِ / ِ	<i>Kasrah</i> dan <i>ya</i>	Ī
اُ / ِ	<i>Dammah</i> dan <i>wau</i>	Ū

Contoh:

قَالَ : *qāla*
رَمَى : *ramā*
قِيلَ : *qīla*
يَقُولُ : *yaqūlu*

4. *Ta Marbutah* (ة)

Transliterasi untuk *ta marbutah* ada dua.

- a. *Ta marbutah* (ة) hidup

Ta marbutah (ة) yang hidup atau mendapat harkat *fathah*, *kasrah* dan *dammah*, transliterasinya adalah t.

- b. *Ta marbutah* (ة) mati

Ta marbutah (ة) yang mati atau mendapat harkat sukun, transliterasinya adalah h.

- c. Kalau pada suatu kata yang akhir katanya ta *marbutah* (ة) diikuti oleh kata yang menggunakan kata sandang al, serta bacaan kedua kata itu terpisah maka ta *marbutah* (ة) itu ditransliterasikan dengan h.

Contoh:

رَوْضَةُ الْأَطْفَالِ	: <i>raudah al-atfāl/ raudatul atfāl</i>
الْمَدِينَةُ الْمُنَوَّرَةُ	: <i>al-Madīnah al-Munawwarah</i> <i>al-Madīnatul Munawwarah</i>
طَلْحَةُ	: <i>Talḥah</i>

Catatan:

Modifikasi

1. Nama orang berkebangsaan Indonesia ditulis seperti biasa tanpa transliterasi, seperti M. Syuhudi Ismail, sedangkan nama-nama lainnya ditulis sesuai kaidah penerjemahan. Contoh: Ḥamad Ibn Sulaiman.
2. Nama negara dan kota ditulis menurut ejaan Bahasa Indonesia, seperti Mesir, bukan Misr; Beirut, bukan Bayrut; dan sebagainya.
3. Kata-kata yang sudah dipakai (serapan) dalam kamus Bahasa Indonesia tidak ditransliterasi. Contoh: Tasauf, bukan Tasawuf.

ABSTRAK

Nama : Zaki Mubaraq
NIM : 150602160
Fakultas/Prodi : Ekonomi dan Bisnis Islam/Ekonomi Syariah
Judul : Faktor yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008 di Indonesia.
Tanggal Sidang : Kamis, 19 Desember 2019
Pembimbing I : Prof. Dr. Nazaruddin A. Wahid. MA
Pembimbing II : Dr. Muhammad Adnan SE.,M.Si

Pasar modal memiliki peranan dalam memobilisasi dana milik masyarakat terutama sebagai sarana bagi para investor untuk menginvestasikan dananya secara efisien. Sukuk merupakan suatu instrumen keuangan yang di terbitkan baik oleh swasta maupun pemerintah yang nantinya akan di gunakan untuk membantu operasional perusahaan atau proyek. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh harga sukuk negara ritel SR-008, tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, dan harga ORI 013 terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang tergolong dalam penelitian eksplanasi. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder dalam bentuk data *time series*. Sampel yang digunakan dibatasi selama periode 2016-2019. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate dan harga ORI 013 berpengaruh signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008. Sedangkan dalam jangka pendek variabel Harga sukuk negara ritel SR-008 berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008.

Kata Kunci : Permintaan sukuk negara ritel SR-008, Harga sukuk negara ritel SR 008, Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, ORI 013 dan *Vector Error Correction Model* (VECM)

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN SAMPUL KEASLIAN	i
HALAMAN JUDUL KEASLIAN	ii
LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN	iii
LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI	iv
LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI	v
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI	vi
KATA PENGANTAR	vii
TRANSLITERASI ARAB LATIN DAN SINGKATAN	xi
ABSTRAK	xv
DAFTAR ISI	xvi
DAFTAR TABEL	xix
DAFTAR GAMBAR	xx
DAFTAR LAMPIRAN	xxi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	10
1.4 Manfaat Penelitian	10
1.5 Sistematika Penulisan	11
BAB II LANDASAN TEORI	
2.1 Investasi	14
2.2 Pasar Modal Syariah	17
2.2.1 Instrumen Pasar Modal Syariah	20
2.3 Sukuk	22
2.3.1 Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk	26
2.3.2 Jenis-jenis Sukuk	27
2.3.3 Perbandingan Antara Sukuk dan Obligasi	31
2.3.4 Sukuk Ritel Negara	31
2.3.5 Akad dalam Sukuk Negara	33
2.3.6 Konsep Penjualan Sukuk Negara	34
2.3.7 Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008	36

2.4 Variabel-variabel yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Ritel Negara.....	37
2.4.1 Harga Sukuk Negara Ritel.....	37
2.4.2 Tingkat Bagi Hasil Deposito <i>Mudharabah</i>	41
2.4.3 BI 7-Day (Reverse) Repo Rate.....	43
2.4.4 ORI 013.....	45
2.5 Penelitian Terdahulu.....	50
2.6 Kerangka Pemikiran.....	54

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Rancangan Penelitian.....	56
3.2 Jenis dan Sumber Data.....	56
3.3 Variabel Penelitian.....	57
3.3.1 Klasifikasi Variabel Penelitian.....	57
3.3.2 Definisi Operasional Variabel.....	58
3.4 Model Penelitian.....	60
3.5 Teknik Analisis Data.....	60
3.5.1 Analisis Model VECM.....	61

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Deskriptif.....	65
4.2 Analisis Model.....	74
4.2.1 Uji Stasioneritas Variabel.....	74
4.2.2 Penentuan Lag Optimum.....	75
4.2.3 Uji Stabilitas VAR.....	76
4.2.4 Uji Kointegrasi.....	77
4.2.5 Uji Kausalitas Granger.....	79
4.2.6 Analisis <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM).....	81
4.3 Pengujian Hipotesis.....	85
4.3.1 Harga Sukuk Negara Ritel SR-008 Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR 008.....	85
4.3.2 Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008.....	86
4.3.3 BI 7-Day (Reverse) Repo Rate Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008.....	88

4.3.4 Harga ORI 013 Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008	89
--	----

BAB V PENUTUP

5.1 Kesimpulan.....	91
5.2 Saran.....	93

DAFTAR PUSTAKA



DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Perbandingan Antara Sukuk dan Obligasi	31
Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif	65
Tabel 4.2 Hasil Uji Stasioneritas	74
Tabel 4.3 Hasil Pengujian Lag Optimum	76
Tabel 4.4 Hasil Uji VAR	77
Tabel 4.5 Hasil Uji Kointegrasi	77
Tabel 4.5 Hasil Uji Kausalitas Granger	79
Tabel 4.6 Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang Antar Variabel Terhadap Permintaan Permintaan Sukuk Negara Ritel S-008	81
Tabel 4.7 Hasil Estimasi VECM Jangka Pandek Antar Variabel Terhadap Permintaan Permintaan Sukuk Negara Ritel S-008	86

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Perkembangan Sukuk Negara Ritel.....	4
Gambar 2.1 Hubungan Risiko dan <i>Return</i> yang Diharapkan..	16
Gambar 2.2 Kecembungan Obligasi	40
Gambar 2.3 Kerangka Berpikir	54
Gambar 4.1 Perkembangan Permintaan Sukuk Negara Ritel .	62
Gambar 4.2 Pergerakan Harga Sukuk Negara Ritel SR-008 ..	66
Gambar 4.3 Pergerakan Tingkat Bagi Hasil Deposito <i>Mudharabah</i>	70
Gambar 4.4 Pergerakan BI 7-Day (<i>Reverse</i>)Repo Rate	71
Gambar 4.5 Pergerakan Harga ORI	73

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Time Series	100
Lampiran 2 Hasil Analisis Data	101
Lampiran 3 Hasil Uji Lag Optimal	103
Lampiran 4 Hasil Uji Kointegrasi	104
Lampiran 5 Hasil Uji Stabilitas VAR	105
Lampiran 6 Hasil Uji <i>Granger Causality</i> Hasil Panel	105
Lampiran 7 Hasil <i>Vector Correction Model</i> (VECM)	106



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pemahaman investasi secara mendalam bagi banyak pihak menjadi dirasa penting dewasa ini. Setiap mereka yang bekerja atau memiliki sejumlah finansial menginginkan memiliki pengetahuan tinggi dalam menempatkan kepemilikan dana tersebut pada tempat-tempat yang memiliki nilai *profitable, profitable* artinya memiliki prospek masa depan yang cerah dan menguntungkan, termaksud menempatkan sejumlah uang dengan membeli surat-surat berharga atau *commercial paper* (Fahmi, 2017:1). Menurut Malinda dan Martalena (2011) investasi merupakan bentuk penundaan konsumsi masa sekarang untuk memperoleh konsumsi di masa sekarang untuk memperoleh konsumsi di masa yang akan datang, dimana didalamnya terkandung unsur risiko ketidakpastian sehingga dibutuhkan kompensasi atas penundaan tersebut. Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang.

Aktivitas investasi pada umumnya dikenal dengan dua bentuk yaitu *Real Investment* atau disebut investasi nyata secara umum melibatkan *Asset* berwujud seperti tanah, mesin-mesin atau pabrik, sedangkan *Financial Investment* atau disebut investasi keuangan melibatkan kontrak tertulis seperti saham biasa atau *common stock*) dan obligasi (*stock*) (Fahmi, 2017:4). Investasi pada

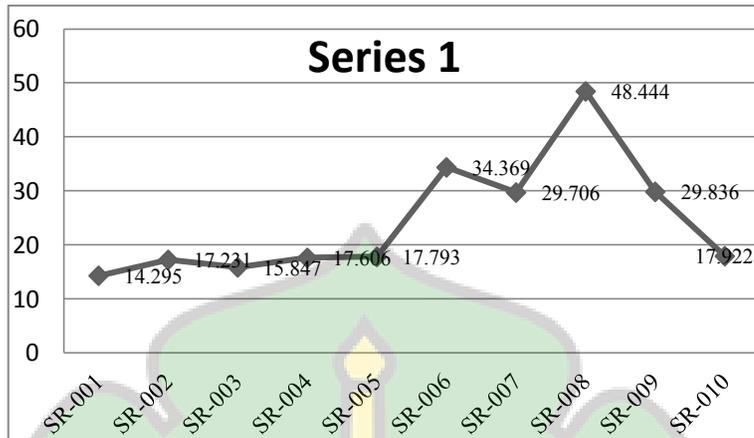
aset finansial dalam konteks ini sangat erat kaitannya dengan pasar modal. Pasar modal merupakan suatu wadah yang dapat mempertemukan pihak-pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Pasar modal juga dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang paling optimal (Tandelilin, 2010:26-27).

Pasar modal adalah sarana yang mempertemukan antara pihak yang memiliki kelebihan dana (*surplus fund*) dengan pihak yang kekurangan dana (*defisit fund*) di mana dana yang diperdagangkan merupakan dana jangka panjang. Aktivitas di pasar modal diharapkan perekonomian dapat meningkat karena meruakan alternatif pendanaan bagi perusahaan, sehingga dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar, dan selanjutnya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas (Manan, 2009:23-24). Berbagai sekuritas jangka panjang yang saat ini di perdagangkan di pasar modal Indonesia antara lain adalah saham biasa dan saham preferen, obligasi perusahaan dan obligasi konversi, obligasi negara, bukti *right*, waran, kontrak opsi, kontrak berjangka, dan reksa dana (Tandelilin, 2010:26-27).

Obligasi negara adalah surat berharga dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh negara republik Indonesia. Ada beberapa macam

produk obligasi negara yang di jual kepada masyarakat antara lain Obligasi Negara Ritel (ORI), Sukuk Negara Ritel (SR), *Fixed Rate* (FR), *Project Based* Sukuk (PBS), Obligasi Negara Valas (INDON), Obligasi Negara Valas (INDOIS), dan *Saving Bond Ritel* (SBR). Sukuk negara ritel adalah surat berharga syariah negara (sukuk negara) yang dijual kepada individu atau perseorangan warga negara Indonesia melalui agen penjual di pasar perdana di dalam negeri. Sukuk dipandang sebagai alternatif yang lebih baik daripada berhutang, karena pembiayaan sukuk mengandung unsur kerja sama dan investasi (Mandiri Syariah, 2017).

Beberapa kali pemerintah menerbitkan sukuk ritel yang memiliki karakteristik yang berbeda pada setiap seri. Adapun sukuk ritel yang telah dikeluarkan oleh pemerintah, yaitu SR-001, SR-002, SR-003, SR-004, SR-006, SR-007, SR-008, SR-009, SR-010, dan SR-011. Adapun karakteristik Sukuk Negara Ritel SR-008, yaitu diterbitkan dengan menggunakan akad *ijarah asset to be leased*, dan memberikan imbal hasil 8,30%. Sukuk Negara Ritel memiliki tenor selama tiga tahun dengan masa penawaran dari tanggal 19 Februari s.d 4 Maret 2016, dan jatuh tempo pada 10 Maret 2019. Sukuk ini memiliki tingkat imbal hasil sebesar 8,30%, lebih besar dari sukuk ritel sebelumnya. Berikut ini grafik jumlah masyarakat yang membeli sukuk ritel negara.



Sumber: www.djpr.kenenkeu.go.id, telah diolah 2019

Gambar 1.1
Perkembangan Sukuk Negara Ritel

Sesuai dengan kewenangan yang diberikan UU No.19 tahun 2008 tentang surat berharga syariah negara dan memperhatikan kebutuhan APBN tahun 2016 serta minat masyarakat terhadap sukuk negara ritel seri SR-008 sebesar 31.500.000.000.000.00 (tiga puluh satu triliun lima ratus miliar rupiah dengan jumlah investor sebanyak 48.444 orang. Sementara itu jumlah investor 48.444 orang juga merupakan yang terbesar selama ini. Sebagai perbandingan, Sukuk negara ritel seri SR-007 tahun 2015 di terbitkan sebesar 21.965.000.000.000.00 (dua puluh satu triliun sembilan ratus enam puluh lima miliar rupiah) dengan jumlah investor sebanyak 29.706 orang. Besarnya minat beli investor tersebut antara lain disebabkan oleh membaiknya pemahaman masyarakat terhadap instrumen investasi sukuk negara ritel dan semakin berpengalaman serta inovatif agen penjual dalam memasarkan sukuk ritel negara (Kementrian Keuangan, 2016).

Permintaan adalah keinginan konsumen membeli suatu barang pada berbagai tingkat harga selama periode waktu tertentu. Permintaan seseorang atau sesuatu masyarakat kepada sesuatu barang di tentukan oleh banyak diantaranya seperti harga barang itu sendiri, harga barang lain yang terkait, tingkat pendapatan perkapita, selera atau kebiasaan, jumlah penduduk, perkiraan harga di masa yang akan datang, dan distribusi pendapatan (Rahardja dan Manurung, 2008). Dalam pasar modal tingkat permintaan atas saham dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti deviden, harga saham, harga saham lain, tingkat liquiditas, suku bunga SBI, pajak, deposito perbankan, dan preferensi (Wafa, 2010).

Hukum permintaan pada hakikatnya menjelaskan hubungan antara permintaan suatu barang dengan tingkat harganya, sebab kenaikan suatu harga menyebabkan para pembeli mencari barang lain yang dapat di gunakan sebagai pengganti terhadap barang yang mengalami kenaikan harga. Sebaliknya harga turun maka pembeli mengurangi pembelian terhadap barang lain yang sama jenisnya dan menambah pembelian terhadap barang yang mengalami penurunan harga. Kenaikan harga juga menyebabkan pendapatan riil para investor berkurang. Pendapatan yang merosot tersebut memaksa para investor untuk mengurangi pembelianya terhadap berbagai jenis barang, dan terutama barang yang mengalami kenaikan harga (Sukirno, 2013).

Salah satu produk penghimpunan dana yang ditawarkan oleh pihak bank syariah kepada nasabah adalah deposito *mudharabah*. Secara singkat *mudharabah* atau penanaman modal adalah penyerahan modal kepada orang yang berniaga sehingga mendapatkan presentase keuntungan. Pengelolaan dana oleh bank dapat dilakukan sesuai dengan batasan-batasan yang ditetapkan oleh pemilik dana (*mudharabah muqayyadah*) atau dilakukan tanpa batasan-batasan dari pemilik dari pemilik dana (*mudharabah muthalaqah*) (Ascarya, 2011).

Bank Indonesia secara konsisten mengarahkan kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas makroekonomi. Kebijakan moneter oleh bank sentral mempunyai tujuan agar pergerakan inflasi ke depan tetap berada dalam sasaran yang telah ditetapkan, serta mendukung pertumbuhan ekonomi secara berkelanjutan. BI 7-Day (*Reverse*) *Repo rate* yang berlaku efektif sejak 19 agustus 2016, menggantikan BI *Rate*. Penguatan kerangka operasi moneter ini merupakan hal yang lazim dilakukan di berbagai bank sentral dan merupakan *best prestice* internasional dalam pelaksanaan operasi moneter. Kerangka operasi moneter senantiasa disempurnakan untuk memperkuat efektifitas kebijakan dalam mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan. Instrumen BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* digunakan sebagai suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor rill (www.bi.go.id).

Investasi di sukuk ritel tidak jauh berbeda dengan investasi di ORI (obligasi Negara Ritel Indonesia). Obligasi negara ritel adalah obligasi negara yang dijual kepada individu atau perseorang warga negara Indonesia melalui agen penjual, dengan volume minimum yang telah di tentukan. Persamaan dari sukuk negara ritel dan obligasi negara ritel keduanya merupakan surat utang yang diterbitkan oleh pemerintah, artinya mereka memiliki karakteristik yang hampir sama. Pada penelitian ini ORI 013 merupakan instrumen substitusi (barang pengganti) dari Sukuk Negara Ritel SR-008 (Kemenkeu).

Terdapat beberapa penelitian terdahulu mengenai pengaruh harga sukuk negara ritel SR-008, tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, dan harga ORI 013 terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008. Maftuh (2014) menemukan bahwa variabel harga sukuk negara ritel berpengaruh negatif dan signifikan terhadap permintaan sukuk ritel negara. Hasil ini menunjukkan bahwa salah satu faktor yang menentukan tingkat investor terhadap permintaan sukuk ritel negara adalah harga sukuk ritel itu sendiri. Teori ini sejalan dengan hukum permintaan, variabel harga merupakan determinan yang merubah keseimbangan sepanjang kurva permintaan selain tingkat bunga. Namun Wafa (2010) menemukan bahwa variabel harga sukuk negara ritel berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk ritel negara. Hal ini menunjukkan apabila terjadi

perubahan satu persen pada indeks harga sukuk maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan sukuk tersebut.

Penelitian Nurhaliza (2018) menemukan variabel tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* secara parsial tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk ritel negara SR-007. Hal ini bisa terjadi ketika investor salah satunya adalah Lembaga Keuangan menginvestasikan sejumlah dana pada deposito *mudharabah* kedalam sukuk, sehingga jumlah deposito *mudharabah* naik, maka emisi sukuk juga akan naik. Namun Abdullah (2016) menemukan bahwa tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk ritel negara.

Penelitian Amali (2018) menemukan variabel BI *rate* berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk ritel negara. Hal ini dikarenakan terdapat *interest rate risk*, yaitu risiko yang berasal dari variabilitas *return* akibat perubahan suku bunga, perubahan suku bunga ini berpengaruh negatif terhadap sekuritas. Adapun risiko tingkat pengembalian (*rate of return risk*) ada pada semua tipe sukuk dengan pengembalian tetap, sedangkan imbal hasil yang mengacu pada LIBOR atau *benchmark* konvensional lainnya membuat *return* pada sukuk dipengaruhi oleh suku bunga. Menurut Afina (2018) menemukan bahwa ORI 011 tidak berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR-006, beberapa alasan terkait harga ORI yang tinggi dan imbal hasil lebih rendah dari sukuk ritel negara SR 006.

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan sebelumnya maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **Faktor yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008 di Indonesia.**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka dapat di tarik rumusan masalah sebagai berikut:

1. Berapa besar pengaruh harga sukuk negara ritel SR-008 dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008?
2. Berapa besar pengaruh tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008?
3. Berapa besar pengaruh BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008?
4. Berapa besar pengaruh harga ORI 013 dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka penelitian ini bertujuan sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui berapa besar pengaruh harga sukuk negara ritel SR-008 dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008
2. Untuk mengetahui berapa besar pengaruh tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008
3. Untuk mengetahui berapa besar pengaruh BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008
4. Untuk mengetahui berapa besar pengaruh harga ORI 013 dalam jangka panjang dan pendek terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008

1.4 Manfaat Penelitian

1. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dalam berinvestasi khususnya pada sukuk negara ritel.

2. Bagi Pemerintah

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam mengambil keputusan terkait dengan penerbitan sukuk negara ritel.

3. Bagi Akademisi

Sebagai bahan pertimbangan untuk menindaklanjuti peneliti-peneliti yang serupa dan sebagai referensi yang sama dimasa yang akan datang.

1.5 Sistematika Penulisan

Tujuan dari sistematika penulisan adalah untuk memberikan sekilas tentang gambaran isi dari skripsi ini. Adapun sistematika dari penulisan skripsi ini adalah sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Bab I merupakan pendahuluan yang memberikan penjelasan secara umum, ringkas, dan padat yang mendiskripsikan isi penelitian secara tepat. Bab ini terdiri dari latar belakang masalah yang menjelaskan mengenai alasan pemilihan topik penelitian yang dilandasi oleh penjelasan gejala atau fenomena yang ingin diteliti dapat di ambil dari masalah teoritis atau praktis serta memberikan argumentasi mengenai topik penelitian dengan menunjukkan perbedaan konsep atau teori. Selanjutnya permasalahan yang ditimbul akan dirumuskan kedalam rumusan masalah yang kemudian diharapkan akan terjawab sebagai tujuan dari penelitian ini dan dapat memberikan manfaat. Bagian akhir dari bab ini adalah sistematika penulisan yang menguraikan tentang ringkasan materi yang akan di bahas pada setiap bab dalam skripsi ini.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini menjelaskan tentang rangkuman teori-teori yang terkait dengan topic, masalah serta variabel penelitian yang sekurang-kurangnya mampu menjelaskan definisi. Teori tersebut dijelaskan dari yang paling umum sampai khusus berdasarkan penelitian. Bab ini juga mencantumkan penelitian-penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian ini serta menjelaskan hubungan antar setiap variabel independen dengan variabel dependen. Kerangka berpikir membahas rangkaian penalaran atau pola pikir yang akan digunakan untuk menggambarkan masalah penelitian sehingga terbentuk kerangka pemikiran yang akan mengantarkan pada kesimpulan penelitian. Kerangka penelitian tersebut harus berasal dari teori atau gabungan dari beberapa teori dan penelitian sebelumnya yang digambarkan dalam bentuk diagram.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini berisi tentang penegasan tentang metode pendekatan serta teknik yang akan digunakan untuk mengumpulkan dan menganalisis data-data tersebut yang akhirnya dapat menjawab permasalahan dalam penelitian ini. Bab ini terdiri dari penjelasan rancangan penelitian, populasi, sampel, jenis, dan sumber data yang digunakan, penjelasan mengenai variabel penelitian terdiri dari variabel dependen dan independen, penjelasan terkait definisi operasional, penjelasan mengenai teknik analisis data yang digunakan. Serta metode pengujian hipotesis.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan tentang hasil dan pembahasannya yang diuraikan secara kronologis dan sistematis sesuai dengan rumusan masalah serta tujuan penelitian. Uraian dalam bab ini terdiri dari penjelasan tentang objek penelitian yang diteliti, deskripsi data yaitu analisis harga sukuk negara ritel SR-008, tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, ORI 013 serta analisis tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008. Selanjutnya hasil dari analisis data tersebut akan diinterpretasikan dan kemudian diikuti oleh penarikan kesimpulan. Adapun kesimpulan yang dipaparkan akan dibandingkan dengan penelitian terdahulu.

BAB V PENUTUP

Bab ini berisi tentang kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan. Kesimpulan dipaparkan dalam uraian padat. Saran disampaikan kepada pihak-pihak yang terkait serta kepada peneliti berikutnya yang berminat meneliti permasalahan sejenis. Penelitian ini dilampiri dengan daftar pustaka dan daftar lampiran yang meliputi lembar konsultasi, lembar SK, lampiran data-data penelitian, hasil output *Eviews*, serta daftar riwayat hidup penulis.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa depan. Investasi juga mempelajari bagaimana mengelola kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam konteks investasi berarti kesejahteraan yang sifatnya moneter bukan kesejahteraan rohaniah. Kesejahteraan moneter bisa ditunjukkan dari penjumlahan pendapatan yang dimiliki saat ini dan nilai saat ini dengan pendapatan di masa mendatang. Pengertian yang lebih luas yaitu memutuskan untuk tidak menghabiskan seluruh penghasilan saat ini, maka ia dihadapkan pada keputusan investasi. Investasi ini digunakan untuk memperbesar uangnya guna konsumsi di masa mendatang. Dalam hal ini, investasi dapat dipahami sebagai konsumsi yang ditunda (Tandelilin, 2010:2).

Menurut Fitzgerald mengartikan investasi adalah aktivitas yang berkaitan dengan usaha penarikan sumber-sumber (dana) yang dipakai untuk mengadakan barang modal pada saat sekarang, dan dengan barang modal akan dihasilkan aliran produk baru di masa yang akan datang. Definisi investasi ini di kontruksikan sebagai kegiatan untuk menarik sumber dana yang digunakan untuk pemberian barang modal, dan barang modal itu akan menghasilkan produk baru. Kamaruddin mengartikan investasi adalah

menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut. Investasi ini difokuskan pada penempatan uang atau dana dengan tujuan memperoleh keuntungan sebagaimana yang diharapkan (Manan, 2014:93).

Pada umumnya investasi dibedakan menjadi dua yaitu investasi pada *financial asset* dan *investasi pada real asset*. Investasi pada *financial asset* dapat dilakukan di pasar uang misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), dan lainnya. Investasi pada *financial asset* juga dapat dilakukan di pasar modal berupa saham, obligasi, *warrant*, opsi, dan lainnya. Adapun investasi pada *real asset* dapat dilakukan dengan pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, perkebunan dan lainnya (Setiawan, 2009).

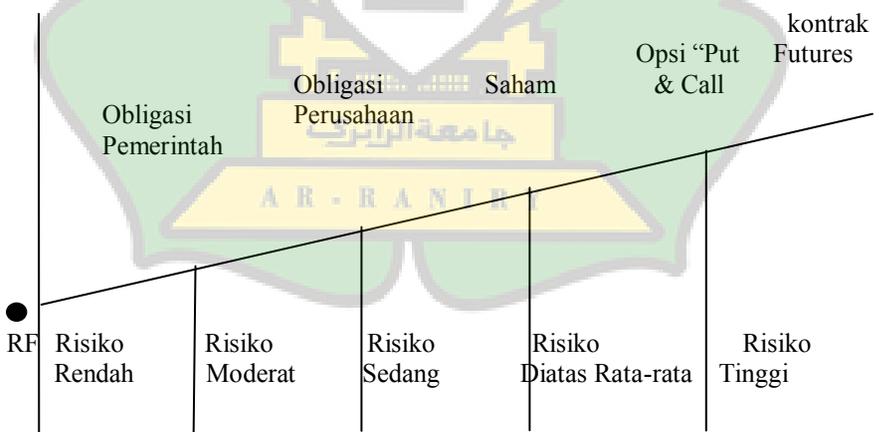
Dasar keputusan investasi terdiri dari tingkat *return* yang diharapkan, tingkat risiko, serta hubungan antara return dan risiko. Adapun dasar keputusan investasi sebagai berikut (Tandelilin, 2010:9-11).

1. *Return* bisa diartikan sebagai tingkat keuntungan investasi, dalam konteks manajemen investasi *return* terbagi menjadi *return* yang di harapkan dan *return* yang terjadi (*return* aktual). *Return* yang di harapkan merupakan tingkat return yang di antisipasi investor di masa yang akan datang.

Adapun tingkat *return* yang telah benar-benar diperoleh investor disebut *return* yang terjadi.

2. Risiko adalah kemungkinan *return* aktual yang berbeda dengan *return* yang diharapkan. Umumnya semakin besar risiko maka semakin besar pula *return* yang diharapkan, demikian pula sebaliknya investor yang tidak mau menanggung risiko yang terlalu tinggi, tentunya tidak akan bisa mengharapkan tingkat *return* yang lebih tinggi.

Hubungan antara risiko dan *return* merupakan hubungan yang bersifat searah dan linear. Artinya semakin besar risiko suatu aset, semakin besar pula *return* yang diharapkan atas aset tersebut. Berikut ini menunjukkan hubungan antara *return* yang diharapkan dengan risiko pada berbagai jenis aset yang dijadikan alternatif investasi.



Gambar 2.1
Hubungan Risiko dan *Return* yang Diharapkan

Garis vertikal dalam gambar di atas menunjukkan besarnya tingkat *return* yang diharapkan dari masing-masing jenis aset, sedangkan garis horizontal memperlihatkan risiko yang ditanggung investor. Titik RF pada gambar di atas menunjukkan tingkat *return* bebas risiko (*risk-free rate*). Obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah terlihat mempunyai risiko yang cenderung rendah dan tingkat *return* yang diharapkan juga tidak terlalu tinggi, sedangkan disisi lain jika kita berinvestasi pada kontrak *futures* terlihat bahwa risiko yang harus di tanggung tergolong tinggi, dengan tingkat *return* yang diharapkan juga tinggi. Adapun investasi sukuk terletak pada posisi obligasi pemerintah yang memiliki tingkat risiko rendah.

2.2 Pasar Modal Syariah

Pasar modal merupakan pasar yang menyediakan sumber pembelanjaan dengan jangka waktu yang lebih panjang, yang diinvestasikan pada barang modal untuk menciptakan dan memperbanyak alat-alat produksi, yang pada akhirnya akan menciptakan pasar kerja dan meningkatkan kegiatan perekonomian yang sehat (Manan, 2012:168). Istilah pasar biasanya digunakan istilah bursa, *exchange* dan market. Sementara untuk istilah modal sering digunakan istilah efek, *securities*, dan *stock*.

Pasar modal menurut Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 ayat (12) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek,

perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Adapun efek pada pasal 1 ayat (5) adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. Pasar modal dikenal juga dengan nama Bursa Efek, Bursa Efek menurut Pasal 1 Ayat (4) UU No. 8 Tahun 1995 adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka (Soemitra, 2009 : 109-110).

Pasar modal secara umum merupakan suatu tempat bertemunya para penjual dan pembeli untuk melakukan transaksi dalam rangka memperoleh modal. Penjual dalam pasar modal merupakan perusahaan yang membutuhkan modal (emiten), sehingga mereka berusaha untuk menjual efek-efek dipasar modal. Sedangkan pembeli (investor) adalah pihak yang ingin membeli modal diperusahaan yang menurut mereka menguntungkan (Awaluddin, 2016)

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Sedangkan yang dimaksud dengan efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan

perundang-undangan di bidang pasar modal yang akad pengelolaan perusahaan maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah (Soemitra, 2009 : 113).

Munculnya instrumen syariah di pasar modal Indonesia dipelopori oleh PT Danareksa *Asset Management* yang menerbitkan reksadana syariah pada 3 Juli 1997. Kemudian 3 Juli 2000, PT Danareksa *Investment Management* bekerja sama dengan PT Bursa Efek Jakarta (kini Bursa Efek Indonesia) memunculkan Jakarta *Islamic Index* (JII) yang bisa dipergunakan sebagai acuan dalam menilai perkembangan harga saham berbasis syariah. JII yang merupakan index harga saham berbasis syariah terdiri dari 30 saham emiten yang dianggap telah memenuhi prinsip-prinsip syariah. Meski instrumen pasar modal syariah telah diperkenalkan sejak 1997, namun secara formal, peluncuran pasar modal dengan prinsip-prinsip syariah Islam dilakukan pada 14 Maret 2003. Pada kesempatan itu ditandatangani nota kesepahaman atau kerjasama antara Bapepam-LK dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), yang dilanjutkan dengan nota kesepahaman antara DSN-MUI dengan kalangan SRO. Lalu lahir beberapa fatwa MUI tentang ketentuan operasional pasar modal syariah hasil kerja sama dengan Bapepam-LK. Diantaranya fatwa No 20/DSN-MUI/IX/2000 tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk reksadana syariah. Fatwa no 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dan fatwa No 33/DSN-MUI/IX.2002 tentang obligasi syariah *mudharabah* (Firmansyah, 2010 : 137-138).

2.2.1 Instrumen Pasar Modal Syariah

Instrumen pasar modal pada prinsipnya adalah semua surat berharga (efek) yang umum diperjualbelikan melalui pasar modal. Adapun instrumen pasar modal di Indonesia yaitu (Arif, 2012:248-250):

1. Saham Syariah

Saham syariah adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha dan cara pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Penyertaan modal dalam bentuk saham yang dilakukan pada suatu perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariah dapat dilakukan berdasarkan akad *musyarakah* dan *mudharabah*.

2. Obligasi Syariah (Sukuk)

Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang efek syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/ *margin/ fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

3. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dapat disebut sukuk negara 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.

4. Reksadana Syariah

Reksadana syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariat Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (shahib al-mal/ rabb al-mal) dengan manajer investasi.

5. Efek Beragun Aset Syariah

Efek Beragun Aset Syariah adalah efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif EBA Syariah yang portofolionya terdiri atas aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul pada kemudian hari, jual beli pemilikan aset fisik oleh lembaga keuangan, efek bersifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/ arus kas serta aset keuangan setara yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

6. *Warrant* Syariah

Fatwa DSN-MUI Nomor: 66/ DSN-MUI/ III/ 2008 tentang *Warrant* Syariah memastikan bahwa kehalalan investasi di pasar modal tidak hanya berhenti pada instrumen efek yang bernama saham saja, tetapi juga pada produk derivatifnya. Berdasarkan fatwa pengalihan saham dengan imbalan (*warrant*), seorang pemegang saham diperbolehkan untuk mengalihkan kepemilikan sahamnya kepada orang lain dengan mendapat imbalan.

2.3 Sukuk

Sukuk adalah akar kata dari bahasa Arab disebut “*sakk*”, jamaknya “*sukuk*” atau “*sakaik*” yang artinya “memukul atau membentur”, dan bisa juga bermakna “percetakan” atau “menempa” sehingga kalau dikatakan “*sakkan nukud*” bermakna “pencetakan atau penempahan uang”. Istilah *sakk* bermula dari tindakan membubuhkan cap tangan oleh seseorang atas suatu dokumen yang mewakili suatu kontrak pembentukan hak, obligasi, dan uang. Kalangan pengkaji ekonomi Islam menyebutkan *Islamic Bonds*, diperuntukan untuk produk pengamanan aset, sedangkan di Indonesia kontrak yang serupa ini lebih dikenal dengan efek syariah antara lain obligasi, saham dan produk derivatif (Wahid, 2010:92)

Dewan Syariah Nasional (DSN), mengartikan sukuk sebagai obligasi syariah (sukuk) adalah suatu surat berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip syariah, yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah (sukuk) berupa hasil/*margin*, *fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo (Umam, 2013:173). Mengacu pada keputusan ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor 130/BI/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah, sukuk didefinisikan efek syariah yang berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset

berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu (Kholis, 2010).

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) berpendapat, sukuk adalah sebagai sertifikat dari suatu nilai yang direpresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat, dan menggunakannya sesuai rencana. Sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang jelas, barang, atau jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas investasi tertentu. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*), klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik

Sukuk atau obligasi syariah adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasarkan suatu transaksi atau akad syariah yang melandasinya (*underlying transaction*), yang dapat berupa *ijarah* (sewa), *mudharabah* (bagi-hasil), *musyarakah* (Arif, 2012). Sehingga dapat disimpulkan sukuk merupakan suatu instrumen keuangan yang diterbitkan baik oleh swasta maupun pemerintah yang nantinya akan digunakan untuk membantu operasional perusahaan atau proyek.

Sesungguhnya sukuk bukanlah hal baru dalam sejarah Islam. Istilah ini sudah dikenal sejak abad pertama hijriyah. Saat itu, umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan antar-bangsa. Sukuk dipergunakan oleh para pedagang sebagai

dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Bahkan sejumlah penulis menyatakan bahwa *sakk* inilah yang menjadi akar kata “*cheque*” dalam bahasa Latin, yang telah menjadi sesuatu yang lazim dipergunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer (Wahid, 2010: 93)

Penggunaan sukuk berkembang pada abad 4-5 Hijriyah (10-11 Masehi) di mana seorang pembeli dapat mengirim sukuk pada seorang pedagang. Pada sukuk tersebut tertulis nama barang yang diinginkan, harga barang, dan tanda tangan pembeli. Kemudian pedagang tersebut mengirim barang yang diinginkan pembeli, ketika pedagang itu menemui atau menghubungi pembeli pada waktu yang telah ditentukan, maka ia menyerahkan sukuk tersebut pada pembeli, dan pembeli membayar sesuai dengan harga barang (Fatah, 2011). Pada abad pertengahan, sukuk lazim digunakan oleh para pedagang muslim sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Sukuk adalah efek syariah yang berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian atas beberapa hal. Pertama. Aset berwujud tertentu (*A'yan Maujudat*), kedua nilai manfaat atas aset berwujud (*Manafi'ul a'yan*), ketiga jasa (*Al-khadamat*), keempat aset proyek tertentu (*Maujudat masyru' mu'ayyan*), kelima kegiatan investasi yang telah dilakukan (*Nasyath istitsmarin khashah*)(Suryomurti, 2011: 146).

Pada masa kontemporer, kemunculan sukuk dilatarbelakangi oleh upaya untuk menghindari praktik riba yang terjadi pada obligasi konvensional dan mencari alternatif instrumen pembiayaan bagi pengusaha atau negara yang sesuai dengan syariah. Dengan didukung oleh munculnya fatwa ulama yang mengharamkan obligasi konvensional, seperti Fatwa Majma' alFiqh al-Islami 20 Maret 1990 dan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No. 32/DSN-MUI/IX/2002 dan kebutuhan investasi jangka panjang, maka para ahli dan praktisi ekonomi Islam berijtihad untuk menciptakan sebuah produk atau instrumen keuangan baru yang bernama obligasi syariah atau sukuk. Dalam perkembangannya, *The Islamic Jurisprudence Council* (IJC) kemudian mengeluarkan fatwa yang mendukung berkembangnya sukuk. Hal tersebut mendorong Otoritas Moneter Bahrain (*Bahrain Monetary Agency*) untuk meluncurkan salam sukuk berjangka waktu 91 hari dengan nilai 25 juta dolar AS pada tahun 2001 (Zubair, 2012). Perkembangan sukuk sangat didukung regulator dan pemerintah di kawasan Teluk dan Asia. Pada tahun, 2011, tercatat 17 negara telah menerbitkan sukuk. Dengan demikian, sukuk sudah berkembang menjadi salah satu mekanisme yang sangat penting dalam meningkatkan keuangan dalam pasar modal internasional melalui struktur yang dapat diterima secara Islami.

2.3.1 Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Mekanisme penerbitan sukuk terdiri dari beberapa pihak agar terwujudnya pelaksanaan kegiatan transaksi jual beli. Berikut ini beberapa pihak yang terlibat dan peranannya terhadap penerbitan sukuk (Kemenkeu, 2019).

1. Obligor, yaitu pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran nominal dan imbalan sukuk yang diterbitkan. Dalam hal SBSN, obligornya adalah Pemerintah
2. *Special Purpose Vehicle* (SPV), yaitu badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk yang berfungsi sebagai penerbit sukuk, sebagai wali amanat yang mewakili kepentingan investor, dan menjadi counterpart pemerintah dalam transaksi pengalihan aset. Untuk SBSN, SPV nya adalah perusahaan penerbit SBSN
3. Investor, yaitu pihak pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, marjin dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.
4. *Sharia Advisor*, yaitu individu yang diakui secara luas pengetahuannya dibidang syariah atau intitusi yang membidangi fatwa fatwa.
5. *Trustee/wali Amanat*, yaitu pihak yang mewakili kepentingan pemegang sukuk.

2.3.2 Jenis-jenis Sukuk

Berdasarkan jenis akad yang dipakai, jenis-jenis obligasi syariah (sukuk) dapat dibedakan menjadi beberapa jenis (Zubair, 2012).

1. Obligasi syariah (sukuk) *mudharabah* adalah surat berharga yang berisi akad *mudharabah* dimana pemilik modal menyerahkan modalnya untuk dikelola oleh pengusaha. Pengelolaan bisnis sepenuhnya akan dilakukan oleh *mudharib* dan keuntungan usaha dibagi dengan investor sesuai kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak. Menerbitkan obligasi syariah *mudharabah*, penerbit wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari pengelolaan dana kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
2. Obligasi syariah (sukuk) *murabahah* adalah surat berharga yang berisi akad *murabahah* dimana keduanya bersepakat soal harga perolehan dan keuntungan (marjin). Penjual membeli barang dari pihak lain dan menjualnya kepada pembeli dengan memberitahu harga pembelian dan keuntungan yang diperoleh dari penjualan barang tersebut. Penerbit wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari marjin keuntungan kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
3. Obligasi syariah (sukuk) *musyarakah* adalah surat berharga yang berisi akad *musyarakah*. *Musyarakah* adalah kerjasama

atau kemitraan dimana dua orang atau lebih bersepakat untuk menggabungkan modal atau kerja dan terlibat dalam pengelolaan usaha tersebut. Penerbit obligasi wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil pengelolaan dana milik pihak-pihak yang berakad kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.

4. Obligasi syariah (sukuk) *salam* adalah surat berharga yang berisi akad *salam*. Penerbit obligasi wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari margin keuntungan kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
5. Obligasi syariah (sukuk) *istisna* adalah akad jual beli pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan dan penjual atau pembuat (*shani*). Penerbit obligasi wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari margin dan keuntungan kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.
6. Obligasi syariah (sukuk) *ijarah* adalah akad sewa menyewa dimana terjadi pemindahan hak guna atau manfaat dari suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa tanpa disertai dengan pemindahan hak kepemilikan. Penerbit wajib memberikan pendapatan berupa fee hasil penyewaan aset kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.

Berdasarkan emiten atau institusi yang menerbitkannya, sukuk terbagi menjadi dua macam, yaitu

1. Sukuk Korporasi merupakan sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan (swasta) sebagai emiten. Emiten penerbit sukuk tersebut berasal dari beragam jenis usaha, mulai dari perusahaan telekomunikasi, perkebunan, transportasi, lembaga keuangan, properti, sampai industri swasta. Dalam hal ini yang menjadi *underlying asset* dari sukuk korporasi ini adalah aset dari perusahaan atau anak perusahaan yang dimiliki.
2. Surat berharga syariah Negara (SBSN) atau biasa disebut dengan sukuk negara diterbitkan di Indonesia dengan tujuan untuk membiayai anggaran negara, melakukan diverifikasi sumber-sumber pembiayaan serta memperluas basis investor, mengelola portofolio pembiayaan serta menjamin ketertiban administrasi pembiayaan barang milik negara (Heykal, 2012:119).

Jenis-jenis Surat Berharga Syariah Negara berdasarkan seri yang telah diterbitkan adalah (Kemenkeu, 2019)

1. SBSN seri IFR (*Islamic fix rate*) adalah seri surat berharga syariah negara yang diterbitkan pemerintah di pasar perdana dalam negeri yang ditujukan bagi investor dengan nominal pembelian yang cukup besar.
2. SBSN seri SR adalah sukuk ritel yang diterbitkan pemerintah dengan cara *bookbuilding* dipasar perdana dalam negeri yang ditujukan bagi investor individu atau perseorangan WNI.

Sukuk ritel dijual kepada investor individu melalui agen penjual dengan pembelian minimal 5 juta rupiah.

3. SBSN seri SDHI adalah Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI) surat berharga syariah yang diterbitkan berdasarkan penempatan dana haji dan dana abadi umat dalam surat berharga syariah negara oleh departemen agama dengan cara *private placement*
4. SBSN seri SPNS (Surat pembedaharaan Negara Syariah) dijual kepada investor melalui lelang dan *private placement* dengan mata uang rupiah. Jangka waktu maksimum untuk SPSN adalah 1 tahun dengan imbalan diskonto.
5. SBSN seri PBS (*Project Based Sukuk*) dijual kepada investor melalui lelang dan *private placement*, menggunkan undelying asset berupa proyek maupun kegiatan APBN. Imblan PBS berupa kupon yang bersifat tetap dan dibayarkan setiap 6 bulan sekali. PBS juga dapat diperdagangkan.
6. SBSN seri ST (Sukuk Tabungan) dijual kepada WNI melalui agen penjual dengan pembelian minimal 2 juta rupiah. Imbal haasilnya tetap dan dibayarkan setiap bulan. Sukuk tabungan tidak dapat diperdagangkan namun memiliki fasilitas *earlyredemption*.

2.3.3 Perbandingan Antara Sukuk dan Obligasi

Transaksi sukuk bukan merupakan akad utang piutang melainkan penyertaan, karena surat hutang menimbulkan kesan adanya bunga yang menurut syariah tidak halal sehingga tidak boleh diterbitkan. Dengan demikian, transaksi dalam konteks sukuk adalah transaksi yang berdasarkan investment, bukan hutang piutang karena investment merupakan milik pemilik modal, maka ia dapat menjualnya kepada pihak lain (Zubair, 2012). Berikut merupakan perbedaan sukuk dan obligasi:

Tabel 1.1
Tabel Perbandingan Antara Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah, Korporasi	Pemerintah, Korporasi
Lembaga	Kustodian, <i>Trustee</i> , SPV, Agen Pembayar	Kustodian, <i>Trustee</i> , Agen Pembayar
Keuntungan	Bagi hasil, Imbalan	Bunga (kupon)
<i>Underlying Asset</i>	Perlu	Tidak Perlu
Harga	<i>Market price</i>	<i>Market Price</i>
Investor	Syariah, Konvensional	Konvensional
Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai dengan Syariah	Bebas
Akad	<i>Mudharabah, Musyarakah, Ijarah</i>	Tidak terdapat akad
Kepemilikan	Sertifikat kepemilikan	Instrumen utang

2.3.4 Sukuk Ritel Negara

Sukuk ritel negara adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset surat berharga syariah negara yang dijual kepada individu atau perseorangan warga negara Indonesia melalui agen penjual, dengan volume minimum yang telah ditentukan. Tujuan sukuk ritel diterbitkan untuk membiayai anggaran negara, diversifikasi sumber pembiayaan, memperluas basis investor, mengelola portofolio pembiayaan negara, dan menjamin tertib administrasi pengelolaan barang milik negara. Jenis sukuk ini dijual dengan harga yang sangat terjangkau, yakni mulai dari Rp. 5 juta sampai dengan Rp. 5 miliar. Membeli sukuk ritel, investor akan memperoleh pendapatan setiap bulanya dengan jangka waktu 3 tahun semenjak di terbitkan. *Bookbuilding* adalah metode yang dipakai dalam penerbitan sukuk ritel. *Bookbuilding* ini merupakan kegiatan penjualan SBSN kepada investor melalui agen penjual di mana agen penjual mengumpulkan pemesanan pembelian dalam periode penawaran yang ditentukan (Marimin, Mustofa, & Anik, 2016:46).

Sukuk ritel juga memiliki resiko dalam pelaksanaannya, resiko tersebut antara lain:

1. Resiko gagal bayar (*default risk*), adalah resiko di mana investor tidak dapat memperoleh dana yang dijanjikan oleh penerbit pada saat produk investasi jatuh tempo. Berhubung

yang menerbitkan pemerintah risiko ini sangatlah kecil (diasumsikan *risk free*).

2. Risiko Pasar (*market risk*), adalah potensi kerugian bagi investor (*capital loss*) karena menjual sukuk ritel sebelum jatuh tempo (pada saat nilainya turun)
3. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*), adalah kesulitan dalam pencairan, resiko ini bisa disebabkan karena kecenderungan produk Islam di-*hold* (tidak diperjualbelikan hingga jatuh tempo), tetapi untuk sukuk ritel para agen penjual telah menjamin untuk membeli kembali barang yang dijual investor. Resiko yang bisa terjadi adalah investor terpaksa menjual kepada agen penjual di bawah harga pasar. Apabila pembelian dalam jumlah tidak besar, pendapatan yang relatif kecil ketika ditransfer ke bank bisa menjadi tidak signifikan dan bisa terpakai (heykal & Huda, 2010 :269).

2.3.5 Akad dalam Sukuk Negara

Sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia mengalami perkembangan secara gradual, termasuk dalam penggunaan *underlying asset* dan akad yang digunakan. Perkembangan ini tentu disesuaikan dengan kondisi yang ada, baik kondisi pemerintah selaku penerbit sukuk maupun masyarakat selaku investor sukuk. Sukuk negara pertama kali diterbitkan pada bulan oktober tahun 2008 dengan menggunakan akad *ijarah sale and lease back*, dengan *underlying* penerbitan adalah barang milik

negara berupa tanah dan bangunan. Pada awal penerbitannya, sukuk negara digunakan untuk menyediakan instrumen investasi bagi individu maupun korporasi yang memerlukan instrumen investasi berbasis syariah. Selain itu, instrumen ini juga digunakan sebagai upaya diversifikasi pembiayaan APBN (Hariyanto, 2017).

Ada beberapa alasan penggunaan akad *ijarah* dalam penerbitan sukuk negara ritel (Bella, 2018), diantaranya adalah:

1. Akad *ijarah* sederhana dan mudah dipahami. Diantara akad-akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk, *ijarah* merupakan salah satu akad yang sederhana.
2. *International best practice*. Pemerintah atau korporasi yang menerbitkan sukuk pada awal tahun 2000 sebagian besar menggunakan akad *ijarah* sehingga saat itu menjadi praktik internasional terbaik yang ada. Data Direktorat Pembiayaan Syariah DJPPR menunjukkan bahwa sampai dengan tahun 2006 sebesar 41% penerbitan sukuk menggunakan akad *ijarah*.
3. Memberikan imbalan tetap (*fixed income*) dengan risiko terendah. Nilai sewa dengan menggunakan akad *ijarah* dapat ditentukan di awal investasi dengan nilai tetap sepanjang tenor sukuk. Karena sukuk negara merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh negara, maka pembayaran imbalan maupun pokok investasinya dijamin oleh pemerintah sehingga dapat dikatakan bahwa investasi sukuk negara minim risiko.

2.3.6 Konsep Penjualan Sukuk Negara

Konsep penjualan sukuk negara ritel secara umum dapat dipahami sebagai penjualan surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah dan dijual kepada individu atau perseorangan warga Indonesia melalui agen penjual di pasar perdana. Untuk pembelian atau penjualan sukuk negara ritel di pasar sekunder dapat dilakukan melalui mekanisme bursa dan mekanisme di luar bursa (*Over the Counter - OTC*). Perdagangan sukuk negara ritel dengan mekanisme bursa dilakukan investor dengan menyampaikan minat beli/jual ke bursa efek. Dalam hal ini terjadi kesesuaian harga antara investor penjual dan pembeli, transaksi penjualan diselesaikan melalui mekanisme bursa (Nurhaliza, 2018).

Adapun contoh taksiran penjualan sukuk negara ritel di pasar sekunder mengenai berapa besar keuntungan yang akan diperoleh investor adalah sebagai berikut:

Investor A membeli Sukuk Negara Ritel di pasar perdana, dengan setelmen tanggal 21 Mei 2016 sebesar Rp. 10.000.000,- dengan kupon sebesar 6% per-tahun dan tidak dijual selama jatuh tempo pada tanggal 21 September 2019 (3,5 tahun/42 bulan). Hasil yang diperoleh adalah.

Pembayaran imbalan/kupon bulan pertama

$$\text{Rp. } 10.000.000,- \times 6\% \times 1/12 = \text{Rp. } 50.000,-$$

Imbalan setelah dikurangi pajak.

$$\text{Rp. } 50.000,- - (15\% \times 50.000) = \text{Rp. } 42.500$$

Imbalan yang diterima investor sampai dengan jatuh tempo

$$\text{Rp. } 42.500 \times 42 \text{ bulan} = \text{Rp. } 1.785.000$$

Total imbalan yang diterima investor sampai dengan jatuh tempo

$$10.000.000 + 1.785.000 = \text{Rp. } 11.785.000$$

Jadi total imbalan yang diterima oleh investor yaitu sebesar Rp. 11.785.000.

2.3.7 Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Permintaan sukuk negara ritel yang dimaksud dalam penelitian ini adalah tingkat sukuk negara ritel yang diminta atau yang terjual pada periode penjualan di pasar sekunder. Pasar sekunder merupakan tempat diperdagangkannya sekuritas setelah pasar perdana. Pasar ini berfungsi untuk menjaga perdagangan untuk tetap aktif, memfasilitasi proses penentuan harga melalui interaksi *supply* dan *demand*, serta membantu perusahaan secara tidak langsung untuk mencari dana baru (Umam, 2013). Sukuk negara ritel dapat diperdagangkan kembali di pasar sekunder karena termasuk investasi yang likuid. Dalam penelitian ini tingkat permintaan sukuk negara ritel dilihat dari aktivitas di pasar sekunder.

Pada penjualan di pasar perdana, selama 2 minggu masa penawaran sukuk negara ritel SR 008 terjual sebesar Rp. 31.500.000.000.000. Nilai ini meningkat dari penjualan seri sukuk sebelumnya yang memperoleh dana sebesar Rp.

21.965.000.000.000 ini merupakan penerbitan sukuk negara ritel terbesar sejak di terbitkan pada tahun 2009. Melihat besarnya minat investor terhadap sukuk negara ritel SR 008 di pasar perdana, tidak menutup kemungkinan hal yang sama juga terjadi di pasar sekunder. Mengingat negara Indonesia adalah negara dengan mayoritas umat muslim yang besar, tentunya banyak investor muslim yang tertarik untuk berinvestasi pada sukuk negara ritel SR 007 ini.

Besarnya minat beli investor tersebut antara lain disebabkan oleh semakin baiknya pemahaman masyarakat mengenai instrumen investasi sukuk negara ritel dan semakin berpengalaman serta inovatifnya agen penjual dalam memasarkan produk sukuk negara ritel. Sukuk negara ritel juga bukan saja merupakan instrumen investasi yang aman dan menguntungkan, namun juga sarana bagi masyarakat untuk secara langsung berpartisipasi dalam membiayai pembangunan, khususnya pembangunan proyek-proyek infrastruktur. Penerbitan sukuk negara ritel merupakan sarana perluasan basis investor dan pasar keuangan domestik, yang mendukung stabilitas dan daya tahan perekonomian nasional (Kemenkeu, 2016).

2.4 Variabel-variabel yang Mempengaruhi Permintaan

Sukuk Ritel Negara

2.4.1 Harga Sukuk Negara Ritel

Menurut kamus bahasa Indonesia, harga adalah nilai suatu barang dan jasa yang diukur dengan jumlah uang yang dikeluarkan

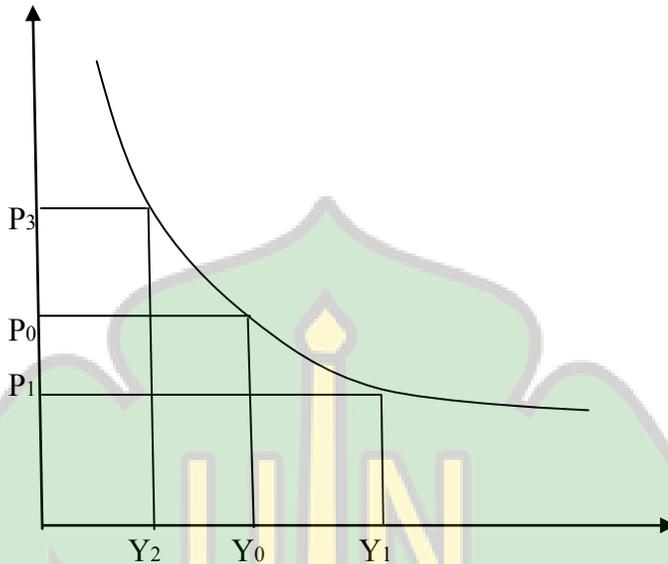
oleh pembeli untuk mendapatkan sejumlah barang atau jasa. Menurut Laksana (2008) Harga adalah jumlah uang yang diperlukan sebagai penukar berbagai kombinasi produk dan jasa, dengan demikian suatu harga haruslah dihubungkan dengan bermacam-macam barang dan atau pelayanan, yang akhirnya akan sama dengan sesuatu yaitu produk dan jasa. Salah satu faktor pengambilan keputusan suatu investasi pada sukuk adalah harga per unit sukuk. Kurva permintaan obligasi memiliki kemiringan yang negatif, yang artinya ketika harga yang ditawarkan rendah maka permintaan obligasi akan mengalami kenaikan (Nurhaliza, 2018)

Berbeda dengan harga saham yang dinyatakan dalam bentuk mata uang, harga obligasi dinyatakan dalam persentase, yaitu persentase dari nilai nominal. Ada 3 kemungkinan harga pasar obligasi yang ditawarkan, yaitu (Latumaerissa, 2011:367).

1. *At par* adalah harga obligasi sama dengan nilai nominal.
2. *At premium* adalah harga obligasi lebih besar dari nilai nominal.
3. *At discount* adalah harga obligasi lebih kecil dari harga nominal.

Lima teori yang berhubungan dengan penentuan harga obligasi dapat diturunkan. Untuk mempermudah penjelasan, diasumsikan bahwa terdapat satu pembayaran kupon per tahun. Teori-teori (analisis Horison dan Swap obligasi dalam Sharpe, 2005: 386) tersebut adalah sebagai berikut:

1. Jika harga pasar obligasi naik, *yield*nya pasti turun, sebaliknya, jika harga pasar obligasi turun, *yield*nya pasti naik.
2. Jika *yield* obligasi tidak berubah sepanjang masa hidupnya, besar diskonto atau premiumnya akan menurun jika jangkanya semakin pendek.
3. Jika *yield* obligasi tidak berubah sepanjang hidupnya, maka besarnya diskon atau premium akan menurun dengan penurunan yang semakin besar, jika jangkanya semakin singkat.
4. Penurunan pada *yield* obligasi akan menaikkan harga obligasi sejumlah yang lebih besar ukurannya dibanding penurunan harga obligasi yang akan terjadi jika besarnya penurunan *yield* obligasi sama.
5. Persentase perubahan pada *yield* obligasi yang disebabkan oleh perubahan *yield*nya akan semakin kecil jika tingkat bunga kupon lebih tinggi. (teori ini tidak berlaku untuk obligasi dengan jangka satu tahun atau obligasi yang tidak memiliki jatuh tempo yang disebut *consols* atau *perpetuities*)



Gambar 2.2
Kecembungan Obligasi

Dua observasi dapat dibuat dengan mengamati gambar ini. Pertama, kenaikan *yield* ke Y_1 berkaitan dengan penurunan harga obligasi ke P_1 dan penurunan *yield* ke Y_2 terkait dengan kenaikan harga obligasi ke P_3 . gerakan ini sesuai dengan teori ke-1. Kedua, besarnya kenaikan harga obligasi ($P_3 - P_0$) lebih besar dibandingkan penurunan harga obligasi ($P_0 - P_1$) hal ini sesuai dengan teori obligasi ke-4.

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi (Martalena dan Malinda, 2011: 77), yaitu:

1. Jangka waktu jatuh tempo
2. Risiko tidak terima bunga dan pokok pinjaman
3. Status pajak dari pembeli

4. Adanya provisi yang memungkinkan penerbitan obligasi melunasi obligasi tersebut sebelum jatuh tempo
5. Jumlah kupon.

2.4.2 Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah

Deposito berdasarkan UU Nomor 10 tahun 1998 tentang perubahan atas undang-undang nomor 7 Tahun 1992 tentang perbankan adalah simpanan yang penarikannya hanya dapat dilakukan pada waktu-waktu tertentu menurut perjanjian antara penyimpan dengan bank yang bersangkutan. Adapun yang dimaksud dengan deposito syariah adalah deposito yang dijalankan berdasarkan prinsip syariah. Dewan syariah nasional MUI telah mengeluarkan fatwa menyatakan bahwa deposito yang dibenarkan adalah deposito yang berdasarkan prinsip *mudharabah* (Karim, 2010:351). *Al-mudharabah* merupakan akad kerjasama antara dua pihak taua lebih dimana pihak pertama menyediakan seluruh modal dan pihak lain sebagai pengelola. Kemudian keuntungan akan dibagi rata yang adil sesuai dengan kesepakatan yang telah dituangkan dalam kontrak perjanjian di awal (Abdullah dan Tantri, 2012:220).

Berdasarkan Fatwa DSN –MUI Nomor 3 Tahun 2000 mengemukakan dalam transaksi deposito *mudharabah*, nasabah bertindak sebagai pemilik dana (*shahibul maal*) dan bank bertindak sebagai pengelola dana (*mudharib*). Adapun ketentuannya adalah sebagai berikut:

1. Dalam transaksi ini nasabah bertindak sebagai *shahibul maal* atau pemilik dana, dan bank bertindak sebagai *mudharib* atau pengelola dana.
2. Dalam kapasitasnya sebagai *mudharib*, bank dapat melakukan berbagai macam usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan mengembannya, termasuk didalamnya *mudharabah* dengan lain pihak.
3. Modal harus dinyatakan dengan jumlahnya, dalam bentuk tunai dan bukan piutang.
4. Pembagian keuntungan dinyatakan dalam bentuk *nisbah* dan dituangkan dalam akad pembukaan rekening.
5. Bank sebagai *mudharib* menutup biaya operasional deposito dengan menggunakan *nisbah* keuntungan yang menjadi haknya
6. Bank tidak di perkenankan untuk mengurangi nisbah keuntungan nasabah tanpa persetujuan yang bersangkutan (Muljino, 2015:74).

Jenis mudharabah dapat di bagi menjadi dua, yaitu

1. *Mudharabah Muthalaqah*, adalah sistem *Mudharabah* dimana pemilik modal menyerahkan modalnya kepada pengelola tanpa pembatasan jenis usaha, tempat dan waktu serta dengan siapa pengelola akan bertransaksi
2. *Mudharabah muqayadhah*, adalah pemilik modal atau investor menyerahkan modal kepada pengelola dan menentukan jenis usaha, tempat, waktu atau orang yang akan bertransaksi dengan *mudharib* (Muljono, 2015:81).

Bagi hasil adalah kemampuan atau hasil uang diperoleh dari pengelolaan dana, baik investasi maupun transaksi jual beli yang diberikan nasabah. Adapun ketentuan prinsip bagi hasil terdiri dari

1. Penentuan besarnya risiko bagi hasil dibuat pada waktu akad dengan berpedoman pada kemungkinan untung rugi.
2. Besarnya *nisbah* bagi hasil berdasarkan pada jumlah keuntungan yang diperoleh.
3. Jumlah pembagian bagi hasil meningkat sesuai dengan peningkatan jumlah pendapatan.
4. Tidak ada yang meragukan keuntungan bagi hasil.
5. Bagi hasil tergantung kepada keuntungan proyek yang dijalankan. Jika proyek itu tidak mendapat keuntungan maka kerugian akan ditanggung bersama oleh kedua belah pihak (Nurhaliza, 2018).

2.4.3 BI 7-Day (Reverse) Repo

Bank Indonesia secara konsisten mengarahkan kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas makroekonomi. Kebijakan moneter oleh bank sentral mempunyai tujuan agar pergerakan inflasi ke depan tetap berada dalam sasaran yang telah ditetapkan, serta mendukung pertumbuhan ekonomi secara berkelanjutan. BI 7-Day (Reverse) Repo rate yang berlaku efektif sejak 19 Agustus 2016, menggantikan BI Rate. Penguatan kerangka operasi moneter ini merupakan hal yang lazim dilakukan di berbagai bank sentral dan merupakan *best practice* internasional dalam pelaksanaan operasi

moneter. Kerangka operasi moneter senantiasa disempurnakan untuk memperkuat efektifitas kebijakan dalam mencapai sasaran inflasi yang ditetapkan. Instrumen BI *7-Day (Reverse) Repo Rate* digunakan sebagai suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil (www.bi.go.id).

Suku bunga Menurut Karl dan Fair mendefinisikan sebagai pembayaran bunga tahunan dari suatu pinjaman, dalam bentuk presentase dari pinjaman yang diperoleh dari jumlah bunga yang diterima tiap tahun dibagi dengan jumlah pinjaman (Hasoloan, 2014:174). BI *rate* sendiri adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan di umumkan ke publik. Terdapat dua macam bunga yang diberikan kepada nasabah, yaitu bunga simpanan dan bunga pinjaman. Bunga simpanan adalah bunga yang diberikan sebagai rangsangan atau balas jasa bagi nasabah yang menyimpan uangnya di bank. Sedangkan bunga pinjaman merupakan bunga yang diberikan kepada para peminjam atau harga yang harus dibayar oleh nasabah peminjam kepada bank (Kashmir, 2014:114).

Tingkat bunga sangat berpengaruh dalam perekonomian suatu negara, misalnya berpengaruh terhadap tingkat investasi, jumlah uang beredar, inflasi dan lain sebagainya yang pada akhirnya akan berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi negara. Hal

ini tidak hanya memengaruhi keinginan konsumen untuk membelanjakan ataupun menabungkan uangnya, tetapi juga mempengaruhi dunia usaha dalam mengambil keputusan. Oleh karena itu, tingkat bunga mempunyai pengaruh yang sangat luas tidak hanya pada sektor moneter tapi juga pada sektor riil, sektor ketenagakerjaan dan sektor internasional (Muliawati dan Maryati, 2015:740). faktor yang mempengaruhi besar kecilnya suku bunga, yaitu sebagai berikut:

1. Kebutuhan Dana

Apabila bank dalam keadaan kekurangan dan sedangkan permohonan pinjaman meningkat, maka yang dilakukan oleh bank agar dana tersebut cepet terpenuhi dengan meningkatkan suku bunga simpanan. Namun apabila dana simpanan banyak sedangkan permohonan simpanan sedikit maka bunga simpanan akan menurun.

2. Target Laba yang Diinginkan

Target laba merupakan salah satu komponen penting dalam menentukan besar kecilnya suku bunga pinjaman. Sesuai dengan target laba yang diinginkan, jika laba yang diinginkan besar maka bunga pinjaman ikut besar, tetapi sebaliknya jika laba yang diinginkan kecil maka bunga pinjaman juga akan kecil.

3. Kualitas Jaminan

Kualitas jaminan digunakan untuk bunga pinjaman. Bila semakin likuid (mudah dicairkan) jaminan yang diberikan maka semakin rendah bunga kredit yang akan dibebankan begitu juga sebaliknya.

4. Kebijakan Pemerintah

Dalam menentukan bunga simpanan maupun bunga pinjaman bank tidak boleh melebihi batasan yang sudah ditentukan oleh pemerintah. Artinya, ada batasan maksimal dan batasan minimal untuk suku bunga yang diizinkan, dengan tujuan agar bank dapat bersaing secara sehat.

5. Jangka Waktu

Faktor jangka waktu merupakan faktor yang penting dalam menetapkan suku bunga, baik bunga simpanan maupun bunga pinjaman. Semakin panjang jangka waktu pinjaman, maka akan semakin tinggi pula bunganya, karena hal ini disebabkan besarnya kemungkinan resiko dimasa yang akan datang. Bila pinjaman berjangka pendek, maka bunganya juga relatif rendah.

6. Reputasi Perusahaan

Bonafiditas suatu perusahaan yang akan memperoleh kredit sangat menentukan tingkat suku bunga yang akan dibebankan nantinya, karena biasanya perusahaan yang bonafid kemungkinan resiko kredit macet dimasa yang akan datang relatif kecil begitu juga sebaliknya.

7. Produk yang Kompetitif

Yaitu produk yang dibiayai tersebut laku dipasaran. Produk yang kompetitif sangat menentukan besar kecilnya bunga pinjaman. Bunga pinjaman yang diberikan relatif rendah jika dibandingkan dengan produk yang kurang kompetitif.

8. Hubungan Baik

Bank menggolongkan nasabahnya antara nasabah utama (primer) dan nasabah biasa (sekunder). Penggolongan tersebut didasarkan pada keaktifan serta loyalitas nasabah yang bersangkutan terhadap pihak bank. Nasabah utama biasanya mempunyai hubungan yang baik dengan pihak bank, sehingga dalam penentuan suku bunganya pun akan berbeda dengan nasabah biasa.

9. Persaingan

Faktor utama yang harus diperhatikan oleh pihak perbankan adalah persaingan. Ketika bank dalam keadaan tidak stabil dan kekurangan dana, sementara tingkat persaingan dalam memperebutkan dana simpanan cukup ketat, maka bank harus bersaing dengan bank lainnya. Jika bunga simpanan rata-rata 15% maka bila hendak membutuhkan dana cepat, bunga simpanan harus dinaikkan diatas bunga pesaing. Tetapi sebaliknya, bila untuk bunga pinjaman maka harus berada dibawah bunga pesaing.

2.4.4 ORI 013

Obligasi ritel Indonesia atau Obligasi Negara Ritel adalah obligasi negara yang dijual kepada individu/perseorangan warga negara Indonesia melalui agen penjual dengan volume minimum yang telah ditentukan. Sama halnya dengan obligasi biasa, ia memiliki bunga tetap, namun khusus untuk obligasi ritel pembagian kupon dilakukan setiap bulan, artinya investor obligasi ritel dapat menikmati pendapatan bunga setiap bulan, seperti halnya pada deposito. Tujuan penerbitan ORI adalah untuk membiayai anggaran negara, diverifikasi sumber pembiayaan, mengelola portofolio utang negara dan memperluas basis investor. Obligasi Ritel Indonesia (ORI) seri 013 menawarkan kupon 6,6% dengan masa penawaran 29 September hingga 20 Oktober 2016. Adapun jangka waktu ORI 013 selama tiga tahun, dan akan jatuh tempo 15 Oktober 2019. Adapun minimum pemesanan obligasi negara ini sebesar Rp 5 juta, maksimum sebesar Rp 5 miliar dengan kelipatan pemesanan Rp 5 juta (Kemenkeu, 2019).

Adapun risiko investasi pada ORI 013 sebagai berikut.

1. Risiko gagal bayar (default risk) adalah risiko apabila nasabah tidak dapat memperoleh pembayaran dana yang dijanjikan oleh penerbit pada saat produk investasi jatuh tempo kupon dan pokok
2. Risiko pasar (market risk), adalah potensi kerugian akibat faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keseluruhan dari pasar keuangan, antara lain perubahan suku bunga, perubahan

fundamental ekonomi dan kondisi politik yang tidak stabil. Risiko ini dapat dihindari dengan tidak menjual ORI 013 tersebut pada saat harga rendah daripada harga belinya.

3. Risiko likuiditas (*liquidity risk*), adalah potensi kerugian apabila pemilik ORI 013 membutuhkan dana dalam waktu cepat akan tetapi ORI 013 tidak dapat dijual dengan harga wajar. Risiko ini dapat dihindari karena ORI 013 dapat dijadikan jaminan serta tersedianya kuota harga beli dari agen yang dapat di eksekusi oleh nasabah (Kemenkeu).

Obligasi ritel dapat dibeli saat di terbitkan melalui pasar perdana atau dipasar sekunder melalui bursa atau diluar bursa. Selama obligasi belum jatuh tempo, investor tidak dapat mencairkan seperti deposito yang dapat dicairkan setiap waktu, namun yang dapat dilakukan adalah menjual kembali obligasi tersebut kepada investor lain dengan harga yang telah disepakati atau menjual kepada agen penjual yang berperan sebagai *standby buyer* sesuai dengan harga pasar. Harga ORI bisa dibeli lebih tinggi atau lebih rendah dari harga pembelian tergantung situasi dan kondisi ekonomi saat obligasi tersebut akan dijual sebelum jatuh tempo. Selain mendapatkan bunga investor juga berpotensi mendapatkan *capital gain* atau keuntungan kenaikan harga obligasi. ORI akan mengalami kenaikan apabila terjadi penurunan tingkat suku bunga acuan perbankan, yang artinya ada risiko penurunan nilai dari harga obligasi apabila ternyata suku bunga

acuan mengalami kenaikan hingga menyamai atau lebih tinggi dari kupon obligasi (Sari, 2018).

2.5 Penelitian Terdahulu

Peneliti mencoba mempelajari hasil-hasil penelitian yang berkaitan dengan penelitian ini. Berikut beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan judul penelitian ini diantaranya Wafa', melakukan penelitian pada permintaan sukuk ritel di Indonesia. Hasil penelitian Wafa' menyimpulkan bahwa secara bersama-sama variabel independen yang terdiri dari harga sukuk negara ritel, harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito bank syariah, dan tingkat suku bunga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel pada periode Maret 2009-Juni 2010. Secara parsial setiap variabel independen di atas mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel periode Maret 2009-Juni 2010 (Wafa', 2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Maftuh (2014) dengan judul Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Inflasi, BI Rate, Dan Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah* Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel SR 003. Penelitian tersebut menyatakan bahwa variabel independen harga sukuk negara ritel SR-003, tingkat inflasi, BI rate dan tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen tingkat permintaan sukuk negara ritel. Secara parsial variabel harga sukuk

negara ritel berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-003, sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-003.

Penelitian yang dilakukan oleh Wulandari (2015) dengan judul tentang tingkat permintaan sukuk ritel SR-005. Variabel dependen adalah tingkat permintaan sukuk ritel SR-005, sedangkan variabel independen adalah harga sukuk negara ritel SR-005, nisbah bagi hasil deposito perbankan syariah, dan harga obligasi ritel Indonesia 009. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa harga sukuk negara ritel SR-005, nisbah bagi hasil deposito perbankan syariah, dan harga obligasi ritel Indonesia 009 bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR005.

Penelitian yang dilakukan oleh Bella (2018) dengan judul tentang Analisis Variabel Makroekonomi Dan Yield Sukuk Ritel Terhadap Volume Penerbitan Sukuk Ritel Negara Seri 006 Di Indonesisa 2014 – 2017 mempunyai hasil bahwa dalam jangka pendek nilai tukar dan *yield* berpengaruh terhadap *Outstanding* SR 006, sedangkan PDB dan Inflasi tidak berpengaruh terhadap *Outstanding* SR 006. Dalam jangka panjang PDB, Inflasi dan Yield berpengaruh terhadap *Outstanding* SR 006, sedangkan nilai tukar tidak berpengaruh terhadap *Outstanding* SR 006.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Afina (2018) dengan judul penelitian tentang pengaruh harga sukuk negara ritel SR 006, tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, nilai kurs rupiah dan harga ORI 011 terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR 006 yang mempunyai hasil bahwa variabel independen harga sukuk negara ritel SR 006, bagi hasil deposito *mudharabah*, nilai kurs rupiah secara simultan berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR 006. Secara parsial, nilai kurs rupiah berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR 006. Sedangkan variabel harga sukuk negara ritel SR 006, bagi hasil deposito *mudharabah*, nilai kurs rupiah dan harga ORI 011 tidak berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR 006. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor utama yang menentukan tingkat investor terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR 006 adalah nilai kurs rupiah.

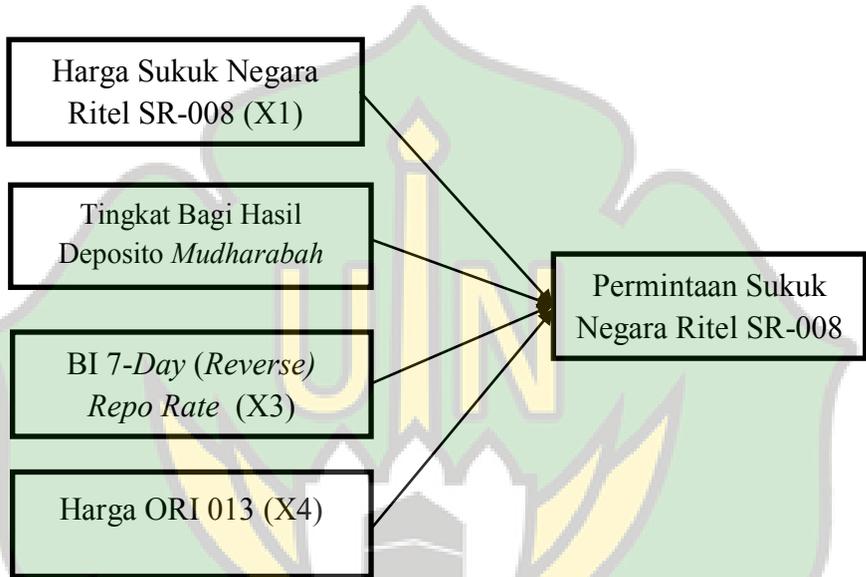
Penelitian selanjutnya oleh Fitriana (2017) melakukan penelitian yang berjudul pengaruh variabel makroekonomi terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR 006. Hasil dari penelitian tersebut adalah terdapat hubungan jangka panjang antar variabel. Hubungan jangka panjang terjadi antara variabel BI *rate*, jumlah uang beredar dan nilai kurs rupiah terhadap permintaan sukuk ritel SR 006 untuk periode 2014-2016. Sedangkan uji model korelasi menunjukkan adanya hubungan jangka pendek antar jumlah uang beredar dan nilai kurs rupiah terhadap permintaan sukuk negara ritel seri SR 006 untuk periode 2014-2016.

Penelitian selanjutnya oleh Nurhaliza (2018) melakukan penelitian yang berjudul Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel SR 007 di Indonesia periode 2015-2018. Hasil dari penelitian tersebut adalah secara parsial, variabel bebas harga sukuk negara ritel SR 007, tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* dan kurs mata uang tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat, sedangkan variabel variabel bebas jumlah uang beredar berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel terikat. Secara simultan (secara keseluruhan) semua variabel bebas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Menurut Amali (2018) dengan judul Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Volume perdagangan sukuk negara Ritel SR-006 di Indonesia. Hasil dari penelitian tersebut adalah variabel harga sukuk, Yield atau imbal hasil, harga emas, BI *rate*, dan tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR 006.

2.6 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian diatas mengenai hubungan antar variabel terhadap permintaan sukuk negara ritel, maka kerangka berfikir yang dapat disusun adalah sebagai berikut.



Gambar 2.3
Kerangka Berpikir

Hipotesa yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

H_{a1} : Harga sukuk negara ritel SR-008 dalam jangka panjang dan pendek berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008

H01 : Harga sukuk negara ritel SR-008 dalam jangka panjang dan pendek tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008

Ha2 : Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* dalam jangka panjang dan pendek berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008

H02 : Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* dalam jangka panjang dan pendek tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008

Ha3 : BI 7-Day (Reverse) Repo Rate dalam jangka panjang dan pendek berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008

H03 : BI 7-Day (Reverse) Repo Rate dalam jangka panjang dan pendek tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008

Ha4 : Harga ORI 013 dalam jangka panjang dan pendek berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR 008

H04 : Harga ORI 013 dalam jangka panjang dan pendek tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR 008

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Rancangan Penelitian

Jenis penelitian ini bersifat kuantitatif, yaitu penelitian ilmiah yang sistematis terhadap bagian-bagian dan fenomena serta hubungan antar bagian dan fenomena tersebut. Tujuan penelitian kuantitatif adalah mengembangkan dan menggunakan model-model matematis, teori-teori, dan/atau hipotesis yang berkaitan dengan fenomena alam (Abdullah & Saibani, 2014: 31). Penelitian kuantitatif juga didefinisikan sebagai salah satu jenis penelitian yang berdasarkan filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti populasi atau sampel tertentu, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, analisis data bersifat kuantitatif atau statistik, dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang sebelumnya telah ditentukan (Sugiyono, 2012:7).

3.2 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, adapun data sekunder merupakan sumber data yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data (Sugiyono, 2012:137). Data sekunder yang digunakan berbentuk data time series (runtun waktu) adalah himpunan observasi data terurut dalam waktu atau dengan kata lain data yang disusun berdasarkan urutan waktu ke waktu. Data tersebut diperoleh dari situs atau *website* masing-masing lembaga dan dibatasi dari tahun 2016 sampai

dengan 2019. Dalam penelitian ini data harga sukuk negara ritel SR 008, Harga ORI 013, dan data permintaan sukuk negara ritel SR 008 diperoleh dari data laporan penjualan sukuk yaitu *The Indonesia Capital Market Institute* (<https://ticmi.co.id>). Data tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* diperoleh dari laporan statistik perbankan syariah OJK (www.ojk.go.id). Kemudian data BI 7-Day (Reverse) Repo Rate diperoleh dari website Bank Indonesia (www.bi.go.id).

3.3 Variabel Penelitian

3.3.1 Klasifikasi Variabel Penelitian

1. Variabel Dependen

Variabel dependen (variabel terikat) adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas (Yuniar, 2018). Variabel dependen yang digunakan dalam variabel ini dinyatakan dalam notasi Y, adapun variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008.

2. Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi variabel lain (variabel bebas). Variabel bebas merupakan variabel yang mempengaruhi atau akibat sebab perubahannya atau timbulnya variabel terikat (Maghfirah, 2018). Variabel independen dalam variabel ini dinyatakan dalam notasi X, berikut beberapa variabel yang digunakan dalam variabel

independen yaitu harga sukuk negara ritel, tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, dan harga ORI 013.

3.3.2 Definisi Operasional Variabel

1. Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Permintaan sukuk negara ritel ini dapat dilihat dengan berapa sukuk yang laku terjual, yaitu sukuk yang diminta oleh investor pada pasar sekunder periode 2016 hingga 2019 (Nurhaliza, 2018). Adapun satuan dari variabel ini yaitu miliar dengan lambang (Y).

2. Harga Sukuk Negara Ritel SR 008

Harga adalah jumlah uang yang diperlukan sebagai penukar berbagai kombinasi produk dan jasa, dengan demikian maka suatu harga haruslah dihubungkan dengan bermacam-macam barang dan atau pelayanan, yang akhirnya akan sama dengan sesuatu yaitu produk dan jasa. Harga sukuk adalah harga yang wajib dibayarkan investor yang berinvestasi pada sukuk (Laksana, 2008:105). Adapun satuan dari variabel ini yaitu persen (%) dengan lambang (X_1).

3. Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah*

Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah* merupakan imbalan yang akan diterima oleh nasabah, ketika nasabah menitipkan dana dalam bentuk deposito kepada bank. Semakin besar dana yang dititipkan, maka tingkat imbal hasil yang

diterima akan semakin tinggi (Karim, 2010:251). Adapun satuan dari variabel ini yaitu persen (%) dengan lambang (X₂).

4. BI 7-Day (Reverse) Repo Rate

BI rate atau suku bunga merupakan kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Tingkat bunga juga sangat berpengaruh dalam perekonomian suatu negara, misalnya berpengaruh terhadap tingkat investasi, jumlah uang beredar, inflasi dan lain sebagainya yang pada akhirnya akan berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi negara (Muliawati dan Maryati, 2015:740). Adapun satuan dari variabel ini yaitu persen (%) dengan lambang (X₃).

5. ORI 013

Obligasi ritel Indonesia atau Obligasi Negara Ritel adalah obligasi negara yang dijual kepada individu/perseorangan warga negara Indonesia melalui agen penjual dengan volume minimum yang telah ditentukan. Obligasi Ritel Indonesia (ORI) seri 013 menawarkan kupon 6,6% dengan masa penawaran 29 september hingga 20 oktober 2016. Adapun jangka waktu ORI 013 selama tiga tahun, dan akan jatuh tempo 15 oktober 2019. Satuan dari variabel ini yaitu Rupiah (Rp) dengan lambang (X₄).

3.4 Model Penelitian

Model dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon \quad (3.1)$$

Dimana :

Y	= Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008
α	= Konstanta
$\beta_1 - \beta_4$	= Koefisien
X_1	= Harga Sukuk Negara Ritel SR-008
X_2	= Tingkat Bagi Hasil Deposito <i>Mudharabah</i>
X_3	= BI 7-Day (<i>Reverse</i>) Repo Rate
X_4	= ORI 013

3.5 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah metode kuantitatif, metode yang digunakan adalah analisis *Vector Autoregressive (VAR)/Vector Error Correction Model (VECM)*. Model *Vector Auto Regression (VAR)* apabila data dalam penelitian ini stasioner, namun apabila tidak stasioner dan terdapat hubungan kointegrasi antara variabel-variabelnya maka penelitian ini menggunakan model *Vector Error Correction Model (VECM)*. Data tersebut akan diolah menggunakan Microsoft Excel 2010 dan Eviews 8. Secara sistematis tahapan analisis data dimulai

dari uji akar unit (stasioneritas data), penentuan panjang lag optimum, uji kointegrasi, estimasi persamaan PVAR/ PVECM, uji stabilitas model hingga uji kausalitas dengan menggunakan metode *granger causality test*.

3.5.1 Analisis Model VECM

VECM (atau *Vector Error Correction Model*) merupakan metode turunan dari VAR. Asumsi yang perlu dipenuhi sama seperti VAR, kecuali masalah stasioneritas. Berbeda dengan VAR, VECM harus stasioner pada diferensiasi pertama dan semua variabel harus memiliki stasioner yang sama, yaitu terdiferensiasi pada turunan pertama. Model VECM mereproduksi hubungan perilaku jangka panjang antar variabel ada agar konvergen agar ke dalam hubungan prointegrasi tetapi tetap membiarkan tetapi tetap membiarkan adanya perubahan –perubahan dinamis dalam jangka pendek (widarjono, 2007).

Sebelum menentukan menggunakan model yang tepat untuk data dalam penelitian ini. Terdapat beberapa tahapan yang harus dilalui terlebih dahulu, yaitu:

1. Uji Stasioneritas Data

Data ekonomi *time series* pada umumnya bersifat stokastik (memiliki trend yang tidak stasioner / data tersebut memiliki akar unit). Jika data memiliki akar unit, maka nilainya akan cenderung berfluktuasi tidak di sekitar nilai rata-ratanya sehingga menyulitkan dalam mengestimasi suatu model. Uji Akar Unit merupakan salah

satu konsep yang akhir-akhir ini makin populer dipakai untuk menguji kestasioneran data time series. Uji ini dikembangkan oleh *Dickey* dan *Fuller*, dengan menggunakan *Augmented Dickey Fuller Test (ADF)*. Uji stasioneritas yang akan digunakan adalah uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*) dengan menggunakan taraf nyata 5%.

2. Uji Lag Optimum

Salah satu permasalahan yang terjadi dalam uji stasioneritas adalah penentuan *lag* optimal (Ajija & dkk, 2011). *Lag* berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dan untuk mengetahui berapa lama reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya. Terdapat beberapa kriteria yang dapat digunakan untuk mengetahui jumlah *lag* optimal yang digunakan dalam uji stasioneritas, yaitu: *Likelihood Ratio (LR)*, *Final Prediction Error (FPE)*, *Akaike Information Criteria (AIC)*, *Schwarz Information Criteria (SIC)* dan *Hannah-Quinn Criteria (HQC)*. Nilai LR, FPE, AIC SIC dan HQC terkecil yang digunakan sebagai patokan nilai *lag* optimal karena LR, FPE, AIC, SIC dan HQC menggambarkan residual (*error*) yang paling kecil, atau juga dapat dilihat dari banyaknya tanda asterik (*) paling banyak yang berada pada lag.

3. Uji Stabilitas VAR

Uji stabilitas VAR ini dilakukan dengan cara menghitung akar-akar dari fungsi *polynomial*. Jika semua akar dari fungsi *polynomial* tersebut memiliki nilai absolutnya lebih kecil dari 1 atau < 1 maka model VAR tersebut dianggap stabil sehingga

Impulse Response Function (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)* yang dihasilkan dapat dianggap valid.

4. Uji Kointegrasi

Keberadaan hubungan jangka panjang antar variabel-variabel yang tidak stasioner dapat dilihat dengan uji kointegrasi. Uji kointegrasi dilakukan untuk menguji kemungkinan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel yang diteliti. Syarat dilakukan uji kointegrasi adalah data harus stasioner pada tingkat *first difference*, dan sebelum diuji harus ditentukan terlebih dahulu *lag* optimalnya. Untuk mengetahui bahwa terdapat kointegrasi antar variabel dilihat dari *trace statistic* yang dibandingkan dengan *critical values*. Jika *trace statistic* > *critical values*, dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel yang digunakan memiliki kointegrasi. Setelah mengetahui bahwa terdapat kointegrasi diantara variabel-variabel model persamaan maka dapat dilanjutkan dengan analisis VECM (Amali, 2018).

5. Uji Kausalitas Granger

Analisis yang berkaitan dengan model VAR/ VECM untuk mencari hubungan sebab akibat atau uji kausalitas antar variabel endogen (*dependent/* terikat) didalam model VAR/VECM. Hubungan sebab akibat ini bisa di uji dengan menggunakan uji kausalitas Granger. Uji Kausalitas granger bertujuan untuk mengetahui hubungan sebab akibat masing-masing variabel

independen terhadap variabel dependen. Taraf uji yang digunakan dalam uji kausalitas *granger* ini yaitu pada tingkat kepercayaan 0.05 (5%) dan panjang lag sesuai dengan pengujian lag optimum yang dilakukan.

6. Uji *Vector Error Correction Model* (VECM)

Restricted VAR atau disebut juga VECM yaitu bentuk dari VAR yang terestriksi karena data tidak stasioner namun terkointegrasi. VECM digunakan untuk menghitung hubungan jangka panjang dan jangka pendek antarvariabelnya. Hasil VECM dikatakan memiliki pengaruh jika nilai t-statistik lebih besar dari pada nilai t-tabel, maka hasil tersebut dapat dikatakan terdapat hubungan jangka panjang atau jangka pendek antarvariabel (Amali, 2018).

Menurut Ajija, dkk (2011) model VECM mempunyai perilaku yang dinamis dimana perilaku tersebut dapat dilihat melalui respons dari setiap variabel endogen terhadap *shock* pada variabel tersebut maupun terhadap variabel endogen lainnya. Oleh karena itu, penentuan *lag* memiliki peran yang penting dalam mengestimasi VECM karena pemilihan *lag* yang tepat akan menghasilkan residual bersifat *Gaussian* yang berarti terbebas dari masalah autokolerasi dan heteroskedasitas.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif berguna untuk memberikan informasi sekilas tentang variabel penelitian yang dapat digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel dalam penelitian. Hasil analisis statistik deskriptif yang diperoleh pada penelitian ini dipaparkan dalam tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008	Harga Sukuk Negara Ritel SR-008	Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah	BI 7-Day (Reverse) Repo Rate	Harga ORI 013
Mean	5188279894,68	101,35	5,99	4,93	97,90
Max	12237762907,24	102,87	6,47	6,00	101,06
Min	695069529,41	99,68	5,23	4,25	50,12
Std. Dev	3164085175,21	1,16	0,30	0,65	9,21
Observasi	29	29	29	29	29

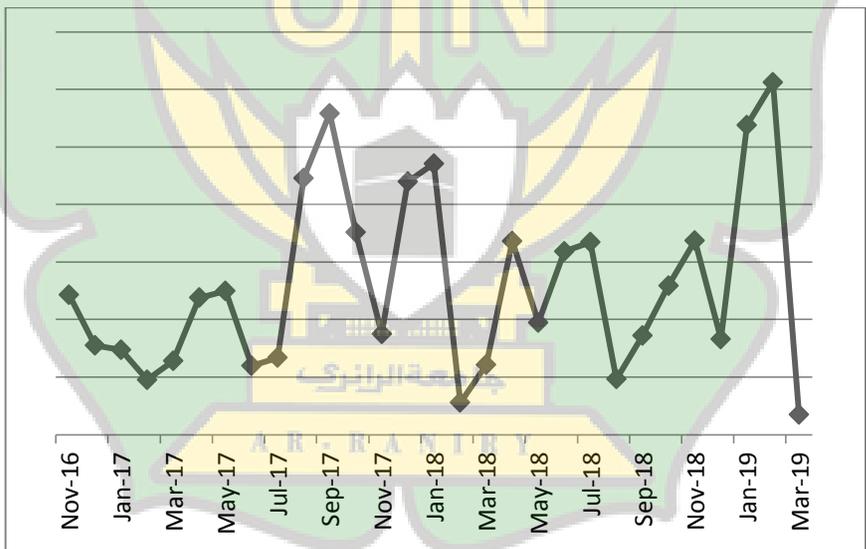
Sumber : Data di olah 2019

Berdasarkan perhitungan yang dihasilkan pada tabel 4.1 maka dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Permintaan sukuk negara ritel yang dimaksud dalam penelitian ini adalah tingkat sukuk negara ritel yang diminta atau yang terjual pada periode penjualan di pasar sekunder. Pasar sekunder merupakan tempat diperdagangkannya sekuritas setelah

pasar perdana. Pasar ini berfungsi untuk menjaga perdagangan untuk tetap aktif, memfasilitasi proses penentuan harga melalui interaksi *supply* dan *demand*, serta membantu perusahaan secara tidak langsung untuk mencari dana baru (Umam, 2013). Sukuk negara ritel dapat diperdagangkan kembali di pasar sekunder karena termasuk investasi yang likuid. Dalam penelitian ini tingkat permintaan sukuk negara ritel dilihat dari aktivitas di pasar sekunder. Perkembangan permintaan sukuk negara ritel SR 008 di pasar sekunder periode 2016-2019 dapat dilihat pada gambar 4.1 berikut ini:



Sumber : Ticmi, Data Diolah (2019)

Gambar 4.1
Perkembangan Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

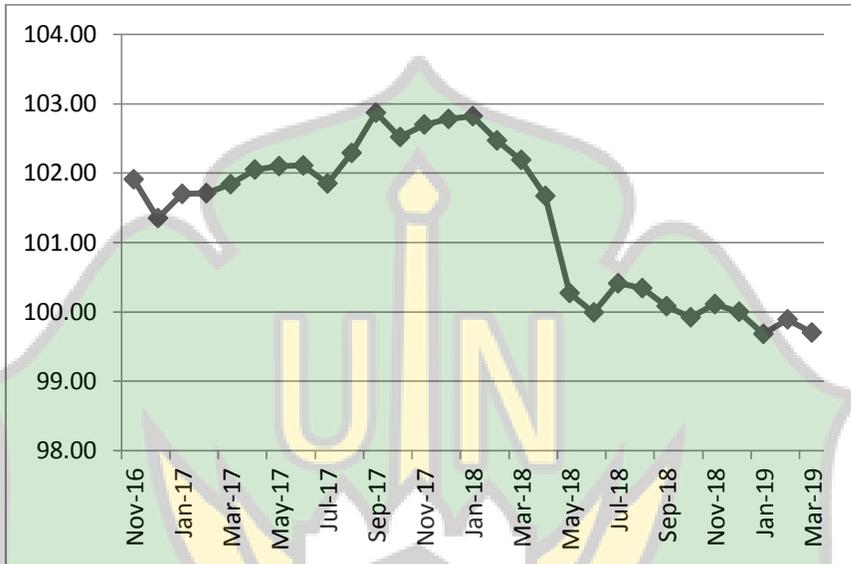
Berdasarkan gambar 4.1 dapat dilihat bahwa nilai minimum permintaan sukuk negara ritel SR 008 adalah sebesar Rp

695.069.529,41 juta. Ini berarti bahwa pada bulan Maret tahun 2019 permintaan atas sukuk memiliki penjualan sebesar 695.00 milyar rupiah dari rata-rata permintaan sukuk negara ritel SR 008 di pasar sekunder. Adapun nilai tertinggi permintaan sukuk negara ritel SR 008 adalah sebesar Rp 12.237.762.907,24 milyar Nilai tertinggi ini terjadi pada bulan Februari tahun 2019. Berdasarkan tabel 4.1 nilai rata-rata permintaan sukuk negara ritel SR 008 dari bulan November 2016 hingga Maret 2019 adalah sebesar Rp 5.188.279.894,68 milyar nilai ini menunjukkan bahwa sukuk negara ritel SR 008 yang menjadi objek penelitian memiliki rata-rata permintaan sebesar Rp 5.188.279.894,68 milyar. Nilai standar deviasi permintaan sukuk negara ritel SR 008 adalah sebesar Rp 3.164.085.175,21 milyar. Nilai tersebut lebih kecil dari nilai rata-ratanya, sehingga dapat disimpulkan bahwa variasi data permintaan sukuk negara ritel SR 007 pada pasar sekunder bersifat homogen, yang berarti rata-rata permintaan sukuk negara ritel SR-008 mempunyai tingkat penyimpangan yang rendah.

2. Harga Sukuk Negara Ritel SR-008

Harga sukuk adalah harga yang wajib dibayarkan investor yang berinvestasi pada sukuk (Laksana, 2008:105). Harga sukuk negara ritel merupakan nilai jual dari sukuk negara ritel yang naik turunnya dihitung pada setiap akhir transaksi pada pasar sekunder dengan perhitungan indeks (Wafa' 2010). Pergerakan harga sukuk

negara ritel SR-008 dipasar sekunder ditunjukkan pada gambar di bawah ini.



Sumber : Ticmi, Data Diolah (2019)

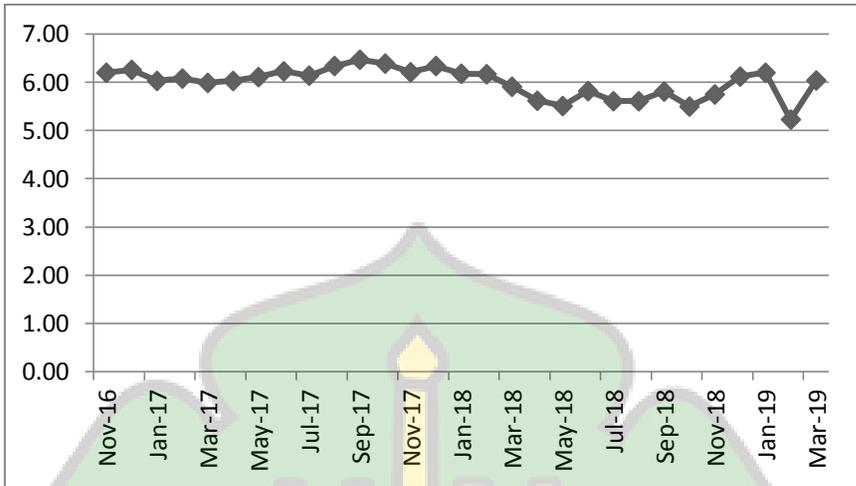
Gambar 4.2
Pergerakan Harga Sukuk Negara Ritel SR-008

Gambar 4.2 menunjukkan bahwa nilai tertinggi harga sukuk negara ritel SR 008 adalah sebesar 102,87%. Nilai tertinggi ini terjadi pada bulan September tahun 2017 Adapun nilai terendah harga sukuk negara ritel SR-008 sebesar 99,86%. Nilai terendah ini terjadi pada bulan Januari tahun 2019. Berdasarkan tabel 4.1 nilai rata-rata variabel harga sukuk negara ritel SR 008 mulai November 2016 hingga Maret 2019 adalah sebesar 101,35. Nilai ini menunjukkan bahwa harga sukuk negara ritel SR 008 memiliki rata-rata harga sebesar 101,35 di pasar sekunder. Nilai standar deviasi variabel harga sukuk negara ritel SR 008 adalah sebesar 1,11. Nilai tersebut

lebih rendah dari nilai rata-ratanya, sehingga dapat disimpulkan bahwa variasi data harga sukuk negara ritel SR 007 pada pasar sekunder bersifat homogen, yang berarti rata-rata harga sukuk negara ritel SR-008 mempunyai tingkat penyimpangan yang rendah.

3. Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah*

Salah satu produk penghimpunan dana yang ditawarkan oleh pihak bank syariah kepada nasabah adalah deposito *mudharabah*. Secara singkat *mudharabah* atau penanaman modal adalah penyerahan modal kepada orang yang berniaga sehingga mendapatkan presentase keuntungan. Deposito adalah simpanan yang penarikannya hanya dapat dilakukan pada waktu-waktu tertentu menurut perjanjian antara penyimpan dengan bank yang bersangkutan. Adapun yang dimaksud dengan deposito syariah adalah deposito yang dijalankan berdasarkan prinsip syariah. Perkembangan tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* periode tahun 2016-2019 dapat dilihat pada gambar di bawah:



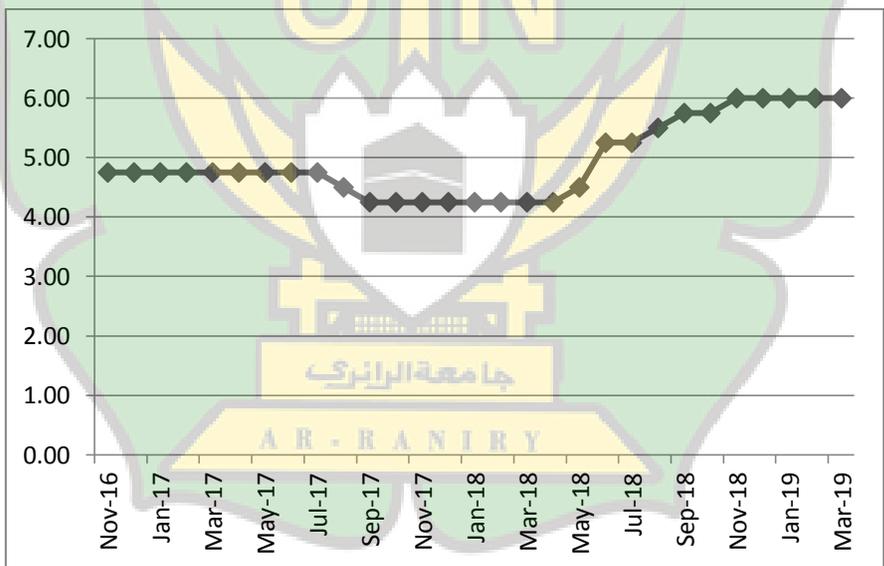
Sumber : Otoritas Jasa Keuangan, Data Diolah (2019)

Gambar 4.3 **Pergerakan Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah***

Gambar 4.3 menunjukkan nilai tertinggi pergerakan tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* adalah sebesar 6,47%. Nilai tertinggi ini terjadi pada bulan September tahun 2017. Adapun nilai terendah tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* sebesar 5,23%. Nilai terendah ini terjadi pada bulan Februari tahun 2019. Berdasarkan tabel 4.1 nilai rata-rata variabel tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* mulai November 2016 hingga Maret 2019 adalah sebesar 5,99%. Adapun nilai standar deviasi variabel tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* adalah sebesar 0,30. Nilai tersebut lebih rendah dari nilai rata-ratanya, sehingga dapat disimpulkan bahwa variasi data tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* bersifat homogen, yang berarti rata-rata tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* mempunyai tingkat penyimpangan yang rendah.

4. BI 7-Day (Reverse) Repo Rate

BI rate atau suku bunga merupakan kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Tingkat bunga juga sangat berpengaruh dalam perekonomian suatu negara, misalnya berpengaruh terhadap tingkat investasi, jumlah uang beredar, inflasi dan lain sebagainya yang pada akhirnya akan berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi negara (Muliawati dan Maryati, 2015:740). Perkembangan BI 7-Day (Reverse) Repo Rate ditunjukkan pada gambar di bawah ini.



Sumber : Bank Indonesia, Data Diolah (2019)

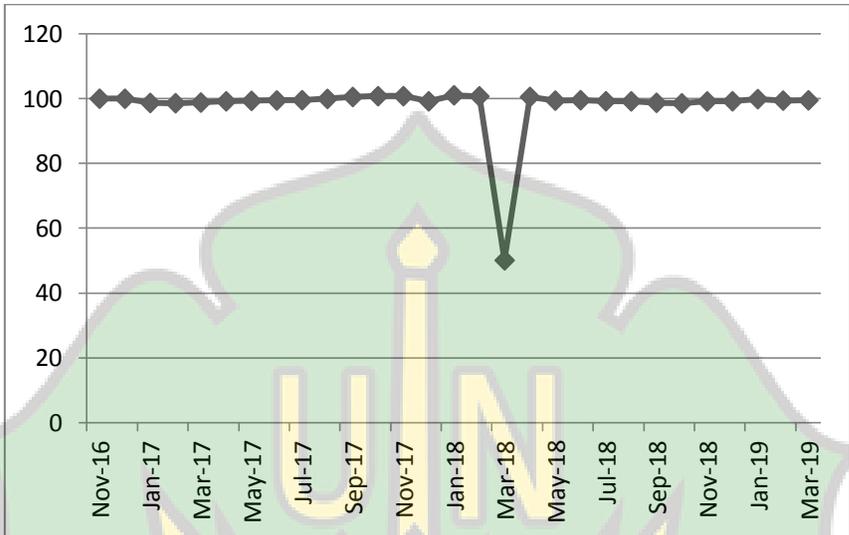
Gambar 4.4
Pergerakan BI 7-Day (Reverse) Repo Rate

Gambar 4.4 menunjukkan nilai tertinggi pergerakan BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* adalah sebesar 6,0%. Nilai tertinggi ini terjadi pada bulan November, Desember, Januari, Februari, Dan Maret tahun 2019. Adapun nilai terendah BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* sebesar 4,25%. Nilai terendah ini terjadi pada Juli 2018. Berdasarkan tabel 4.1 Sedangkan nilai rata-rata variabel BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* mulai November 2016 hingga Maret 2019 adalah sebesar 4,93%. Adapun nilai standar deviasi variabel BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* adalah sebesar 1,8. Nilai tersebut lebih rendah dari nilai rata-ratanya, sehingga dapat disimpulkan bahwa variasi data BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* bersifat homogen, yang berarti rata-rata BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* mempunyai tingkat penyimpangan yang rendah.

5. Harga ORI 013

Obligasi ritel Indonesia atau Obligasi Negara Ritel adalah obligasi negara yang dijual kepada individu/perseorangan warga negara Indonesia melalui agen penjual dengan volume minimum yang telah ditentukan. Harga obligasi ritel Indonesia merupakan nilai jual dari obligasi ritel Indonesia yang naik turunnya dihitung pada setiap akhir transaksi pada pasar sekunder dengan perhitungan indeks. Obligasi Ritel Indonesia (ORI) seri 013 menawarkan kupon 6,6% dengan masa penawaran 29 september hingga 20 oktober 2016. Adapun jangka waktu ORI 013 selama tiga tahun, dan akan

jatuh tempo 15 oktober 2019. Pergerakan harga obligasi ritel indonesia dipasar sekunder ditunjukkan pada gambar di bawah ini.



Sumber : Ticmi, Data Diolah (2019)

Gambar 4.5
Pergerakan Harga ORI 013

Gambar 4.5 menunjukkan bahwa nilai tertinggi harga ORI 013 adalah sebesar 101.06%. Nilai tertinggi ini terjadi pada bulan Januari tahun 2018. Adapun nilai terendah harga harga ORI 013 sebesar 50,12%. Nilai terendah ini terjadi pada bulan Maret tahun 2018. Berdasarkan tabel 4.1 nilai rata-rata variabel harga ORI 013 mulai November 2016 hingga Maret 2019 adalah sebesar 97,90%. Nilai ini menunjukkan bahwa harga harga ORI 013 memiliki rata-rata harga sebesar 97,90% di pasar sekunder. Nilai standar deviasi variabel harga harga ORI 013 adalah sebesar 9,21. Nilai tersebut lebih rendah dari nilai rata-ratanya, sehingga dapat disimpulkan bahwa variasi data harga harga ORI 013 pada pasar sekunder

bersifat homogen, yang berarti rata-rata harga sukuk negara ritel SR-008 mempunyai tingkat penyimpangan yang rendah.

4.2 Analisis Model

4.2.1 Uji Stasioneritas Variabel

Syarat pertama dalam mengolah data time series yaitu dengan uji akar unit (*unit root test*) yang berguna untuk melihat apakah data yang digunakan stasioner atau tidak. Untuk dapat menghasilkan regresi yang baik dan benar, maka data yang digunakan harus stasioner. Stasioneritas sebuah data *time series* sangat penting karena jika data yang digunakan tidak stasioner akan menghasilkan regresi palsu (*spurious*). Pengujian akar unit ini dilakukan terhadap seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu sebagai berikut.

Tabel 4.2
Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	level			First Difference		
	<i>t</i> -statistic ADF	<i>critical-value</i> 5%	<i>P</i> -Value	<i>t</i> -statistic ADF	<i>critical-value</i> 5%	<i>P</i> -Value
Y	-4.219331	-2.976263	0.0029	-	-	-
X1	-0.346999	-2.971853	0.9053	4.283707	1.953858	0.0001
X2	-2.974746	-2.971853	0.0497	-	-	-
X3	0.087522	-2.971853	0.9589	3.511488	1.953858	0.0011
X4	-5.452630	-2.971853	0.0001	-	-	-

Sumber : Eviews, data diolah (2019)

Berdasarkan tabel 4.2 tersebut memperlihatkan bahwa tidak semua data stasioner pada level, sehingga dilakukan pengujian lanjutan pada tingkat *first difference*. Hasil uji stasioneritas di atas menunjukkan variabel harga sukuk negara ritel SR-008 dan BI 7-day (*reverse*) *repo rate* tidak stasioner pada tingkat level namun permintaan sukuk negara ritel SR-008, tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*, dan harga ORI 013 stasioner pada tingkat level. Hal ini dikarenakan nilai $ADF_{statistik}$ pada tingkat *level* yang lebih kecil daripada nilai *critical-value* 5%. Sementara pada tingkat *first difference*, variabel harga sukuk negara ritel SR-008 dan BI 7-day (*reverse*) *repo rate* menunjukkan nilai $ADF_{statistik}$ yang lebih besar daripada nilai *critical-value* 5%. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel stasioner atau bebas dari masalah *unit root*, dikarenakan hasil uji stasioneritas yang diperoleh tidak semua stasioner pada data level, maka akan dilakukan estimasi dengan menggunakan model *Vector Error Correction Model* (VECM).

4.2.2 Penentuan Lag Optimum

Penentuan *lag* optimum menjadi salah satu langkah penting selanjutnya dalam model VECM. Pemilihan panjang *lag* yang tepat dapat dilakukan dengan mempertimbangkan beberapa kriteria seperti *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn* (HQ). Dalam hal ini, model yang akan digunakan adalah yang memiliki nilai AIC, SC, dan HQ yang

paling rendah di antara berbagai *lag* yang diajukan. Berikut hasil uji *lag* optimum adalah:

Tabel 4.3
Hasil Pengujian *Lag* Optimum
Antar Variabel Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR 008

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	112.8064	NA	1.72e-10	-8.292799	-8.050858	-8.223129
1	153.1112	62.00736	5.54e-11	-9.470090	-8.018440	-9.052068
2	198.4585	52.32383*	1.47e-11*	-11.03527*	-8.373911*	-10.26889*

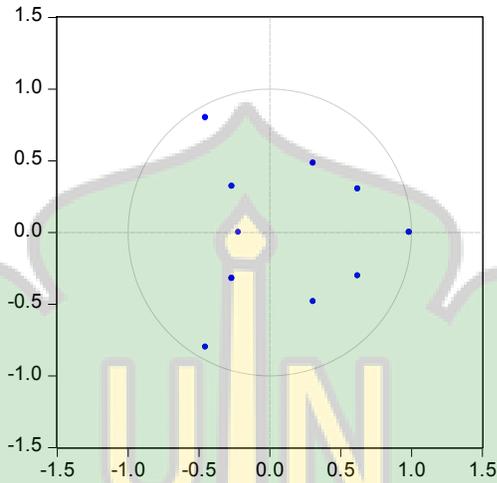
Sumber : Eviews, data diolah (2019)

Berdasarkan hasil uji pada tabel 4.3 di atas menunjukkan bahwa nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) yang terkecil terdapat pada *lag* 2 yaitu sebesar -12.27416*. Begitu pula dengan nilai *Schwarz Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn* (HQ) terkecil terletak pada *lag* 2 yaitu masing-masing nilai sebesar -9.634488* dan -11.48924*. Berdasarkan pada kriteria tersebut, maka model yang dipilih dalam penelitian ini adalah *lag* 2, dikarenakan banyaknya tanda asterik (*) berada pada *lag* 2 memenuhi persyaratan untuk dianalisis lebih lanjut yaitu berupa uji kointegrasi.

4.2.3 Uji Stabilitas VAR

Pengujian stabilitas VAR menggunakan *Root of Characteristic Polynomial*. Ketika nilai dari *Root* dan *Modulus Polynomial* dikatakan stabil apabila nilai seluruh modulusnya lebih kecil dari 1. Berikut hasil uji stabilitas VAR yang dilakukan:

Tabel 4.5
Hasil Uji VAR
 Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Sumber: Eviews, data diolah(2019)

Hasil uji stabilitas VAR yang dilakukan, menunjukkan bahwa nilai modulus dari setiap root dibawah 1, sehingga dapat dikatakan model telah stabil pada *lag* tersebut. Kondisi ini juga menunjukkan bahwa hasil dari IRF dan FEVD valid.

4.2.4 Uji Kointegrasi.

Uji kointegrasi dilakukan untuk mengetahui metode apa yang akan digunakan nantinya. Jika tidak terdapat kointegrasi pada setiap variabel maka metode yang digunakan adalah VAR. Sedangkan jika terdapat kointegrasi pada variabel-variabelnya maka metode yang digunakan adalah VECM. Uji kointegrasi pada penelitian ini menggunakan *Johansen Trace Statistics Test*. Apabila

Trace Statistic lebih besar dari *critical value* maka terdapat kointegrasi antar variabel.

Tabel 4.5
Hasil Uji Kointegrasi

<i>Hypothesized No. of CE(s)</i>	<i>Eigenvalue</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>0.05 Critical Value</i>	<i>Prob.**</i>
None *	0.931995	135.1491	69.81889	0.0000
<i>At most 1 *</i>	0.736578	67.94469	47.85613	0.0002
<i>At most 2 *</i>	0.575003	34.59472	29.79707	0.0130
<i>At most 3</i>	0.334244	13.20290	15.49471	0.1076
<i>At most 4</i>	0.114217	3.032085	3.841466	0.0816

Sumber: Eviews, data diolah(2019)

Berdasarkan hasil uji kointegrasi pada tabel 4.5 bahwa nilai *trace statistic none* (0) $135.1491 > 69.81889$, *trace statistic none* (1) $67.94469 > 47.85613$ dan *trace statistic none* (2) $34.59472 > 29.79707$ lebih besar dari *critical value* 0,05. Hasil uji kointegrasi di atas, dapat disimpulkan bahwa terdapat dua bentuk persamaan kointegrasi sehingga dapat dikatakan bahwa hasil uji kointegrasi dengan menggunakan statistik *Trace Statistic* mengindikasikan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara variabel yang digunakan dalam penelitian ini terhadap indeks permintaan sukuk negara ritel SR 008. Berdasarkan hal tersebut, maka suatu hal yang tepat untuk menggunakan metode VECM dan selanjutnya dapat menentukan estimasi VECM.

4.2.5 Uji Kausalitas *Granger*

Uji Kausalitas *granger* bertujuan untuk mengetahui hubungan sebab akibat masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Taraf uji yang digunakan dalam uji kausalitas *granger* ini yaitu pada tingkat kepercayaan 0.05 (5%) dan panjang lag sampai dengan lag 2 sesuai dengan pengujian lag optimum yang dilakukan. Dapat disimpulkan jika nilai probabilitas lebih besar dari 0.05 maka tidak terjadi kausalitas antar variabel, sebaliknya jika nilai probabilitas lebih kecil dari 0.05 maka terjadi kausalitas antar variabel.

Tabel 4.5
Hasil Uji Kausalitas *Granger*

Variabel	Y	X1	X2	X3	X4
Y					
X1					
X2					
X3		→	→		
X4	→	→	→	→	

Sumber: Data Sekunder (diolah), 2019

Berdasarkan tabel 4.5 variabel X4 secara signifikan tidak mempengaruhi variabel Y yang dibuktikan dengan nilai prob lebih besar nilai prob lebih besar dari 0.05 yaitu 0.405. sebaliknya variabel Y secara signifikan mempengaruhi variabel X4 ditunjukkan dengan nilai prob lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0055.

Sebaliknya Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi kausalitas satu arah antara variabel X4 dan Y.

Variabel X3 secara signifikan tidak mempengaruhi variabel X1 yang dibuktikan dengan nilai prob lebih besar nilai prob lebih besar dari 0.05 yaitu 0.6959. Sebaliknya variabel X1 secara signifikan mempengaruhi variabel X3 ditunjukkan dengan nilai prob lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0072. Sebaliknya Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi kausalitas satu arah antara variabel X1 dan X3.

Variabel X4 secara signifikan mempengaruhi variabel X2 ditunjukkan dengan nilai prob lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0264. Sebaliknya variabel X2 secara signifikan tidak mempengaruhi variabel X4 yang dibuktikan dengan nilai prob lebih besar nilai prob lebih besar dari 0.05 yaitu 0.5684. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi kausalitas satu arah antara variabel X4 dan X1.

Variabel X3 secara signifikan tidak mempengaruhi variabel X2 yang dibuktikan dengan nilai prob lebih besar nilai prob lebih besar dari 0.05 yaitu 0.6959. Sebaliknya variabel X2 secara signifikan mempengaruhi variabel X3 ditunjukkan dengan nilai prob lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0072. Sebaliknya Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi kausalitas satu arah antara variabel X2 dan X3.

Variabel X4 secara signifikan mempengaruhi variabel X2 ditunjukkan dengan nilai prob lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0264.

Sebaliknya variabel X2 secara signifikan tidak mempengaruhi variabel X4 yang dibuktikan dengan nilai prob lebih besar nilai prob lebih besar dari 0.05 yaitu 0.5684. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi kausalitas satu arah antara variabel X4 dan X3.

Variabel X4 secara signifikan mempengaruhi variabel X3 ditunjukkan dengan nilai prob lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0244. Sebaliknya variabel X3 secara signifikan tidak mempengaruhi variabel X4 yang dibuktikan dengan nilai prob lebih besar nilai prob lebih besar dari 0.05 yaitu 0.9294. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi kausalitas satu arah antara variabel X4 dan X3.

4.3 Analisis *Vector Error Correction Model* (VECM)

Hasil estimasi dengan VECM diperoleh koefisien jangka panjang dan jangka pendek. Berikut ini ditunjukkan hasil estimasi VECM jangka panjang yaitu:

Tabel 4.6
Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang Antar Variabel Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Cointegrating Eq:	CointEq1
D(Y(-1))	1.000000
D(X1(-1))	236.2406
	[3.51523]
D(X2(-1))	-13.23565

	[1.27129]
D(X3(-1))	14.50832
	[2.45479]
D(X4(-1))	-3.280453
	[8.88896]
A	-0.088545

Sumber : Eviews, Data diolah (2019)

Nilai T tabel = 1,714

[] = Nilai t-statistik

Berdasarkan pemaparan di atas maka model hasil estimasi VECM jangka panjang pada penelitian ini dapat ditulis persamaannya sebagai berikut:

$$Y = 236.240,6 X_1 - 13.235,65 X_2 + 14.508,32 X_3 - 3.280,453 X_4 - 0.088545 + e \quad (4.1)$$

Persamaan estimasi VECM 4.1 maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

1. Nilai koefisien harga sukuk negara ritel SR-008 sebesar 236.240,6, hal ini menunjukkan bahwa harga sukuk negara ritel SR-008 berpengaruh positif terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Apabila variabel lainnya diasumsikan tetap (*ceteris paribus*) maka setiap kenaikan 1 satuan harga sukuk negara ritel SR-008, tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008 akan ikut naik sebesar 236.240,6 satuan.
2. Nilai koefisien tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* sebesar -13.235,65, hal ini menunjukkan bahwa tingkat bagi hasil

deposito *mudharabah* berpengaruh negatif terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008. Apabila variabel lainnya diasumsikan bernilai tetap (*ceteris paribus*) maka setiap kenaikan 1 satuan tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008, tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008 ikut turun sebesar 13.235,65 satu satuan.

3. Nilai koefisien BI *7-Day (Reverse) Repo Rate* sebesar 14.508,32, hal ini menunjukkan bahwa BI *7-Day (Reverse) Repo Rate* berpengaruh positif terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008. Apabila variabel lainnya diasumsikan bernilai tetap (*ceteris paribus*) maka setiap kenaikan 1 satuan BI *7-Day (Reverse) Repo Rate*, permintaan sukuk negara ritel SR-008 naik sebesar 14.508,32 satuan.
4. Nilai koefisien harga ORI 013 sebesar -3.280,453 hal ini menunjukkan bahwa harga ORI 013 berpengaruh negatif terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008. Apabila variabel lainnya diabaikan atau dianggap tetap (*ceteris paribus*) maka setiap kenaikan 1 satuan harga ORI 013, tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008 akan ikut turun sebesar 3.280,453satuan.

Tabel 4.6
Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek Antar
Variabel Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Cointegrating Eq:	D(Y)
CointEq1	-0.021229
	[0.15296]
D(Y(-2))	-0.292119
	[2.84039]
D(X1(-2))	-127.5726
	[2.49464]
D(X2(-2))	-4.566279
	[0.78857]
D(X3(-2))	-1.504275
	[0.26417]
D(X4(-2))	-0.142386
	[0.70523]
A	0.010029
	[0.05735]

sumber : Eviews, Data diolah (2019)

Nilai T tabel = 1,714

[] = Nilai t-statistik

Berdasarkan pemaparan di atas maka model hasil estimasi VECM jangka pendek pada penelitian ini dapat ditulis persamaannya sebagai berikut:

$$Y = 0.010029 - 127.5726 X_1 - 4.566279 X_2 - 1.504275 X_3 - 0.142386 X_4 + e \quad (4.2)$$

Hasil estimasi VECM di atas menunjukkan bahwa untuk jangka pendek harga sukuk negara ritel SR 008, tingkat bagi hasil deposito *mudhrabah*, BI 7-day (reverse) repo rate dan harga ORI 013 berpengaruh negatif terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-008.

4.4 Pengujian Hipotesis

4.4.1 Harga Sukuk Negara Ritel SR-008 Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Berdasarkan hasil estimasi VECM dalam jangka panjang variabel harga sukuk negara ritel SR-008 besarnya nilai koefisiennya yaitu 236.240,6 dengan nilai t-statistik 3,51523. Hal ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung variabel harga sukuk negara ritel SR-008 lebih kecil dari nilai t-kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($3,51523 > 1,714$). Hasil estimasi tersebut menunjukkan bahwa harga sukuk negara ritel SR-008 berpengaruh positif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%. Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek diketahui nilai koefisien harga sukuk negara ritel SR-008 adalah -127.572,6 dan nilai t-hitungnya 2,49464. Nilai t-hitung harga sukuk negara ritel SR-008 lebih besar dari nilai t kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($2,49464 > 1,714$). Hasil estimasi ini menjelaskan bahwa harga sukuk negara ritel SR-008 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%.

Hasil dari estimasi VECM dalam penelitian ini menemukan bahwa Harga sukuk negara ritel berpengaruh dan signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 dinyatakan diterima, sehingga H_0 ditolak dan H_1 di terima. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang di lakukan oleh (Amali, 2018) dalam skripsi yang Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR 006, mengemukakan hasil penelitian menyatakan bahwa harga sukuk negara ritel berpengaruh signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-006. Namun penelitian oleh (Nurhaliza, 2019) dalam skripsi yang Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel SR 007 Di Indonesia (Periode 2015 – 2017). Hasil penelitian dalam skripsi tersebut adalah harga sukuk negara ritel tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR 007. Namun penelitian yang dilakukan

4.4.2 Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah* Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Berdasarkan hasil estimasi VECM dalam jangka panjang variabel tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* besarnya nilai koefisiennya yaitu -13.235,65 dengan nilai t-statistik 1,27129. Hal ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung variabel tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* lebih kecil dari nilai t-kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($1,27129 < 1,714$). Hasil estimasi tersebut menunjukkan bahwa tingkat bagi hasil deposito *mudharabah*

berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%. Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek diketahui nilai koefisien tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* adalah -4.566,279 dan nilai t-hitungnya 0,78857. Nilai t-hitung tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* lebih kecil dari nilai t kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($0,78857 < 1,714$). Hasil estimasi ini menjelaskan bahwa tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%.

Hasil dari estimasi VECM dalam penelitian ini menemukan bahwa tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 dinyatakan ditolak, sehingga H_2 ditolak dan H_0 diterima. Hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan dilakukan oleh (Afina, 2018) yang berjudul Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah*, Nilai Kurs Rupiah dan Harga ORI 011 Terhadap Permintaan Sukuk Ritel SR 006. Dalam penelitian tersebut dijelaskan bahwa tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR006. Sedangkan penelitian yang oleh (Yusiarmayanti, 2017) mengemukakan bahwa tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh negatif signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR 005.

4.4.3 BI 7-Day (Reverse) Repo Rate Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Berdasarkan hasil estimasi VECM dalam jangka panjang variabel BI 7-Day (reverse) repo rate besarnya nilai koefisiennya yaitu 14.508,32 dengan nilai t-statistik 2,45479. Hal ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung variabel BI 7-Day (reverse) repo rate lebih besar dari nilai t-kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($2,45479 > 1,714$). Hasil estimasi tersebut menunjukkan bahwa BI 7-Day (reverse) repo rate berpengaruh positif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%. Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek diketahui nilai koefisien BI 7-Day (reverse) repo rate adalah $-1.504,275$ dan nilai t-hitungnya 0,26417. Nilai t-hitung BI 7-Day (reverse) repo rate lebih kecil dari nilai t kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($0,23675 > 1,714$). Hasil estimasi ini menjelaskan bahwa BI 7-Day (reverse) repo rate berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%.

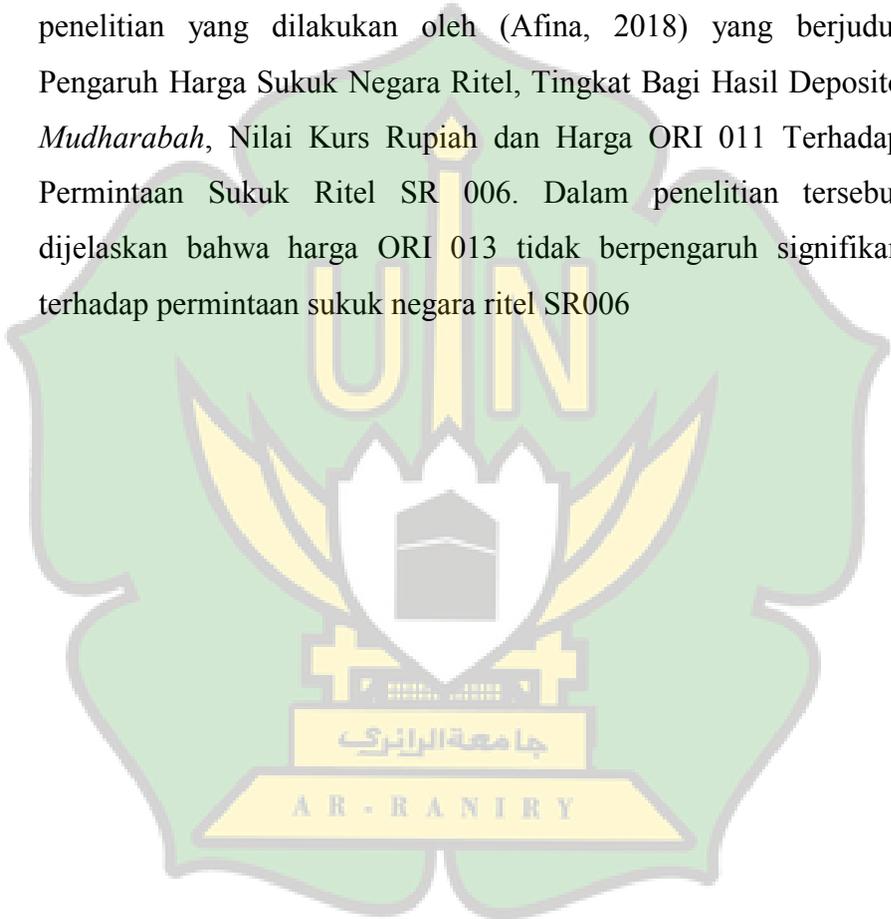
Hasil dari estimasi VECM dalam penelitian ini menemukan bahwa BI 7-Day (Reverse) Repo Rate berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 dinyatakan diterima, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hasil penelitian ini selaras dengan yang dilakukan oleh (Rahman, 2016) yang berjudul pengaruh harga sukuk negara ritel SR-005, tingkat inflasi, dan BI rate terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-005. Menemukan BI rate berpengaruh signifikan terhadap tingkat

permintaan sukuk negara ritel SR-005. Sedangkan penelitian (Maftuh, 2014) dalam skripsi yang berjudul Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel SR 006, Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah*, Tingkat Inflasi dan BI *Rate* Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel SR 003. Hasil penelitian dalam skripsi tersebut adalah BI *Rate* tidak berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR 003.

4.4.4 Harga ORI 013 Terhadap Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Berdasarkan hasil estimasi VECM dalam jangka panjang variabel harga ORI 013 besarnya nilai koefisiennya yaitu -3.280,453 dengan nilai t-statistik 8,88896. Hal ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung variabel harga ORI 013 lebih besar dari nilai t-kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($8,88896 > 1,714$). Hasil estimasi tersebut menunjukkan bahwa harga ORI 013 berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%. Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek diketahui nilai koefisien harga ORI 013 adalah -0.142386 dan nilai t-hitungnya 0,70523. Nilai t-hitung harga ORI 013 lebih kecil dari nilai t kritis dengan tingkat signifikansi alpha 5% ($0,70523 > 1,714$). Hasil estimasi ini menjelaskan bahwa harga ORI 013 berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 pada alpha 5%.

Hasil dari estimasi VECM dalam penelitian ini menemukan bahwa harga ORI 013 berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 dinyatakan diterima, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Afina, 2018) yang berjudul Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah*, Nilai Kurs Rupiah dan Harga ORI 011 Terhadap Permintaan Sukuk Ritel SR 006. Dalam penelitian tersebut dijelaskan bahwa harga ORI 013 tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR006



BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel harga sukuk negara ritel SR-008 untuk hasil estimasi VECM jangka panjang memiliki koefisien sebesar 236.240,6 dan nilai t-hitung sebesar 3,51523 hal ini menunjukkan bahwa harga sukuk negara ritel SR-008 berpengaruh positif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap perubahan harga sukuk memengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi pada sukuk negara ritel SR-008. Hasil estimasi jangka pendek koefisien variabel harga sukuk negara ritel SR-008 adalah sebesar -127,572,6 dan nilai t-hitungnya 2,49464 hal ini menunjukkan bahwa harga sukuk negara ritel SR-008 berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap kenaikan 1% harga sukuk negara ritel maka permintaan sukuk negara ritel turun sebesar 127,572,6 satu satuan
2. Variabel Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* untuk hasil estimasi VECM jangka panjang memiliki koefisien sebesar -13.235,65 dan nilai t-hitung sebesar 1,27129 hal ini menunjukkan bahwa Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap perubahan bagi hasil

deposito *mudharabah* tidak memengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi pada sukuk negara ritel SR-008. Hasil estimasi jangka pendek koefisien variabel Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* adalah sebesar $-4.566,279$ dan nilai t-hitungnya $0,78857$ hal ini menunjukkan bahwa Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap perubahan bagi hasil deposito *mudharabah* tidak memengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi pada sukuk negara ritel SR-008.

3. Variabel BI 7-Day (Reverse) Repo Rate untuk hasil estimasi VECM jangka panjang memiliki koefisien sebesar $14.508,32$ dan nilai t-hitung sebesar $2,45479$ hal ini menunjukkan bahwa BI 7-Day (Reverse) Repo Rate berpengaruh positif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap kenaikan 1% BI 7-Day (Reverse) Repo Rate maka permintaan sukuk negara ritel naik sebesar $14.508,32$ satu satuan. Hasil estimasi jangka pendek koefisien variabel BI 7-Day (Reverse) Repo Rate adalah sebesar $-1,504275$ dan nilai t-hitungnya $0,26417$ hal ini menunjukkan bahwa BI 7-Day (Reverse) Repo Rate berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap perubahan BI 7-Day (Reverse) Repo Rate tidak memengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi pada sukuk negara ritel SR-008.

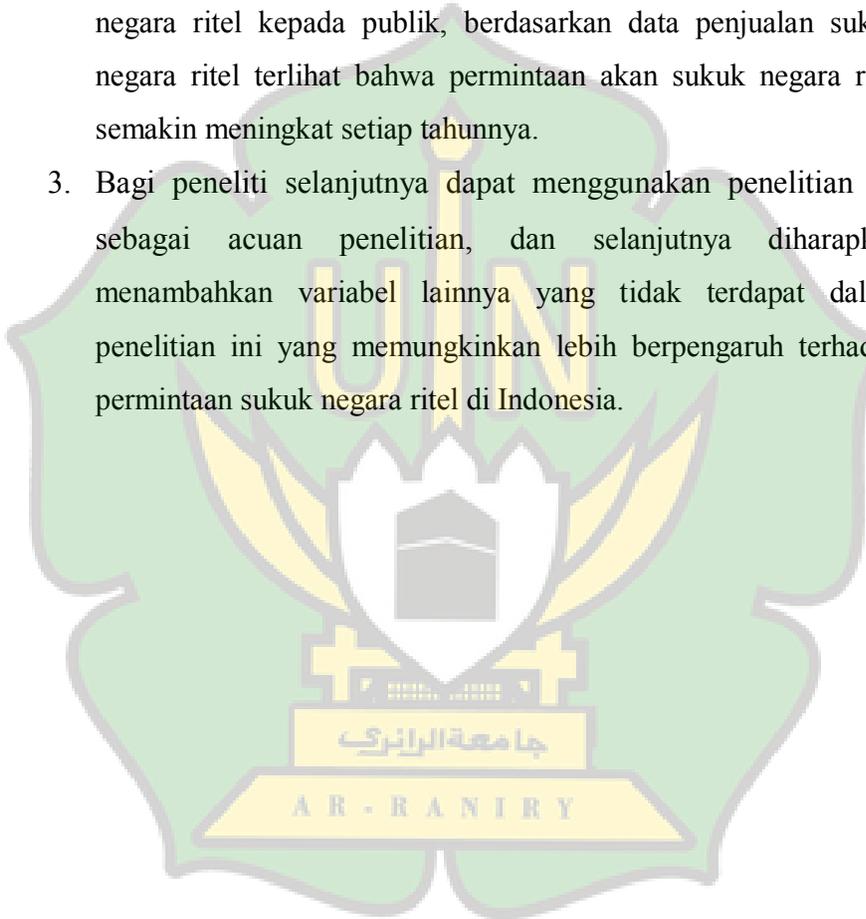
4. Variabel Harga ORI 013 untuk hasil estimasi VECM jangka panjang memiliki koefisien sebesar $-3.280,453$ dan nilai t-hitung sebesar $8,88896$ hal ini menunjukkan bahwa Harga ORI 013 berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap kenaikan 1% Harga ORI 013 maka permintaan sukuk negara ritel turun sebesar $3.280,453$ satu satuan. Hasil estimasi jangka pendek koefisien variabel Harga ORI 013 adalah sebesar $0,142386$ dan nilai t-hitungnya $0,70523$ hal ini menunjukkan bahwa Harga ORI 013 berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008. Artinya, setiap perubahan Harga ORI 013 tidak memengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi pada sukuk negara ritel SR-008.

5.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan hasil studi selanjutnya baik untuk kepentingan praktis maupun kepentingan studi selanjutnya, maka saran yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Bagi Investor yang akan mengambil keputusan berinvestasi di Sukuk khususnya sukuk negara ritel, sebaiknya lebih mempertimbangkan sebagai pilihan sarana investasi karena selain tidak memiliki resiko gagal bayar sukuk negara ritel juga termasuk investasi yang bebas dari unsur riba dan spekulasi. Berinvestasi pada sukuk negara ritel juga, investor secara langsung memiliki kontribusi terhadap pembangunan infrastruktur negara.

2. Bagi pemerintah penelitian ini dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam mengambil keputusan yang berhubungan dengan kebijakan terhadap Sukuk Negara Ritel. Pemerintah dan agen penjual harus mengoptimalkan sosialisasi tentang sukuk negara ritel kepada publik, berdasarkan data penjualan sukuk negara ritel terlihat bahwa permintaan akan sukuk negara ritel semakin meningkat setiap tahunnya.
3. Bagi peneliti selanjutnya dapat menggunakan penelitian ini sebagai acuan penelitian, dan selanjutnya diharapkan menambahkan variabel lainnya yang tidak terdapat dalam penelitian ini yang memungkinkan lebih berpengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel di Indonesia.



DAFTAR PUSTAKA

- Abdulah, Thamrin dan Tantri, Francis. (2012). *Bank dan Lembaga Keuangan*. Depok : GrafindoPersada
- Abdullah S, Muhammad. (2016). Analisis Permintaan Sukuk di Indonesia Periode 2012-2015. *Skripsi*
- Afina, F. Nur. (2018). Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel SR 006, Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah, Nilai Kurs Rupiah dan Harga ORI 011 Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel SR 006. *Skripsi*.
- Al-Arif, M. Nur Rianto. (2012). *Lembaga Keuangan Syariah: Suatu Kajian Teoritis Praktis*. Bandung: Pustaka Setia.
- Amali, Qisthi. (2018). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-006 Di Indonesia. *Skripsi*.
- Anshori A, Ghofur. (2009). *Hukum Perbankan Syariah*. Bandung : PT Refika Aditama
- Anshori, Muchlish dan Sri Iswati. (2009). *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Surabaya Airlangga University Press (AUP)
- Ascarya. (2011). *Akad dan Produk Bank Syariah*. Jakarta : Rajawali Press.
- Awaluddin. (2016). Pasar Modal Syariah Analisis Penawaran Efek syariah di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi Islam. Volume 1, N 2. 2016*
- Bank Indonesia, <http://www.bi.go.id/moneter/> (Diakses pada Juni 2019)
- Bank Syariah Mandiri <http://www.syariahamandiri.co.id/category/consumerbangkig/produkjasaconsumer/jasainvestasiconsumer/sukukritel-cunsumer/> (Diakses pada juni 2019)

- Bella, F. Izzati. (2018). Analisis Variabel Makroekonomi dan Yield Sukuk Ritel Terhadap Volume Penerbitan Sukuk Ritel Negara Seri 006 Di Indonesia 2014 - 2017. *Skripsi*
- Fahmi, Irham. (2013). *Pengantar Pasar modal*. Bandung : Alfabeta.
- Fasa, Muhammad Iqbal. (2016). Sukuk : Teori dan Implementasinya. *Li Falah Jurnal Studi Ekonomi dan Bisnis Islam. Vol. 1 No.1*
- Fatah. (2011). Perkembangan Obligasi Syariah Peluang dan Tantangan. *Jurnal Al'adalah. Vol. 10, No. 1*
- Firmansyah, Mohammad Hatta. (2016). *Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Penjualan Sukuk Ritel di Indonesia*. Jakarta. UIN Syarih Hidayatullah
- Fitriana, D. N. (2017). Analisis Variabel Makroekonomi terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR 006 Di Indonesia Periode 2015-2017. *Skripsi*.
- Hariyanto, Eri. (2017). Penggunaan Akad Ijarah Dalam Sukuk. (www.kemenkeu.go.id, diakses Juni 2019)
- Hasoloan, Jimmy. (2014). *Ekonomi Moneter*. Yogyakarta : Deepublish
- Heykal, Mohamad dan Huda, Nurul. (2010) *Lembaga Keuangan Islam Tinjauan Teroritis dan Praktis*. Jakarta : Kencana Prenadia Group
- Heykal, Muhammad. (2012). *Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah* Jakarta: Elex Media Computindo
- Kashmir. (2014). *Dasar-dasar Perbankan. Edisi Revisi*. Jakarta. PT. Raja Grafindo persada
- Kementrian Keuangan RI http://www.kemenkeu.go.id/sites/default/files/SP_1360002.pdf.(diakses pada mei 2019)

- Latumaerissa, Julius R. (2011). *Bank dan Lembaga Keuangan Lain*. Jakarta : Salemba Empat.
- Maftuh, M. (2014). Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel, Tingkat Inflasi, BI Rate, dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah Terhadap Permintaan Sukuk Ritel SR 003. *Skripsi*.
- Maghfirah, Sani. (2018). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Harga Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index (JII). *Skripsi*
- Manan, Abdul. (2014). *Hukum Ekonomi Syariah dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama*. Jakarta : Kencana Prenada Group.
- Manan, Abdul. (2014). *Peranan Hukum dalam Pembangunan Ekonomi*. Jakarta: Kencana.
- Marimin, Mustofa & Anik. (2016). Perbandingan Kinerja Obligasi Ritel Indonesia dengan Sukuk Ritel Periode 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*. Vol 02, No. 01
- Martalena dan Maya Malinda. (2011). *Pengantar Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta : Andi
- Muliawati, N.L. dan Maryati, T. (2015). Analisis Pengaruh Inflasi, Kurs Rupiah, Suku Bunga, Dan bagi Hasil terhadap Deposito Bank Syariah Mandiri. Fakultas Ekonomi, Universitas Trisakti.
- Muljiono, Djoko. (2015). *Perbankan dan Lembaga Keuangan Syariah*. Yogyakarta: Andi
- Noor, H. F. (2009). *Investasi Pengelolaan Keuangan Bisnis dan Pengembangan Ekonomi Masyarakat*. Jakarta: Indeks Permata Puri Media.
- Nurhaliza, Suri. (2018). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel SR 007 di Indonesia (Periode 2015 – 2017). *Skripsi*

- Pohan, Aulia. 2008. *Potret Kebijakan Moneter Indonesia*. Jakarta : PT Raja Grafiika Persada.
- Priyatno, D. (2010). *Paham Analisis Statistika Data dengan SPSS*. Yogyakarta: Mediakom
- Rahardja, P., & Manurung, M. (2008). *Pengantar Ilmu Ekonomi (Mikroekonomi dan Makroekonomi)*. Jakarta : Salemba Empat.
- Sari, A.D. Kartika. (2018). (www.mbisis.com) Menimbang Investasi Ori Sambil Berkontribusi Bagi Negeri. Artikel (Diakses Juli 2019)
- Setiawan, Y. Y. (2009). Perspektif Islam dalam Investasi Di Pasar Modal Syariah Suatu Studi Pendahuluan. *Jurnal Ekonomi Vol 17, No.3, 91*.
- Sharpe, Wiliian F, Gordon J. Alexander dan Jeffery V. Bailey. (2005). *Investasi*. Jakarta: PT Indeks Kelompok Gramedia.
- Soemitra, Andri. (2009). *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. Edisi.Jakarta: Kencana Prenada Group.
- Sugiyono, A. (2012). *metode penelitian Bisnis, kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sukirno, Sadono. (2013). *Mikroekonomi : Teori Pengantar. Edisi ketiga*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada.
- Suryomurti, Wiku. 2011. *Supercerdas Investasi Syariah*. Jakarta: Qultum Media.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi; Teori dan Aplikasi*. Edisi ke-1 Yogyakarta: Kanisius.
- Umam, K. (2013). *Pasar Modal Syariah*. Bandung: Pustaka Setia.
- Wafa, Mohammad Agus Khoirul. (2010). Analisa Faktor faktor yang Mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel. *Jurnal ekonomi Islam. Volume IV, No. 2*,
- Wahid, Nazaruddin Abdul. 2010. *Sukuk: Memahami dan*

Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah. Yogyakarta: Ar- Ruzz Media.

Widarjono, A. (2007). *Ekonometrika Teori dan Aplikasi.* Yogyakarta : Ekonisia FE UII

Wulandari, D. (2015). Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel SR 005, Nisbah Bagi Hasil Deposito Perbankan Syariah dan Harga Obligasi Ritel Indonesia 009 Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-005. *Skripsi.*

Thahira, Zhia. (2018). Pengaruh Suku Bunga Sbi Dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham (Studi Komparatif pada Indeks LQ45 dan JII Tahun 2012-2017). *Skripsi*

Zubair, Muhammad Kamal. (2012). Obligasi dan Sukuk Dalam Perspektif Keuangan Islam Suatu Kajian Perbandingan. *Jurnal Ilmu Syari'ah dan Hukum*, Vol. 46, No. 1.



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Data Time Series

Tahun	Permintaan Sukuk Sr 008 Y (Milyar)	Harga Sukuk SR 008 (%) X1	Deposito Mudharabah (%) X2	BI-7 Day (%) X3	Permintaan ORI 013 X4(%)
Nop-16	4857028290.48	101.91	6.20	4.75	100.00
Des-16	3099516691.97	101.35	6.26	4.75	99.99
Jan-17	2945444834.96	101.70	6.03	4.75	98.69
Feb-17	1901123712.58	101.71	6.08	4.75	98.61
Mar-17	2561643495.80	101.84	5.99	4.75	98.82
Apr-17	4760299732.24	102.05	6.03	4.75	99.20
Mei-17	4989425560.43	102.10	6.11	4.75	99.34
Jun-17	2392274899.09	102.11	6.23	4.75	99.47
Jul-17	2674926772.09	101.85	6.14	4.75	99.54
Agust-17	8908307743.51	102.29	6.34	4.50	99.95
Sep-17	11156597187.72	102.87	6.47	4.25	100.54
Okt-17	7030377882.27	102.52	6.39	4.25	100.78
Nop-17	3498284920.05	102.70	6.21	4.25	100.79
Des-17	8789355884.16	102.78	6.34	4.25	99.20
Jan-18	9410824293.54	102.82	6.18	4.25	101.06
Feb-18	1116149717.03	102.47	6.17	4.25	100.74
Mar-18	2427421472.15	102.19	5.91	4.25	50.12
Apr-18	6721167926.06	101.67	5.62	4.25	100.55
Mei-18	3890144087.03	100.27	5.51	4.50	99.41
Jun-18	6363222129.12	99.99	5.82	5.25	99.55
Jul-18	6685618537.35	100.41	5.61	5.25	99.22
Agust-18	1930999645.52	100.34	5.61	5.5	99.19
Sep-18	3439607018.42	100.08	5.81	5.75	98.74
Okt-18	5171686827.72	99.92	5.50	5.75	98.58
Nop-18	6739146513.48	100.11	5.75	6.00	99.16

Des-18	3317097939.73	100.00	6.12	6.00	99.21
Jan-19	10749590794.71	99.68	6.20	6.00	99.87
Feb-19	12237762907.24	99.89	5.23	6.00	99.42
Mar-19	695069529.41	99.70	6.04	6.00	99.49

Lampiran 2 : Hasil Analisis Data

Lampiran 2.1 : Uji Stasioner Data

1. Level

a. Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-008

Null Hypothesis: LN Y has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.219331	0.0029
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

b. Harga Sukuk Negara Ritel SR-008

Null Hypothesis: LNX1 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.346999	0.9053
Test critical values:		
1% level	-3.689194	
5% level	-2.971853	
10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

c. Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah*

Null Hypothesis: LNX2 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.974746	0.0497
Test critical values:		
1% level	-3.689194	
5% level	-2.971853	
10% level	-2.625121	

d. BI 7-Day (Reverse) Repo Rate

Null Hypothesis: LNX3 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.087522	0.9589
Test critical values:		
1% level	-3.689194	
5% level	-2.971853	
10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

e. Harga ORI

Null Hypothesis: LNX4 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.452630	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.689194	
5% level	-2.971853	
10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2. Tingkat First Differences

a. Harga Sukuk Negara Ritel SR-008

Null Hypothesis: D(LNX1) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.283707	0.0001
Test critical values:	1% level	-2.653401	
	5% level	-1.953858	
	10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

b. BI 7-Day (Reverse) Repo Rate

Null Hypothesis: D(LNX3) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.511488	0.0011
Test critical values:	1% level	-2.653401	
	5% level	-1.953858	
	10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Lampiran 3: Hasil Uji Lag Optimal

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: D(LNY) D(LNX1) D(LNX2) D(LNX3) D(LNX4)

Exogenous variables: C

Date: 12/04/19 Time: 00:28

Sample: 2016M11 2019M03

Included observations: 26

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	112.8064	NA	1.72e-10	-8.292799	-8.050858	-8.223129
1	153.1112	62.00736	5.54e-11	-9.470090	-8.018440	-9.052068
2	198.4585	52.32383*	1.47e-11*	-11.03527*	-8.373911*	-10.26889*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Lampiran 4: Hasil Uji Kointegrasi

Date: 12/04/19 Time: 01:07

Sample (adjusted): 2017M03 2019M03

Included observations: 25 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: D(LNY) D(LNX1) D(LNX2) D(LNX3) D(LNX4)

Lags interval (in first differences): 1 to 2

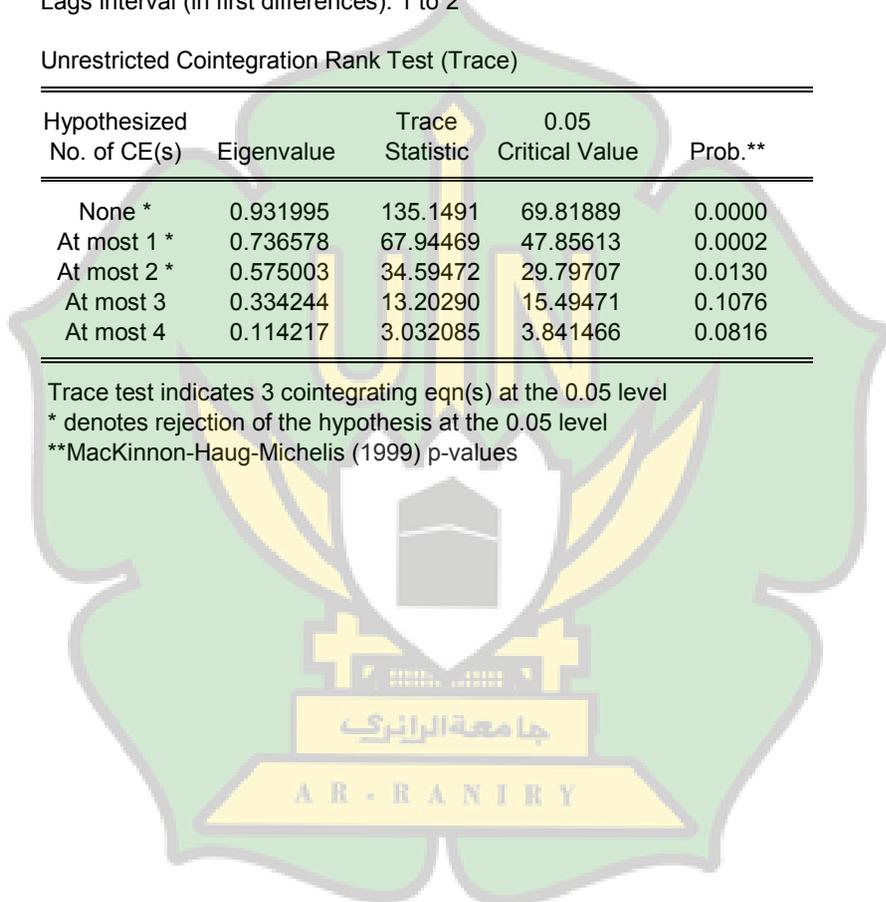
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.931995	135.1491	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.736578	67.94469	47.85613	0.0002
At most 2 *	0.575003	34.59472	29.79707	0.0130
At most 3	0.334244	13.20290	15.49471	0.1076
At most 4	0.114217	3.032085	3.841466	0.0816

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

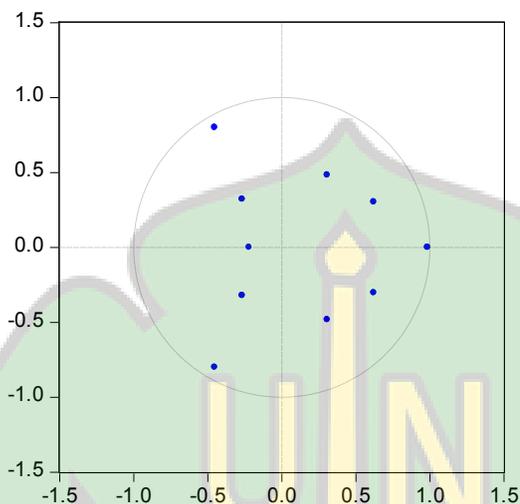
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

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



Lampiran 5: Hasil Uji Stabilitas VAR

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lampiran 6 : Hasil Uji Granger Causality

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/04/19 Time: 07:25

Sample: 2016M11 2019M03

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLNX1 does not Granger Cause DLNY	26	1.05624	0.3655
DLNY does not Granger Cause DLNX1		0.10939	0.8969
DLNX2 does not Granger Cause DLNY	26	1.05624	0.3655
DLNY does not Granger Cause DLNX2		0.10939	0.8969
DLNX3 does not Granger Cause DLNY	26	0.01297	0.9871
DLNY does not Granger Cause DLNX3		1.70297	0.2063
DLNX4 does not Granger Cause DLNY	26	0.94373	0.4051
DLNY does not Granger Cause DLNX4		6.72073	0.0055
DLNX2 does not Granger Cause DLNX1	26	NA	NA
DLNX1 does not Granger Cause DLNX2		NA	NA

DLNX3 does not Granger Cause DLNX1	26	0.36884	0.6959
DLNX1 does not Granger Cause DLNX3		6.30452	0.0072
DLNX4 does not Granger Cause DLNX1	26	4.34131	0.0264
DLNX1 does not Granger Cause DLNX4		0.58035	0.5684
DLNX3 does not Granger Cause DLNX2	26	0.36884	0.6959
DLNX2 does not Granger Cause DLNX3		6.30452	0.0072
DLNX4 does not Granger Cause DLNX2	26	4.34131	0.0264
DLNX2 does not Granger Cause DLNX4		0.58035	0.5684
DLNX4 does not Granger Cause DLNX3	26	4.45517	0.0244
DLNX3 does not Granger Cause DLNX4		0.07351	0.9294

Lampiran 6: Hasil Vector Error Correction Model

Vector Error Correction Estimates

Date: 12/05/19 Time: 13:14

Sample (adjusted): 2017M03 2019M03

Included observations: 25 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq: CointEq1

D(LNY(-1))	1.000000
D(LNX1(-1))	236.2406 (67.2049) [3.51523]
D(LNX2(-1))	-13.23565 (10.4112) [-1.27129]
D(LNX3(-1))	14.50832 (5.91021) [2.45479]
D(LNX4(-1))	-3.280453 (0.36905) [-8.88896]

C	-0.088545				
Error Correction:	D(LNY,2)	D(LNX1,2)	D(LNX2,2)	D(LNX3,2)	D(LNX4,2)
CointEq1	-0.021229 (0.13878) [-0.15296]	-0.002306 (0.00029) [-7.92231]	0.016005 (0.00825) [1.93983]	0.009080 (0.00414) [2.19103]	0.949208 (0.22713) [4.17911]
D(LNY(-1),2)	-0.737742 (0.25409) [-2.90348]	0.003489 (0.00053) [6.54835]	-0.026585 (0.01511) [-1.75999]	-0.011669 (0.00759) [-1.53810]	0.195648 (0.41584) [0.47049]
D(LNY(-2),2)	-0.752704 (0.26500) [-2.84039]	0.002385 (0.00056) [4.29289]	0.014086 (0.01575) [0.89414]	-0.004575 (0.00791) [-0.57818]	0.524312 (0.43369) [1.20894]
D(LNX1(-1),2)	-154.1110 (59.9612) [-2.57018]	-0.545572 (0.12573) [-4.33915]	7.737763 (3.56460) [2.17073]	0.092265 (1.79040) [0.05153]	13.52742 (98.1313) [0.13785]
D(LNX1(-2),2)	-127.5726 (51.1387) [-2.49464]	-0.314554 (0.10723) [-2.93338]	3.466720 (3.04012) [1.14033]	0.925463 (1.52696) [0.60608]	19.77789 (83.6926) [0.23632]
D(LNX2(-1),2)	9.065673 (4.14872) [2.18517]	-0.014968 (0.00870) [-1.72056]	-0.770659 (0.24663) [-3.12470]	-0.045478 (0.12388) [-0.36712]	11.26066 (6.78970) [1.65849]
D(LNX2(-2),2)	-4.566279 (5.79059) [-0.78857]	-0.046397 (0.01214) [-3.82115]	-0.296409 (0.34424) [-0.86105]	0.245756 (0.17290) [1.42136]	18.59431 (9.47675) [1.96210]
D(LNX3(-1),2)	-20.80696 (7.63118) [-2.72657]	-0.039963 (0.01600) [-2.49739]	1.143048 (0.45366) [2.51961]	-0.056251 (0.22786) [-0.24687]	20.94039 (12.4890) [1.67670]
D(LNX3(-2),2)	-1.504275 (5.69427) [-0.26417]	0.002367 (0.01194) [0.19822]	0.415782 (0.33852) [1.22825]	-0.112149 (0.17003) [-0.65959]	-0.080120 (9.31913) [-0.00860]
D(LNX4(-1),2)	-0.111958 (0.36871) [-0.30365]	-0.006557 (0.00077) [-8.48103]	0.039362 (0.02192) [1.79578]	0.030367 (0.01101) [2.75830]	1.237122 (0.60343) [2.05016]
D(LNX4(-2),2)	-0.142386 (0.20190)	-0.002831 (0.00042)	0.027335 (0.01200)	0.022372 (0.00603)	0.667299 (0.33043)

	[-0.70523]	[-6.68735]	[2.27740]	[3.71103]	[2.01950]
C	0.010029 (0.17486)	-0.000304 (0.00037)	0.000542 (0.01040)	-0.000137 (0.00522)	0.015256 (0.28618)
	[0.05735]	[-0.82851]	[0.05215]	[-0.02632]	[0.05331]

R-squared	0.791301	0.920401	0.811592	0.828002	0.911126
Adj. R-squared	0.614709	0.853048	0.652170	0.682466	0.835924
Sum sq. resids	9.723678	4.28E-05	0.034365	0.008669	26.04380
S.E. equation	0.864856	0.001814	0.051414	0.025824	1.415404
F-statistic	4.480960	13.66531	5.090846	5.689308	12.11581
Log likelihood	-23.66956	130.5129	46.89660	64.11196	-35.98476
Akaike AIC	2.853565	-9.481031	-2.791728	-4.168956	3.838781
Schwarz SC	3.438626	-8.895970	-2.206668	-3.583896	4.423841
Mean dependent	-0.097218	-8.01E-05	0.005429	0.000000	0.000606
S.D. dependent	1.393314	0.004731	0.087177	0.045828	3.494285

Determinant resid covariance (dof adj.)	1.91E-12
Determinant resid covariance	7.27E-14
Log likelihood	200.7862
Akaike information criterion	-10.86290
Schwarz criterion	-7.693820

