

BAB IV

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI NILAI SUKUK DI INDONESIA (PERIODE TAHUN 2015 – 2020)

A. Penyajian Data

1. Perkembangan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Surat Berharga Syariah Negara atau disebut juga dengan sukuk negara adalah surat berharga yang diterbitkan oleh negara berdasarkan hukum Islam. Sedangkan SBSN digunakan sebagai bukti penyertaan suatu aset baik dalam mata uang rupiah maupun dalam mata uang asing.

Perkembangan SBSN di Indonesia sangat menjanjikan sebagai alternatif pendanaan pemerintah yang potensial. SBSN ini memiliki keistimewaan seperti dapat diperjualbelikan, dapat ditawarkan kepada investor nasional ataupun global dan aman karena dijamin dengan aset kepemilikan yang nyata (Laila, 2019). Berikut adalah data perkembangan total nilai emisi SBSN dari kuartal I tahun 2015 sampai dengan kuartal IV tahun 2020.

Tabel 4. 1
Perkembangan Surat Berharga Syariah Negara

Total Nilai Emisi SBSN (Triliun)				
Tahun	Kuartal I	Kuartal II	Kuartal III	Kuartal IV
2015	Rp. 258.27	Rp. 282.43	Rp. 308.14	Rp. 335.41
2016	Rp. 364.24	Rp. 394.62	Rp. 426.56	Rp. 460.05
2017	Rp. 506.28	Rp. 538.41	Rp. 567.62	Rp. 593.91
2018	Rp. 609.66	Rp. 633.16	Rp. 656.80	Rp. 680.56
2019	Rp. 683.63	Rp. 715.98	Rp. 756.79	Rp. 806.05
2020	Rp. 863.77	Rp. 929.95	Rp. 1,004.58	Rp. 1,087.67

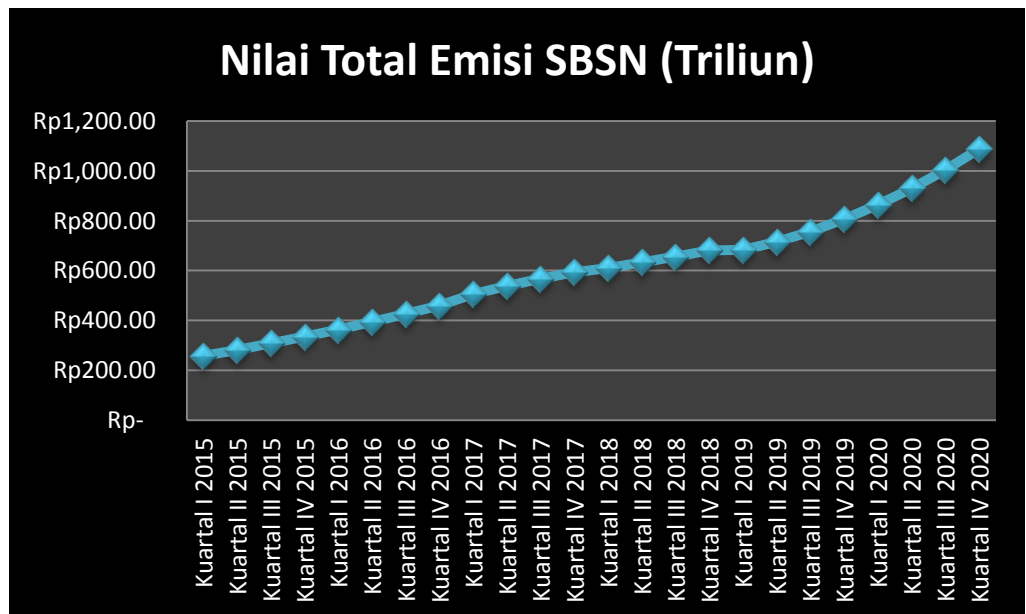
Sumber : OJK, 2022 (diolah)

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa perkembangan SBSN ini terus mengalami kenaikan yang signifikan dari kuartal I tahun 2015 hingga kuartal IV tahun 2020. Pada kuartal I tahun 2015, jumlah nilai *outstanding* dari total emisi SBSN ini sebesar Rp. 258.27 Triliun hingga kuartal IV tahun 2020, mencapai jumlah nilai *outstanding* dari total emisi SBSN sebesar Rp. 1,087.67 Triliun. Artinya, dalam enam tahun terakhir perkembangan SBSN mencapai 149% atau rata-rata 6% pertahun.

Padahal nilai *outstanding* dari total emisi SBSN pada kuartal terakhir tahun 2020 hanya sebesar 8% dari total nilai surat berharga negara. Namun, dengan perkembangan SBSN yang terus meningkat setiap tahun, maka kesenjangan antara kedua SBN tersebut diharapkan akan semakin menyempit.

Banyak tantangan yang muncul dalam mengembangkan surat berharga syariah negara (SBSN), khususnya sukuk negara ritel. Pemerintah Indonesia secara resmi mengumumkan bahwa adanya pandemi covid-19 pada Maret tahun 2020. Sejak saat itu, pandemi telah mengubah hampir semua aspek kehidupan manusia termasuk kebiasaan dan perilaku investor terhadap produk investasi. Ditengah adanya pandemi ini sukuk negara ritel seri SR012 dan SR013 yang ditawarkan oleh pemerintah mendapat perhatian yang baik oleh masyarakat (Mughtar, 2021).

Gambar 4. 1



2. Perkembangan Sukuk Korporasi

Sukuk pertama kali diterbitkan pada tahun 2001 oleh Bahrain Monetary Agency (BMA). Selain itu, pemerintah Malaysia turut serta dalam penerbitan sukuk pada tahun 2002. Pada tahun yang sama, sukuk korporasi diterbitkan di Indonesia. Penyebaran sukuk ini relatif cepat karena sukuk dikenal memiliki keistimewaan sebagai instrumen keuangan yang berdasarkan syariah Islam (Laila, 2019). Berikut adalah data perkembangan total nilai emisi sukuk korporasi dari kuartal I tahun 2015 sampai dengan kuartal IV tahun 2020.

Tabel 4. 2
Perkembangan Sukuk Korporasi

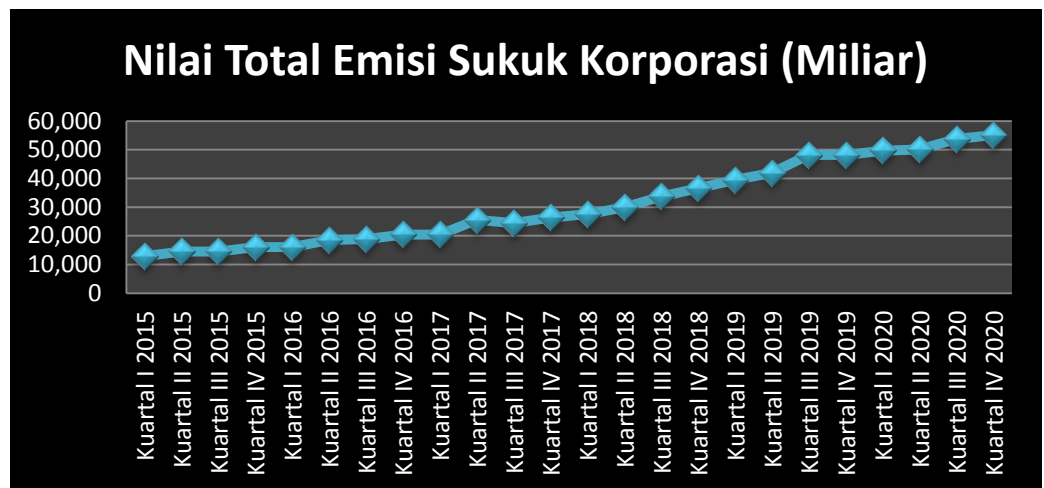
Nilai Total Emisi Sukuk Korporasi (Miliar)				
Tahun	Kuartal I	Kuartal II	Kuartal III	Kuartal IV
2015	Rp. 12.956,40	Rp. 14.483,40	Rp. 14.483,40	Rp. 16.114,00
2016	Rp. 16.114,00	Rp. 18.551,40	Rp. 18.925,00	Rp. 20.425,40
2017	Rp. 20.425,77	Rp. 25.573,40	Rp. 24.441,40	Rp. 26.394,90
2018	Rp. 27.583,40	Rp. 29.933,40	Rp. 33.657,40	Rp. 36.545,40
2019	Rp. 39.448,90	Rp. 41.935,90	Rp. 48.223,40	Rp. 48.240,40
2020	Rp. 49.665,90	Rp. 50.060,00	Rp. 53.780,00	Rp. 55.150,00

Sumber : OJK, 2022 (diolah)

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa perkembangan sukuk korporasi ini pada kuartal I tahun 2015 jumlah nilai *outstanding* total emisi sukuk korporasi sebesar Rp. 12.956,40 Miliar mengalami kenaikan yang signifikan hingga kuartal II tahun 2017 sebesar Rp.

25.573,40 Miliar. Meskipun pada kuartal III tahun 2017 jumlah nilai *outstanding* total emisi sukuk korporasi mengalami penurunan sebesar Rp. 24.441,40 Miliar. Akan tetapi, pada kuartal berikutnya mengalami kenaikan yang signifikan hingga kuartal IV tahun 2020 sebesar Rp. 55.150 Miliar. Padahal jumlah nilai *outstanding* total emisi sukuk korporasi dalam enam tahun terakhir perkembangannya mencapai 154% atau rata-rata 6% pertahun.

Gambar 4. 2



3. Perkembangan Indeks Harga Konsumen

Ada beberapa indikator makroekonomi yang digunakan untuk menentukan laju inflasi dari waktu ke waktu, diantaranya adalah indeks harga konsumen. IHK merupakan angka indeks yang menunjukkan tingkat harga barang dan jasa yang harus dibeli konsumen dalam jangka waktu tertentu. Angka IHK diperoleh dengan menghitung harga barang

dan jasa utama yang dikonsumsi masyarakat pada suatu periode tertentu (Prathama Rahardja dan Mandala Manurung, 2008). Berikut adalah data perkembangan IHK dari kuartal I tahun 2015 sampai dengan kuartal IV tahun 2020.

Tabel 4. 3
Perkembangan Indeks Harga Konsumen

Indeks Harga Konsumen				
Tahun	Kuartal I	Kuartal II	Kuartal III	Kuartal IV
2015	116,24	118,12	118,05	120,22
2016	121,51	121,32	123,75	125,36
2017	126,08	127,60	128,01	130,15
2018	130,18	130,95	131,70	133,04
2019	133,38	136,62	135,67	135,90
2020	104,56	105,38	105,06	107,08

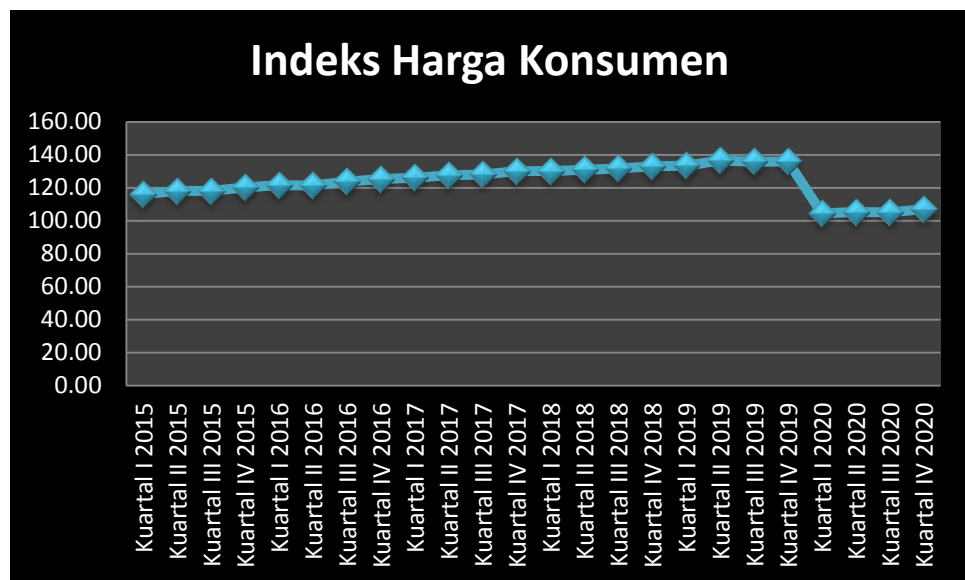
Sumber : Badan Pusat Statistik, 2022 (diolah)

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa perkembangan nilai IHK cenderung berfluktuasi (naik turun) dari kuartal I tahun 2015 hingga kuartal IV tahun 2020. Pada kuartal I tahun 2015, nilai IHK sebesar 116,24 mengalami kenaikan yang signifikan hingga kuartal IV tahun 2019 sebesar 135,90. Dan mengalami penurunan pada kuartal I tahun 2020. Kemudian naik lagi ke kuartal IV tahun 2020 sebesar 107,08.

Nilai IHK tertinggi terjadi pada kuartal IV tahun 2019 yaitu sebesar 135,90. Sementara itu laju IHK terendah terjadi pada kuartal I tahun 2020 sebesar 104,56. Dalam hal ini, terjadi penurunan tajam

antara kuartal IV tahun 2019 dan pada kuartal I tahun 2020. Penurunan ini merupakan dampak dari pandemi COVID-19 yang menyebar luas diseluruh negara termasuk negara Indonesia. Sehingga kondisi perekonomian terganggu oleh wabah ini. Namun secara umum, nilai IHK cenderung stabil.

Gambar 4. 3



4. Perkembangan Suku Bunga BI

Suku bunga BI (*Bi rate*) adalah suku bunga acuan Bank Indonesia dan mencerminkan sinyal atau posisi kebijakan moneter Bank Indonesia. Menurut Kurniawati (2015), kebijakan suku bunga BI didefinisikan sebagai kebijakan suku bunga yang mencerminkan sikap atau posisi kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan

diumumkan melalui situs resmi Bank Indonesia (Yunita & Robiyanto, 2018).

Perubahan kenaikan suku bunga BI ditujukan untuk menurunkan laju kegiatan ekonomi yang akan menyebabkan inflasi. Jika suku bunga BI naik, maka suku bunga kredit dan deposito pun akan mengalami kenaikan. Ketika suku bunga deposito naik, banyak orang cenderung menyimpan uangnya di bank dan jumlah uang yang beredar akan berkurang. Sedangkan suku bunga kredit mengalami kenaikan, maka suku bunga akan mendorong investor untuk mengurangi investasinya karena biaya modal lebih tinggi. Cara ini akan mengurangi kegiatan ekonomi dan pada akhirnya akan mengurangi tekanan inflasi (Langi, 2014). Berikut adalah data perkembangan suku bunga BI dari kuartal I tahun 2015 sampai dengan kuartal IV tahun 2020.

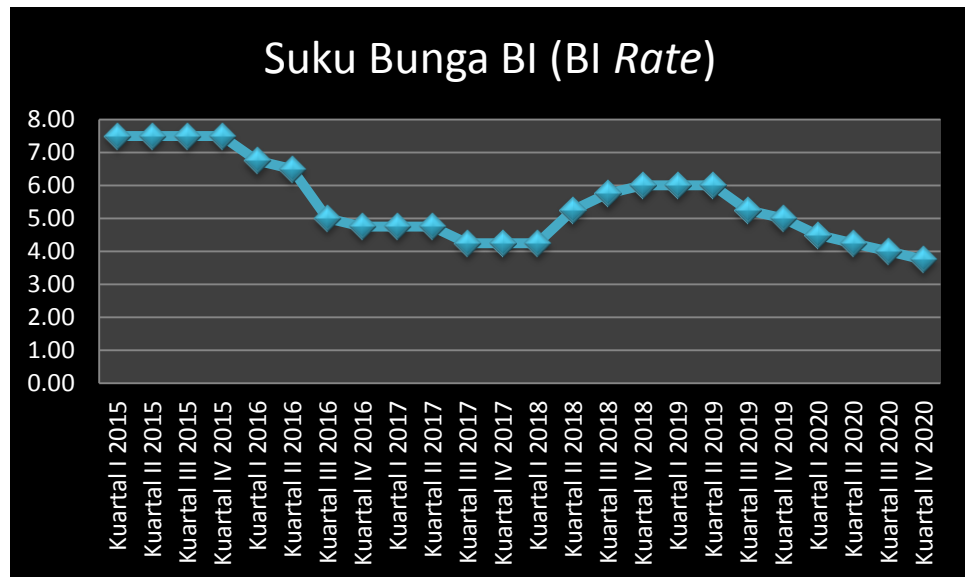
Tabel 4. 4
Perkembangan Suku Bunga BI

Suku Bunga BI (BI Rate)				
Tahun	Kuartal I	Kuartal II	Kuartal III	Kuartal IV
2015	7,50 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %
2016	6,75 %	6,50 %	5,00 %	4,75 %
2017	4,75 %	4,75 %	4,25 %	4,25 %
2018	4,25 %	5,25 %	5,75 %	6,00 %
2019	6,00 %	6,00 %	5,25 %	5,00 5
2020	4,50 %	4,25 %	4,00 %	3,75 %

Sumber : Badan Pusat Statistik, 2022 (diolah)

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa perkembangan suku bunga BI cenderung berfluktuasi (naik turun) dari kuartal I tahun 2015 hingga kuartal IV tahun 2020. Pada kuartal I tahun 2015 hingga kuartal IV tahun 2015 nilai suku bunga BI sebesar 7,50% cenderung stabil. Selain itu, suku bunga BI berfluktuasi dari 6,75 % menjadi 3,75% pada kuartal I tahun 2016 hingga kuartal IV tahun 2020.

Gambar 4. 4



5. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah (Kurs)

Nilai tukar rupiah (kurs) adalah catatan harga pasar mata uang asing dalam harga mata uang domestik (Greenwald, 1982). Perubahan nilai tukar rupiah terhadap nilai tukar asing akan mempengaruhi daya saing perusahaan, yang akan berpengaruh pada produk dan harga saham. Jika nilai tukar terhadap mata uang asing mengalami kenaikan,

maka nilai mata uang domestik akan mengalami penurunan. Sedangkan jika nilai tukar terhadap mata uang asing mengalami penurunan, maka nilai mata uang domestik akan mengalami peningkatan (Yunita & Robiyanto, 2018).

Dalam penelitian ini nilai tukar yang digunakan adalah nilai tukar rupiah terhadap nilai tukar *dollar* Amerika (USD) dengan melihat dari kurs tengah. Kurs tengah didapat dari kurs jual ditambah kurs beli dibagi dua. Berikut adalah data perkembangan nilai tukar rupiah dari kuartal I tahun 2015 sampai dengan kuartal IV tahun 2020.

Tabel 4. 5
Perkembangan Nilai Tukar Rupiah

Nilai Tukar Rupiah (Kurs)				
Tahun	Kuartal I	Kuartal II	Kuartal III	Kuartal IV
2015	Rp 13.084	Rp 13.332	Rp 14.657	Rp 13.795
2016	Rp 13.276	Rp 13.180	Rp 12.998	Rp 13.436
2017	Rp 13.321	Rp 13.319	Rp 13.492	Rp 13.548
2018	Rp 13.756	Rp 14.404	Rp 14.929	Rp 14.481
2019	Rp 14.244	Rp 14.141	Rp 14.174	Rp 13.901
2020	Rp 16.367	Rp 14.302	Rp 14.918	Rp 14.105

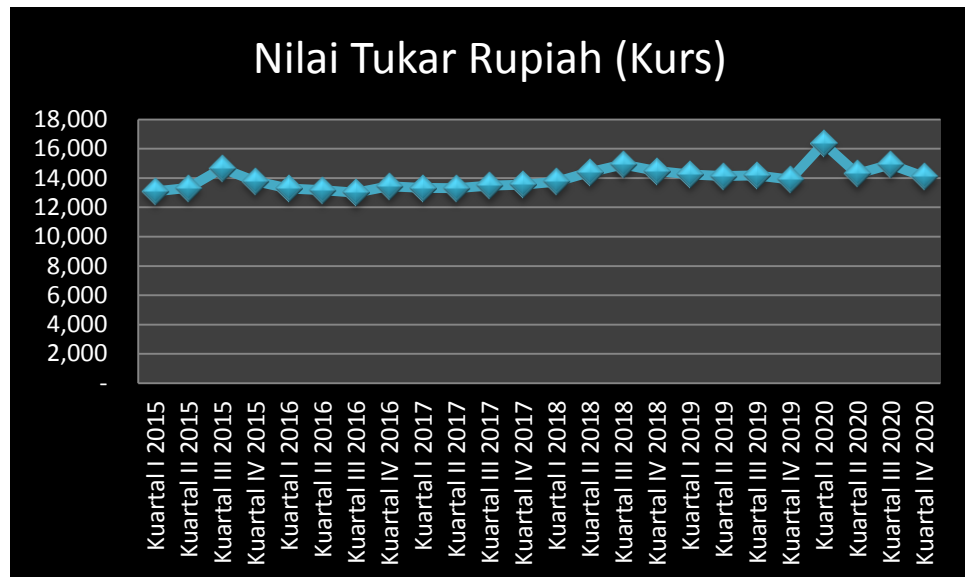
Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa perkembangan nilai tukar rupiah terhadap nilai tukar *dollar* Amerika (USD) cenderung berfluktuasi (naik turun) dari kuartal I tahun 2015 hingga kuartal IV tahun 2020. Pada kuartal I tahun 2015, nilai tukar rupiah yaitu sebesar Rp. 13.084 mengalami kenaikan yang signifikan hingga kuartal III

tahun 2015 sebesar Rp. 14.657. kemudian berfluktuasi pada kuartal berikutnya hingga kuartal IV tahun 2020 sebesar Rp. 14.105.

Nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika mencatat nilai tertinggi pada kuartal I tahun 2020 mencapai Rp. 16.367. hal ini disebabkan oleh pandemi COVID-19 yang terjadi pada awal tahun 2020 dan mengganggu kegiatan pertumbuhan ekonomi global.

Gambar 4. 5



6. Perkembangan Jumlah Uang Beredar (M_2)

Jumlah uang beredar adalah jumlah uang yang secara resmi dikeluarkan oleh bank sentral dalam bentuk uang kartal, giro dan uang kuasi yang terdiri dari tabungan, deposito dan mata uang asing. Uang beredar dalam arti luas ini dikenal sebagai M_2 . Sementara dalam arti sempit dikenal sebagai M_1 (Arif, 2014).

Perkembangan jumlah uang beredar di Indonesia di atur oleh Bank Sentral yaitu Bank Indonesia. Jumlah uang beredar yang besar akan mencerminkan perkembangan ekonomi. Ketika ekonomi suatu negara tumbuh dan terus berkembang, maka jumlah uang beredar akan meningkat. Berikut adalah data perkembangan jumlah uang beredar dari kuartal I tahun 2015 sampai dengan kuartal IV tahun 2020.

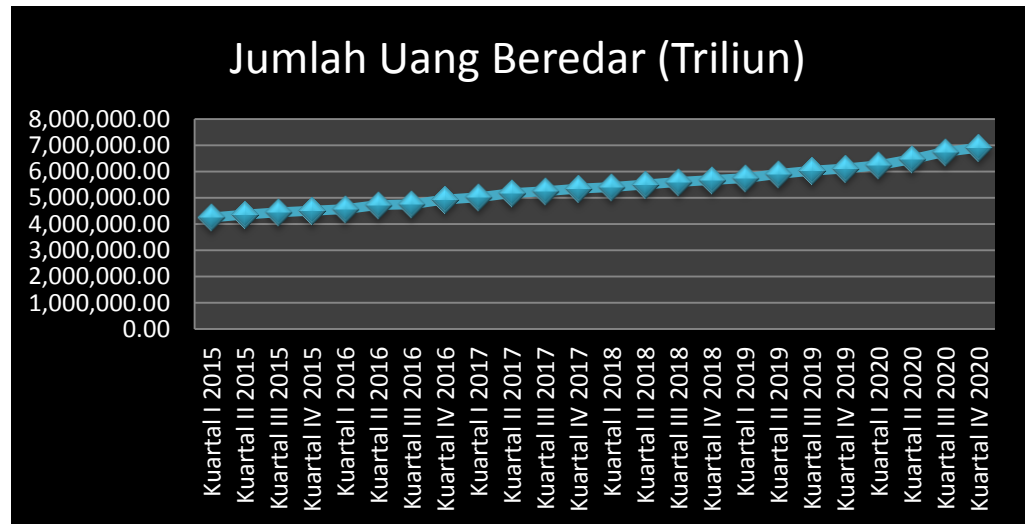
Tabel 4. 6
Perkembangan Jumlah Uang Beredar

Jumlah Uang Beredar (Triliun)				
Tahun	Kuartal I	Kuartal II	Kuartal III	Kuartal IV
2015	4,246,361.19	4,358,801.51	4,443,078.09	4,508,603.17
2016	4,561,872.52	4,730,379.68	4,746,026.69	4,936,881.98
2017	5,017,643.55	5,178,078.75	5,254,138.51	5,351,650.32
2018	5,409,088.82	5,507,791.74	5,606,779.90	5,670,777.00
2019	5,747,246.00	5,908,510.00	6,026,908.00	6,116,494.00
2020	6,238,267.00	6,468,193.50	6,748,574.03	6,900,049.48

Sumber : Badan Pusat Statistik, 2022 (diolah)

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa perkembangan jumlah uang beredar ini terus mengalami kenaikan yang signifikan dari kuartal I tahun 2015 hingga kuartal IV tahun 2020. Pada kuartal I tahun 2015, jumlah nilai uang beredar sebesar 4.246.361,19 Triliun hingga kuartal IV tahun 2020 menjadi 6.900.049,48 Triliun. Artinya, dalam enam tahun terakhir perkembangan jumlah uang beredar mencapai 49% atau rata-rata 2% pertahun.

Gambar 4. 6



7. Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

Produk domestik bruto (PDB) adalah nilai pasar barang dan jasa yang diproduksi oleh suatu negara pada tahun tertentu. Produk barang dan jasa hanya dapat dihitung satu kali (Wijaya, 1999). Produk domestik bruto (PDB) menghitung hasil produksi suatu perekonomian tanpa memperhatikan siapa pemilik faktor produksi tersebut. Semua faktor produksi yang membentuk hasil produksi dalam ekonomi diperhitungkan dalam PDB (Prathama Rahardja dan Mandala Manurung, 2008). Berikut adalah data perkembangan pertumbuhan produk domestik bruto dari kuartal I tahun 2015 sampai dengan kuartal IV tahun 2020.

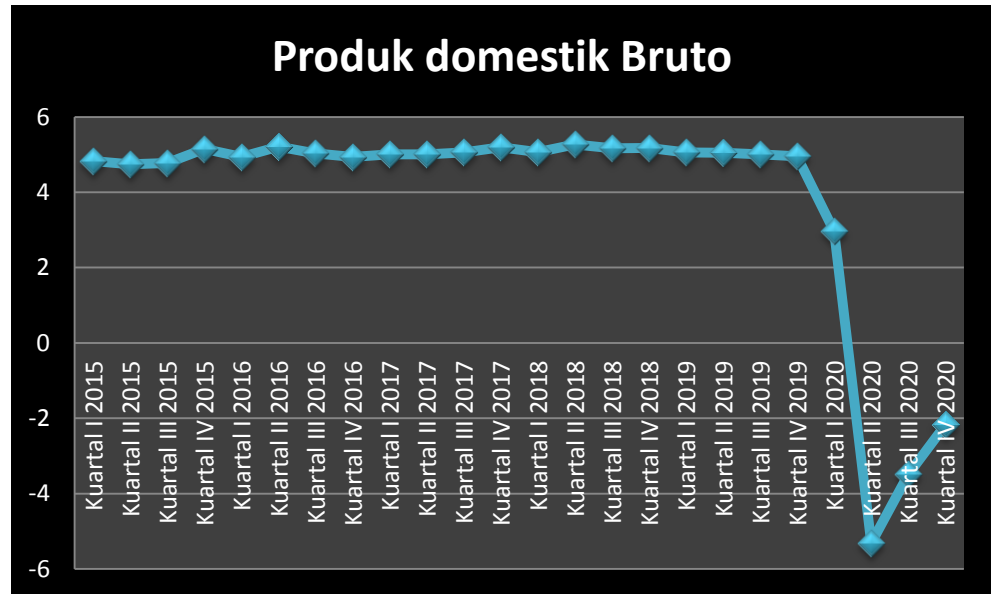
Tabel 4. 7
Perkembangan Produk Domestik Bruto

Pertumbuhan Produk Domestik Bruto				
Tahun	Kuartal I	Kuartal II	Kuartal III	Kuartal IV
2015	4.83%	4.74%	4.78%	5.15%
2016	4.94%	5.21%	5.03%	4.94%
2017	5.01%	5.01%	5.06%	5.19%
2018	5.07%	5.27%	5.17%	5.18%
2019	5.06%	5.05%	5.01%	4.96%
2020	2.97%	-5.32%	-3.49%	-2.17%

Sumber : Badan Pusat Statistik, 2022 (diolah)

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa perkembangan produk domestik bruto berfluktuasi (turun naik) dari kuartal I tahun 2015 hingga kuartal IV tahun 2020. Pada kuartal I tahun 2015, nilai produk domestik bruto sebesar 4,83% berfluktuasi hingga kuartal IV tahun 2020 sebesar -2,17%. Adanya pandemi COVID-19 yang terjadi di awal tahun 2020, mengakibatkan terganggunya segala kegiatan ekonomi global yang menyebabkan terjadinya penurunan pertumbuhan PDB yang signifikan hingga mencapai nilai negatif.

Gambar 4.7



B. Hasil Penelitian

1. Hasil Uji Stasioneritas

Uji stasioner dimaksudkan untuk mengetahui apakah data dalam penelitian ini stasioner atau tidak. Jika data telah stasioner, maka data akan terhindar dari regresi lancung (*Spurious Regression*). Regresi lancung adalah keadaan dimana hasil regresi menunjukkan nilai koefisien determinasi yang tinggi, tetapi hubungan antara variabel dalam model tidak saling berkorelasi (Widarjono, 2018). Untuk mengetahui data tersebut stasioner atau tidak dapat dilihat dari interpretasi data berikut.

- a. Jika nilai absolut $ADF >$ nilai kritis *Mackinnon* $\alpha = 1\%$, 5% , 10% , maka data dianggap berdistribusi secara stasioner.

- b. Jika nilai absolut ADF < nilai kritis *Mackinnon* $\alpha = 1\%$, 5% , 10% , maka data dianggap tidak berdistribusi secara stasioner.

Adapun hasil pengujiannya sebagai berikut

a. Uji Akar Unit (*Unit Root Test*)

Dalam menguji stasioneritas pada penelitian ini dilakukan menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Berdasarkan data ADF yang dianalisis pada tingkat level antara lain :

Tabel 4. 8

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Tingkat Level Variabel SBSN

Null Hypothesis: Y1 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.481541	0.9986
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data hasil uji akar unit, maka dapat diketahui bahwa variabel SBSN (Y_1) memiliki nilai ADF *test* sebesar (1,481541) < nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3,004861), maka dapat diartikan bahwa data variabel SBSN (Y_1) tidak stasioner pada tingkat level.

Tabel 4. 9

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Tingkat Level Variabel Sukuk Korporasi

Null Hypothesis: Y2 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.909733	0.9937
Test critical values:		
1% level	-3.752946	
5% level	-2.998064	
10% level	-2.638752	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data hasil uji akar unit, maka dapat diketahui bahwa variabel sukuk korporasi (Y_2) memiliki nilai *ADF test* sebesar (0,909733) < nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-2,998064), maka dapat diartikan bahwa data variabel sukuk korporasi (Y_2) tidak stasioner pada tingkat level.

Tabel 4. 10

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Tingkat Level Variabel Indeks Harga Konsumen

Null Hypothesis: X1 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.304259	0.6096
Test critical values:		
1% level	-3.752946	
5% level	-2.998064	
10% level	-2.638752	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data hasil uji akar unit, maka dapat diketahui bahwa variabel IHK (X_1) memiliki nilai *ADF test* sebesar (-1,304259) < nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-2,998064), maka dapat diartikan bahwa data variabel IHK (X_1) tidak stasioner pada tingkat level.

Tabel 4. 11

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Tingkat Level Variabel Suku Bunga BI

Null Hypothesis: X_2 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.498993	0.1298
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data hasil uji akar unit, maka dapat diketahui bahwa variabel suku bunga atau *BI rate* (X_2) memiliki nilai *ADF test* sebesar (-2,498993) < nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3,012363), maka dapat diartikan bahwa data variabel suku bunga atau *BI rate* (X_2) tidak stasioner pada tingkat level.

Tabel 4. 12

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Tingkat Level Variabel Nilai Tukar Rupiah

Null Hypothesis: X3 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.917463	0.3187
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data hasil uji akar unit, maka dapat diketahui bahwa variabel nilai tukar rupiah (X_3) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-1,917463) < nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3,004861), maka dapat diartikan bahwa data variabel nilai tukar rupiah (X_3) tidak stasioner pada tingkat level.

Tabel 4. 13

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Tingkat Level Variabel Jumlah Uang Beredar

Null Hypothesis: X4 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.275552	0.9999
Test critical values:		
1% level	-3.752946	
5% level	-2.998064	
10% level	-2.638752	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data hasil uji akar unit, maka dapat diketahui bahwa variabel jumlah uang beredar (X_4) memiliki nilai *ADF test* sebesar $(2,275552) <$ nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar $(-2,998064)$, maka dapat diartikan bahwa data variabel jumlah uang beredar (X_4) tidak stasioner pada tingkat level.

Tabel 4. 14

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Tingkat Level Variabel Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

Null Hypothesis: X_5 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<u>Augmented Dickey-Fuller test statistic</u>	-0.810971	0.7970
Test critical values:		
1% level	-3.752946	
5% level	-2.998064	
10% level	-2.638752	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data hasil uji akar unit, maka dapat diketahui bahwa variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) memiliki nilai *ADF test* sebesar $(-0,810971) <$ nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar $(-2,998064)$, maka dapat diartikan bahwa data variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) tidak stasioner pada tingkat level.

b. Hasil Uji Derajat Intergrasi

Karena tidak semua variabel stasioner pada tingkat level, maka perlu dilakukan pengujian derajat integrasi. Uji derajat integrasi dilakukan untuk mengetahui pada tingkat diferensi berapa semua variabel berubah menjadi stasioner. Uji derajat integrasi ini juga menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Berikut adalah hasil uji derajat integrasi dengan metode ADF pada diferensi pertama, antara lain:

Tabel 4. 15

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Pertama Variabel SBSN

Null Hypothesis: D(Y1) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<i>Augmented Dickey-Fuller test statistic</i>	0.028275	0.9517
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji derajat integrasi diferensi pertama, maka dapat diketahui bahwa variabel SBSN (Y_1) memiliki nilai ADF *test* sebesar (0,028275) < nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu

sebesar (-3,004861), maka dapat diartikan bahwa data variabel SBSN (Y_1) tidak stasioner pada tingkat diferensi pertama.

Tabel 4. 16

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Pertama Variabel Sukuk Korporasi

Null Hypothesis: D(Y_2) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.931570	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel sukuk korporasi (Y_2) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-5,931570) > nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3,004861), maka dapat diartikan bahwa data variabel sukuk korporasi (Y_2) telah stasioner pada diferensi pertama.

Tabel 4. 17

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Pertama Variabel Indeks Harga Konsumen

Null Hypothesis: D(X1) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.604486	0.0015
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel IHK (X_1) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-4,604486) > nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3,004861), maka dapat diartikan bahwa data variabel IHK (X_1) telah stasioner pada diferensi pertama.

Tabel 4. 18

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Pertama Variabel Suku Bunga BI

Null Hypothesis: D(X₂) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<i>Augmented Dickey-Fuller test statistic</i>	-3.255805	0.0300
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel suku bunga atau BI rate (X₂) memiliki nilai ADF test sebesar (-3.255805) > nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3.004861), maka dapat diartikan bahwa variabel suku bunga atau BI rate (X₂) telah stasioner pada diferensi pertama.

Tabel 4. 19

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Pertama Variabel Nilai Tukar Rupiah

Null Hypothesis: D(X₃) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<i>Augmented Dickey-Fuller test statistic</i>	-7.686141	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel nilai tukar rupiah (X_3) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-7.686141) > nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3.004861), maka dapat diartikan bahwa variabel nilai tukar rupiah (X_3) telah stasioner pada diferensi pertama.

Tabel 4. 20

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Pertama Variabel Jumlah Uang Beredar

Null Hypothesis: D(X4) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<u>Augmented Dickey-Fuller test statistic</u>	-3.818281	0.0090
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel jumlah uang beredar (X_4) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-3.818281) > nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu sebesar (-3.004861), maka dapat diartikan bahwa variabel jumlah uang beredar (X_4) telah stasioner pada diferensi pertama.

Tabel 4. 21

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Pertama Variabel Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

Null Hypothesis: D(X5) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<u>Augmented Dickey-Fuller test statistic</u>	-4.331282	0.0029
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) memiliki nilai *ADF test* sebesar (-4.331282) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3.004861), mka dapat diartikan bahwa variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) telah stasioner pada diferensi pertama.

Meskipun semua data telah di uji dengan diferensi pertama. Namun, tidak semua data stasioner pada tingkat diferensi pertama. Kemudian langkah selanjutnya adalah meningkatkan diferensi ke tingkat kedua dalam menguji ke stasioneran data. Hasil uji derajat integrasi dengan metode ADF pada diferensi kedua sebagai berikut.

Tabel 4. 22

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Kedua Variabel SBSN

Null Hypothesis: D(Y1,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.970172	0.0007
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel SBSN (Y_1) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-4,970172) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3,012363), maka dapat diartikan bahwa variabel SBSN (Y_1) telah stasioner pada diferensi kedua.

Tabel 4. 23

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Kedua Variabel Sukuk Korporasi

Null Hypothesis: D(Y2,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.37559	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel sukuk korporasi (Y_2) memiliki nilai *ADF test* sebesar (-11,37559) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3,012363), maka dapat diartikan bahwa variabel sukuk korporasi (Y_2) telah stasioner pada diferensi kedua.

Tabel 4. 24

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Kedua Variabel Indeks Harga Konsumen

Null Hypothesis: D(X1,2) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.535911	0.0023
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel IHK (X_1) memiliki nilai *ADF test* sebesar (-4,535911) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3,029970), maka dapat diartikan bahwa variabel IHK (X_1) telah stasioner pada diferensi kedua.

Tabel 4. 25

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Kedua Variabel Suku Bunga BI

Null Hypothesis: D(X₂,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.510444	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel (X_2) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-7,510444) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3,012363), maka dapat diartikan bahwa variabel (X_2) telah stasioner pada diferensi kedua.

Tabel 4. 26

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Kedua Variabel Nilai Tukar Rupiah

Null Hypothesis: D(X₃,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.554133	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel (X_3) memiliki nilai *ADF test* sebesar (-5,554133) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3,020686), maka dapat diartikan bahwa variabel (X_3) telah stasioner pada diferensi kedua.

Tabel 4. 27

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Kedua Variabel Jumlah Uang Beredar

Null Hypothesis: D(X4,2) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<u>Augmented Dickey-Fuller test statistic</u>	-4.630545	0.0019
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel (X_4) memiliki nilai *ADF test* sebesar (-4,630545) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3,029970), maka dapat diartikan bahwa variabel (X_4) telah stasioner pada diferensi kedua.

Tabel 4. 28

Hasil Uji Derajat Integrasi Metode Uji ADF pada Diferensi Kedua Variabel Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

Null Hypothesis: D(X5,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<i>Augmented Dickey-Fuller test statistic</i>	-5.889890	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel (X_5) memiliki nilai ADF *test* sebesar (-5,889890) > nilai kritis *Mackinnon* 5% sebesar (-3,020686), maka dapat diartikan bahwa variabel (X_5) telah stasioner pada diferensi kedua.

Setelah dilakukan pengujian derajat integrasi pada diferensi kedua, maka dapat disimpulkan bahwa semua variabel data yang diuji telah stasioner pada nilai kritis *Mackinnon* 5%. Sehingga dapat dilanjutkan ke dalam menganalisis *Error Correction Model* (ECM).

c. Uji Kointegrasi (*Cointegration Test*)

Dalam penelitian uji kointegrasi ini menggunakan metode residual based test. Dimana tes ini menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF), yaitu mengamati residual regresi

kointegrasi stasioner atau tidak. Uji kointegrasi dapat dilakukan jika variabel yang diestimasi memiliki derajat integrasi, maka regresi pada tingkat level tidak akan menghasilkan regresi lancung. Berikut adalah hasil estimasi regresi kointegrasi.

Tabel 4. 29

Hasil Estimasi Uji Kointegrasi Residual dengan Metode ADF Pada Tingkat Level Variabel SBSN (Y_1)

Null Hypothesis: ECT1 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
<u>Augmented Dickey-Fuller test statistic</u>	-4.536950	0.0017
Test critical values:		
1% level	-3.752946	
5% level	-2.998064	
10% level	-2.638752	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai ADF (-4,536950) > dari nilai kritis *Mackinnon* 5% yaitu (-2,998064). Sehingga dapat dijelaskan bahwa terdapat kointegrasi antar variabel dalam penelitian ini dan dinyatakan pula ECT_1 (residual) telah stasioner pada tingkat level.

Tabel 4. 30

**Hasil Estimasi Stasioneritas Residual dengan Metode ADF
Pada Tingkat Level Variabel Sukuk Korporasi (Y₂)**

Null Hypothesis: ECT2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.571708	0.0171
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai ADF (-3,571708) > dari nilai kiritis *Mackinnon* 5% yaitu (-3,029970). Sehingga dapat dijelaskan bahwa terdapat kointegrasi antar variabel dalam penelitian ini dan dinyatakan pula ECT₂ (residual) telah stasioner pada tingkat level.

d. Hasil Estimasi Regresi *Error Correction Model Domowith-El Badawi*

Adanya kointegrasi menunjukkan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang (*long run equilibrium*) antara kedua variabel. Tetapi bahkan jika ada keseimbangan jangka panjang, keduanya mungkin tidak dapat mencapai keseimbangan dalam jangka pendek. Model yang mencakup penyesuaian koreksi keseimbangan jangka pendek hingga jangka panjang disebut *Error Correction Model* (Ansofino, 2016). Untuk

menguji keseimbangan jangka pendek dan jangka panjang untuk variabel SBSN dan sukuk korporasi. Berikut adalah persamaan yang dibentuk dalam *Error Correction Model Domowith-El Badawi*.

$$DY_1 = \alpha_1 + \alpha_{1.1} DX_{1t} + \alpha_{1.2} DX_{2t} + \alpha_{1.3} DX_{3t} + \alpha_{1.4} DX_{4t} + \alpha_{1.5} DX_{5t} + \alpha_{1.6} X_{1(t-1)} + \alpha_{1.7} X_{2(t-1)} + \alpha_{1.8} X_{3(t-1)} + \alpha_{1.9} X_{4(t-1)} + \alpha_{1.10} X_{5(t-1)} + \alpha_{1.11} ECT_{1(t-1)} + \mu_t$$

$$DY_2 = \alpha_2 + \alpha_{2.1} DX_{1t} + \alpha_{2.2} DX_{2t} + \alpha_{2.3} DX_{3t} + \alpha_{2.4} DX_{4t} + \alpha_{2.5} DX_{5t} + \alpha_{2.6} X_{1(t-1)} + \alpha_{2.7} X_{2(t-1)} + \alpha_{2.8} X_{3(t-1)} + \alpha_{2.9} X_{4(t-1)} + \alpha_{2.10} X_{5(t-1)} + \alpha_{2.11} ECT_{2(t-1)} + \mu_t$$

Keterangan :

- Y_1 : Nilai Total Emisi SBSN
- Y_2 : Nilai Total Emisi Sukuk Korporasi
- α_1 : Konstanta Persamaan 1 (SBSN)
- α_2 : Konstanta Persamaan 2 (Sukuk Korporasi)
- $\alpha_{1.1-1.5}$: Koefisien ECM 1 (SBSN)
- $\alpha_{2.1-2.5}$: Koefisien ECM 2 (Sukuk Korporasi)
- X_1 : Indeks Harga Konsumen
- X_2 : Suku Bunga BI (*BI Rate*)
- X_3 : Nilai Tukar Rupiah (*Kurs*)
- X_4 : Jumlah Uang Beredar
- X_5 : Perumbuhan Produk Domestik Bruto

$$DY_1 : Y_{t,1} - Y_{t,1-1}$$

$$DY_2 : Y_{t,2} - Y_{t,2-1}$$

$$DX_1 : X_t - X_{t-1}$$

$$DX_2 : X_t - X_{t-1}$$

$$DX_3 : X_t - X_{t-1}$$

$$DX_4 : X_t - X_{t-1}$$

$$DX_5 : X_t - X_{t-1}$$

ECT₁-ECT₂ : Koefisien Error Correction Term (ECT)

μ_t : Variabel Pengganggu

t : Periode Waktu

Berdasarkan model persamaan yang dibentuk oleh model *Error Correction Model Domowith-El Badawi* diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4. 31

Hasil Estimasi Regresi *Error Correction Model Domowith-El Badawi* pada Variabel SBSN

Dependent Variable: D(Y1)
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/22 Time: 19:19
 Sample (adjusted): 2015Q2 2020Q4
 Included observations: 23 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X1)	-1.736156	0.407402	-4.261532	0.0013
D(X2)	-6.127278	5.166302	-1.186008	0.2606
D(X3)	-0.004815	0.004715	-1.021146	0.3291
D(X4)	0.000157	4.32E-05	3.631872	0.0039
D(X5)	7.460372	3.782071	1.972563	0.0742
X1(-1)	-1.786308	1.095673	-1.630329	0.1313
X2(-1)	-3.489399	2.520921	-1.384176	0.1937
X3(-1)	0.007334	0.006821	1.075268	0.3053
X4(-1)	1.02E-05	1.23E-05	0.827758	0.4254
X5(-1)	5.706200	5.223575	1.092394	0.2980
ECT1(-1)	-0.957058	0.175906	-5.440736	0.0002
C	78.88137	75.37653	1.046498	0.3178
R-squared	0.953101	Mean dependent var		36.06087
Adjusted R-squared	0.906201	S.D. dependent var		19.00466
S.E. of regression	5.820481	Akaike info criterion		6.666522
Sum squared resid	372.6580	Schwarz criterion		7.258954
Log likelihood	-64.66501	Hannan-Quinn criter.		6.815517
F-statistic	20.32223	Durbin-Watson stat		2.133935
Prob(F-statistic)	0.000010			

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil regresi *Error Correction Model Domowitz-El Badawi* pada variabel SBSN diatas, dapat ditulis kembali pada persamaan berikut.

$$DY_1 = 78,8813 - 1,7361 DX_{1t} - 6,1272 DX_{2t} - 0,0048 DX_{3t} + 0,0001 DX_{4t} + 7,4603 DX_{5t} - 1,7863 X_{1(t-1)} - 3,4893 X_{2(t-1)}$$

$$+ 0,0073 X_{3(t-1)} + 1,0205 X_{4(t-1)} + 5,7062 X_{5(t-1)} - 0,9570$$

$$ECT_{1(t-1)}$$

Pada penelitian ini nilai *Error Correction Term* (ECT) sebesar 0,9570 dengan nilai t-statistik 5,4407 > dari t-tabel 5% df 18 = 1,7340 (df 0,05 satu arah) signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Tabel 4. 32

Hasil Estimasi Regresi *Error Correction Model* Domowith-El Badawi pada Variabel Sukuk Korporasi

Dependent Variable: D(Y2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/12/22 Time: 05:44
 Sample (adjusted): 2015Q2 2020Q4
 Included observations: 23 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X1)	-27.07208	84.92271	-0.318785	0.7559
D(X2)	233.8733	1106.550	0.211354	0.8365
D(X3)	-0.482343	1.020348	-0.472724	0.6457
D(X4)	0.023588	0.008526	2.766705	0.0183
D(X5)	-373.7687	832.8545	-0.448780	0.6623
X1(-1)	285.9390	234.9437	1.217053	0.2491
X2(-1)	433.3185	537.8156	0.805701	0.4375
X3(-1)	-0.131144	1.457260	-0.089994	0.9299
X4(-1)	-0.001475	0.002505	-0.588921	0.5678
X5(-1)	-888.6770	1132.470	-0.784725	0.4492
ECT2(-1)	-0.727102	0.203428	-3.574248	0.0044
C	-25409.48	15228.75	-1.668521	0.1234
R-squared	0.763238	Mean dependent var		1834.504
Adjusted R-squared	0.526476	S.D. dependent var		1767.233
S.E. of regression	1216.087	Akaike info criterion		17.35054
Sum squared resid	16267549	Schwarz criterion		17.94298
Log likelihood	-187.5313	Hannan-Quinn criter.		17.49954
F-statistic	3.223652	Durbin-Watson stat		2.587333
Prob(F-statistic)	0.032276			

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil regresi *Error Correction Model Domowitz-El Badawi* pada variabel sukuk korporasi diatas, dapat ditulis kembali pada persamaan berikut.

$$DY_2 = - 25409,48 - 27,0720 DX_{1t} + 233,8733 DX_{2t} - 0,4823 DX_{3t} + 0,0235 DX_{4t} - 373,7687 DX_{5t} + 285,9390 X_{1(t-1)} + 433,3185 X_{2(t-1)} - 0,1311 X_{3(t-1)} - 0,0014 X_{4(t-1)} - 888,6770 X_{5(t-1)} - 0,7271 ECT_{2(t-1)}$$

Pada penelitian ini nilai *Error Correction Term* (ECT) sebesar 0,7271 dengan nilai t-statistik 3,5742 > dari t-tabel 5% df 18 = 1,7340 (df 0,05 satu arah) signifikan pada $\alpha = 5\%$.

2. Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas Data

Uji normalitas dimaksudkan untuk menguji apakah variabel dependen maupun variabel independen dalam suatu model regresi berdistribusi normal atau tidak. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji Jarque-Bera agar data yang dianalisis lebih akurat. Uji Jarque-Bera bertujuan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal dengan mengukur perbedaan perhitungan *skewness* dan *kurtosis* (Widarjono, 2018). Jika nilai Jarque-Bera lebih kecil dari 2 dan nilai probabilitasnya lebih besar dari 5% (0.05), maka data yang digunakan dapat berdistribusi normal.

Tabel 4. 33

Uji normalitas (Uji J-B) SBSN (Y₁)

Series: Residuals	
Sample 2015Q2 2020Q4	
Observations 23	
Mean	-8.65e-15
Median	0.280487
Maximum	8.562043
Minimum	-7.216410
Std. Dev.	4.115702
Skewness	0.135698
Kurtosis	2.504107
Jarque-Bera	0.306251
Probability	0.858022

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data uji normalitas pada SBSN dapat diketahui nilai Jarque-Bera sebesar 0,306251 dan nilai probabilitas sebesar 0,858022. Artinya nilai Jarque-Bera lebih kecil dari 2 ($0,306251 < 2$) dan nilai probabilitas lebih besar dari 5% ($0,858022 > 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa semua data yang digunakan dalam model ECM berdistribusi normal.

Tabel 4. 34

Uji Normalitas (Uji J-B) Sukuk Korporasi (Y₂)

Series: Residuals	
Sample 2015Q2 2020Q4	
Observations 23	
Mean	-5.71e-12
Median	-23.28383
Maximum	1763.467
Minimum	-1827.037
Std. Dev.	859.9035
Skewness	-0.105099
Kurtosis	3.215195
Jarque-Bera	0.086722
Probability	0.957566

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan data uji normalitas pada sukuk korporasi dapat diketahui bahwa nilai Jarque-Bera sebesar 0,086722 dan nilai probabilitas sebesar 0,957566. Artinya nilai Jarque-Bera lebih kecil dari 2 ($0,086722 < 2$) dan nilai probabilitas lebih besar dari 5% ($0,957566 > 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa semua data yang digunakan dalam model ECM berdistribusi normal.

b. Uji Multikolinearitas

Untuk menguji ada tidaknya multikolinearitas dalam penelitian ini, akan digunakan metode korelasi parsial antar variabel independen. Metode ini diimplimentasikan dengan model aturan umum (*rule of thumb*) jika koefisien korelasi parsial cukup tinggi diatas 0,85 maka diduga ada multikolinearitas dalam penelitian ini. Sebaliknya jika koefisien korelasi parsial relatif rendah maka diduga tidak mengandung multikolinearitas (Widarjono, 2018). Adapun uji multikolinearitas sebagai berikut.

Tabel 4. 35

Uji Multikolinearitas Metode Korelasi Parsial Antar Variabel Independen

Variabel Independen	D(X1)	D(X2)	D(X3)	D(X4)	D(X5)	X1(-1)	X2(-1)	X3(-1)	X4(-1)	X5(-1)
D(X1)	1	0.14759568	-0.6533915	-0.0420732	0.19701218	-0.2737414	0.11301861	0.01563021	-0.2611099	-0.0522569
D(X2)	0.14759568	1	0.09478607	0.10588413	0.08715157	0.14196845	-0.2518009	0.14568407	0.04451131	0.06018400
D(X3)	-0.6533915	0.09478607	1	-0.0613408	0.36257558	0.39867858	-0.0181493	-0.5615161	-0.0828360	0.10560305
D(X4)	-0.0420732	0.10588413	-0.0613408	1	-0.2343314	-0.4856449	-0.3729344	0.29455475	0.44475147	-0.6144810
D(X5)	0.19701218	0.08715157	0.36257558	-0.2343314	1	0.19628125	0.10826423	-0.5536026	-0.1847590	-0.1742607
X1(-1)	-0.2737414	0.14196845	0.39867858	-0.4856449	0.19628125	1	-0.0014620	-0.2883339	-0.0387079	0.69996849
X2(-1)	0.11301861	-0.2518009	-0.0181493	-0.3729344	0.10826423	-0.0014620	1	-0.1972405	-0.6724854	0.37900437
X3(-1)	0.01563021	0.14568407	-0.5615161	0.29455475	-0.5536026	-0.2883339	-0.1972405	1	0.64470426	-0.3432925
X4(-1)	-0.2611099	0.04451131	-0.0828360	0.44475147	-0.1847590	-0.0387079	-0.6724854	0.64470426	1	-0.5791399
X5(-1)	-0.0522569	0.06018400	0.10560305	-0.6144810	-0.1742607	0.69996849	0.37900437	-0.3432925	-0.5791399	1

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas dengan metode korelasi parsial antar variabel independen dapat diketahui bahwa nilai semua korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,85 sehingga dapat disimpulkan bahwa model ECM tidak mengalami gangguan regresi multikolinearitas.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui ketidaksamaan varians residu dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Uji heteroskedastisitas ini menggunakan model *Autoregressive Conditional Heteroscedasticity Model* (ARCH). Uji ARCH adalah model yang mengasumsikan bahwa nilai residu tidak konstan dalam analisis data *time series* karena kecenderungan konstan untuk memvariasikan istilah kesalahan (*error term*) dari waktu ke waktu (Widarjono, 2018). Adapun uji heteroskedastisitas sebagai berikut.

Tabel 4. 36

Uji Heteroskedastisitas (ARCH) SBSN

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.454621	Prob. F(1,20)	0.5079
Obs*R-squared	0.488968	Prob. Chi-Square(1)	0.4844

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dengan variabel dependen surat berharga syariah negara (SBSN) menunjukkan bahwa nilai Prob. F-statistic adalah 0,5079 dan nilai Prob Chi-Square Obs*R-squared adalah 0,4844. Sehingga dapat diketahui bahwa data lebih besar dari 5% ($0,5079 > 0,05$) dan ($0,4844 > 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model ECM tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4. 37

Uji Heteroskedastisitas (ARCH) Sukuk Korporasi

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.913881	Prob. F(1,20)	0.1033
Obs*R-squared	2.797666	Prob. Chi-Square(1)	0.0944

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dengan variabel dependen sukuk korporasi menunjukkan bahwa nilai Prob. F-statistic adalah 0,1033 dan nilai Prob. Chi-Square Obs*R-squared adalah 0,0944. Sehingga dapat diketahui bahwa data lebih besar dari 5% ($0,1033 > 0,05$) dan ($0,0944 > 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model ECM tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

d. Uji Linearitas

Uji linearitas digunakan untuk mengetahui spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau belum. Untuk menguji linearitas dalam penelitian ini, yaitu uji Ramsey dengan hasil sebagai berikut.

Tabel 4. 38
Uji Linearitas SBSN

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: D(Y1) D(X1) D(X2) D(X3) D(X4) D(X5) X1(-1) X2(-1) X3(-1)
X4(-1) X5(-1) ECT1(-1) C

	Value	df	Probability
t-statistic	0.042388	10	0.9670
F-statistic	0.001797	(1, 10)	0.9670
Likelihood ratio	0.004132	1	0.9487

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji linearitas diatas dapat diketahui bahwa nilai probabilitas F-statistic lebih besar dari tingkat 5% yaitu $0,9670 > 0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model ECM dapat digunakan.

Tabel 4. 39

Uji Linearitas Sukuk Korporasi

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: D(Y2) D(X1) D(X2) D(X3) D(X4) D(X5) X1(-1) X2(-1) X3(-1)
X4(-1) X5(-1) ECT2(-1) C

	Value	df	Probability
t-statistic	0.832586	10	0.4245
F-statistic	0.693199	(1, 10)	0.4245
Likelihood ratio	1.541526	1	0.2144

Sumber : data yang diolah,2022

Berdasarkan hasil uji linearitas diatas dapat diketahui bahwa nilai probabilitas F-statistic lebih besar dari tingkat 5% yaitu $0,4245 > 0,05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model ECM dapat digunakan.

3. Uji Statistik

a. Uji t (uji individual)

Uji-t digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen memiliki pengaruh secara parsial atau individual terhadap variabel dependen (L. P. S. dan S. Sinambela, 2021).

1) Model *Error Correction Model* Jangka Pendek

Uji t-statistik model ECM ini menggunakan derajat kepercayaan $\alpha = 5\%$. Adapun hasil uji-t sebagai berikut.

Tabel 4. 40

Pengaruh Variabel Independen Jangka Pendek terhadap Variabel SBSN (Y_1)

variabel independen	Koefisien	t-statistik	Probabilitas
D(X1)	-1.7361	-4.2615	0.0013
D(X2)	-6.1272	-1.1860	0.2606
D(X3)	-0.0048	-1.0211	0.3291
D(X4)	0.0001	3.6318	0.0039
D(X5)	7.3403	1.9725	0.0742
Adjusted R-squared	0.9062		
Prob. F-Statistic	0.0000		

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji-t terhadap variabel SBSN jangka pendek dapat diketahui bahwa variabel indeks harga konsumen (X_1) memiliki nilai probabilitas $0,0013 < \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $4,2615 > t$ -tabel $5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel indeks harga konsumen (X_1) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap surat berharga syariah negara (SBSN) dalam jangka pendek.

Pada variabel suku bunga BI (X_2) memiliki nilai probabilitas $0,2606 > \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $1,1860 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa suku bunga BI (X_2) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap surat berharga syariah negara (SBSN) dalam jangka pendek.

Pada variabel nilai tukar rupiah (X_3) memiliki nilai probabilitas $0,3291 > \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $1,0211 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa nilai tukar rupiah (X_3) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap surat berharga syariah negara (SBSN) dalam jangka pendek.

Pada variabel jumlah uang beredar (X_4) memiliki nilai probabilitas $0,0039 < \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai

t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik menjadi $3,6318 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa jumlah uang beredar (X_4) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap surat berharga syariah negara (SBSN) dalam jangka pendek.

Pada variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) memiliki nilai probabilitas $0,0742 > \alpha = 5\%$ (0,05) dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik menjadi $1,9725 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap surat berharga syariah negara (SBSN) dalam jangka pendek.

Tabel 4. 41
Pengaruh Variabel Independen Jangka Pendek terhadap
Variabel Sukuk Korporasi

variabel independen	Koefisien	t-statistik	Probabilitas
D(X1)	-27.0720	-0.3187	0.7559
D(X2)	233.8733	0.2113	0.8365
D(X3)	-0.4823	-0.4727	0.6457
D(X4)	0.0235	2.7667	0.0183
D(X5)	-373.7687	-0.4487	0.6623
Adjusted R-squared	0.5264		
Prob. F-Statistic	0.0322		

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji-t terhadap sukuk korporasi jangka pendek dapat diketahui bahwa variabel indeks harga konsumen (X_1) memiliki nilai probabilitas 0,7559 $> \alpha = 5\%$ (0,05) dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi 0,3187 $<$ t-tabel 5% df 18 = 1,7340 (t-tabel satu arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel indeks harga konsumen (X_1) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi dalam jangka pendek.

Pada variabel suku bunga BI (X_2) memiliki nilai probabilitas $0,8365 > \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik menjadi $0,2113 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa suku bunga BI (X_2) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi dalam jangka pendek.

Pada variabel nilai tukar rupiah (X_3) memiliki nilai probabilitas $0,6457 > \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $0,4727 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa nilai tukar rupiah (X_3) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi dalam jangka pendek.

Pada variabel jumlah uang beredar (X_4) memiliki nilai probabilitas $0,0183 < \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik sebesar $2,7667 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah).

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa jumlah uang beredar (X_4) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi dalam jangka pendek.

Pada variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) memiliki nilai probabilitas $0,6623 > \alpha = 5\%$ (0,05) dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $0,4487 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi dalam jangka pendek.

2) Model Jangka Panjang

Tabel 4. 42

Pengaruh Variabel Independen Jangka panjang terhadap Variabel SBSN

variabel independen	t-statistik	probabilitas
X1	-2.599108	0.0181
X2	-2.916920	0.0092
X3	-1.081257	0.2939
X4	30.44186	0.0000
X5	0.947440	0.3560

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji-t diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel indeks harga konsumen (X_1) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,0181 < \alpha = 5\%$ (0,05) dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $2,5991 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang variabel indeks harga konsumen (X_1) mempunyai pengaruh signifikan terhadap surat berharga syariah negara / SBSN.

Pada variabel suku bunga BI (X_2) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,0092 < \alpha = 5\%$ (0,05) dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $2,9169 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang suku bunga BI (X_2) memiliki pengaruh terhadap surat berharga syariah negara / SBSN.

Pada variabel nilai tukar rupiah (X_3) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,2939 > \alpha = 5\%$ (0,05) dan

karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $1,0812 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang nilai tukar rupiah (X_3) tidak berpengaruh terhadap surat berharga syariah negara / SBSN.

Pada variabel jumlah uang beredar (X_4) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,0000 < \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik sebesar $30,4418 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang jumlah uang beredar (X_4) mempunyai pengaruh signifikan terhadap surat berharga syariah negara / SBSN.

Pada variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,3560 > \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik sebesar $0,9474 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara

parsial dalam jangka panjang pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) tidak berpengaruh terhadap surat berharga syariah negara / SBSN.

Tabel 4. 43

Pengaruh Variabel Independen Jangka Panjang terhadap Variabel Sukuk Korporasi

variabel independen	t-statistik	probabilitas
X1	-1.249490	0.2275
X2	4.231586	0.0005
X3	-0.819681	0.4231
X4	12.53465	0.0000
X5	1.639910	0.1184

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji-t diatas, maka dapat diketahui bahwa variabel indeks harga konsumen (X_1) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,2275 > \alpha = 5\%$ (0,05) dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $1,2494 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang variabel indeks harga konsumen (X_1) tidak berpengaruh terhadap sukuk korporasi.

Pada variabel suku bunga BI (X_2) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,0005 < \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik menjadi $4,2315 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang suku bunga BI (X_2) memiliki pengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi.

Pada variabel nilai tukar rupiah (X_3) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,4231 > \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda negatif, maka kita harus mengabaikan tanda negatif sehingga t-statistik menjadi positif ini berlaku untuk uji satu arah. Sehingga t-statistik menjadi $0,8196 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$ (t-tabel satu arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang nilai tukar rupiah (X_3) tidak berpengaruh terhadap sukuk korporasi.

Pada variabel jumlah uang beredar (X_4) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,0000 < \alpha = 5\% (0,05)$ dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik sebesar $12,5346 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua

arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang jumlah uang beredar (X_4) mempunyai pengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi.

Pada variabel pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,1184 > \alpha = 5\%$ (0,05) dan karena nilai t-statistik bertanda positif, maka uji t-statistik menggunakan uji dua arah. Sehingga t-statistik sebesar $1,6399 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$ (t-tabel dua arah). Jadi dapat disimpulkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang pertumbuhan produk domestik bruto (X_5) tidak berpengaruh terhadap sukuk korporasi.

b. Uji f (uji simultan)

Uji-f digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara simultan atau sama, dan uji-f ini dilihat dari nilai koefisien regresi variabel independen dengan tingkat kesalahan 5% (L. P. S. dan S. Sinambela, 2021).

Tabel 4. 44

Hasil Uji F SBSN

F-statistic	20.3222
Prob. (F-statistic)	0.0000

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji F dengan Model ECM diatas dapat diketahui bahwa nilai F-statistik adalah 20,3222 dengan tingkat signifikan sebesar 0,0000. Nilai F-tabel dengan $df_1 = 5$ ($df_1 = k - 1 = 6 - 1$) dan $df_2 = 17$ ($df_2 = n - k = 23 - 6$) adalah 2,81. Sehingga nilai F-statistik $>$ F-tabel yaitu $20,3222 > 2,81$ dan tingkat signifikan sebesar $0,0000 < 5\%$ (0,05), maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen. Sedangkan pada variabel dependen sukuk korporasi sebagai berikut.

Tabel 4. 45

Hasil Uji F Sukuk Korporasi

F-statistic	3.2236
Prob. (F-statistic)	0.0322

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji F dengan model ECM diatas dapat diketahui bahwa nilai F-statistik adalah 3,2236 dengan tingkat signifikan sebesar 0,0322. Nilai F-tabel dengan $df_1 = 5$ ($df_1 = k - 1 = 6 - 1$) dan $df_2 = 17$ ($df_2 = n - k = 23 - 6$) adalah 2,81. Sehingga nilai F-statistik $>$ F-tabel yaitu $3,2236 > 2,81$ dan tingkat signifikan sebesar $0,0322 < 5\%$ (0,05), maka dapat

disimpulkan bahwa variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

c. Uji Koefisien Dererminasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada dasarnya mengukur kemampuan model dalam menjelaskan perbedaan variabel dependen. Nilainya antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan varians variabel terikat sangat terbatas. Hasil nilai *Adjusted R-squared* dari regresi digunakan untuk mengetahui besarnya variabel dependen yang dipengaruhi oleh variabel independen. Berikut adalah hasil dari koefisien determinasi.

Tabel 4. 46

Hasil Koefisien Determinasi (R^2) SBSN

R-squared	0.9531
Adjusted R-squared	0.9062

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil koefisien determinasi (R^2) dengan model ECM diatas dapat diketahui bahwa nilai *Adjusted R²* sebesar 0,9062 yang berarti adanya pengaruh variabel independen seperti indeks harga konsumen, suku bunga BI, nilai tukar rupiah, jumlah uang beredar dan pertumbuhan produk domestik bruto dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu surat

berharga syariah negara (SBSN) sebesar 90,62% dan 9,38% dipengaruhi oleh variabel diluar model.

Tabel 4. 47

Hasil Koefisien Determinasi (R^2) Sukuk Korporasi

R-squared	0.7632
Adjusted R-squared	0.5264

Sumber : data yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil koefisien determinasi (R^2) dengan model ECM diatas dapat diketahui bahwa nilai *Adjusted R²* sebesar 0,5264 yang berarti adanya pengaruh variabel independen seperti indeks harga konsumen, suku bunga BI , nilai tukar rupiah, jumlah uang beredar dan pertumbuhan produk domestik bruto dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu sukuk korporasi sebesar 52,64% dan 47,36% dipengaruhi oleh variabel diluar model.

C. Hasil Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil analisis data dapat diketahui bahwa hasil estimasi dengan menggunakan metode *Error Corection Model Domowitz-El Badawi* yang diterapkan dalam penelitian ini terdapat hubungan dinamis antara Makroekonomi terhadap Surat Berharga Syariah Negara dan Sukuk Korporasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Variabel makroekonomi dalam

penelitian ini terdiri dari indeks harga konsumen, suku bunga BI, nilai tukar rupiah, jumlah uang beredar dan pertumbuhan produk domestik bruto.

1. Pengaruh Indeks Harga Konsumen (X_1) terhadap SBSN (Y_1) dan Sukuk Korporasi (Y_2)

Pada variabel indeks harga konsumen jangka pendek yang diestimasi menggunakan ECM terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (-1,7361) dan (-27,0720), artinya setiap peningkatan indeks harga konsumen sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan penurunan nilai SBSN sebesar 1,7361% dan penurunan nilai sukuk korporasi sebesar 27,0720%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($4,2615 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$) dan ($0,3187 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel indeks harga konsumen jangka pendek berpengaruh signifikan terhadap SBSN, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi.

Sementara itu, estimasi variabel indeks harga konsumen jangka panjang terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (-1,4347) dan (-129,9284), artinya setiap peningkatan indeks harga konsumen sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan penurunan nilai SBSN sebesar 1,4347% dan penurunan nilai sukuk korporasi sebesar 129,9284%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($2,5991 >$

t-tabel 5% df 18 = 1,7340) dan ($1,2494 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel indeks harga konsumen jangka panjang berpengaruh signifikan terhadap SBSN, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk korporasi.

Dalam hal ini, perkembangan indeks harga konsumen erat kaitannya dengan SBSN ketimbang sukuk korporasi. Dimana jika IHK mengalami kenaikan maka akan diikuti dengan penurunan nilai surat berharga syariah yang diterbitkan oleh pemerintah. Hal ini cenderung akan menyebabkan penurunan daya beli investor karena kenaikan harga barang dan jasa.

2. Pengaruh Suku Bunga BI (X_2) terhadap SBSN (Y_1) dan Sukuk Korporasi (Y_2)

Pada variabel suku bunga BI jangka pendek yang diestimasi menggunakan ECM terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (-6,1272) dan (233,8733), artinya setiap peningkatan suku bunga BI sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan penurunan nilai SBSN sebesar 6,1272% dan kenaikan nilai sukuk korporasi sebesar 233,8733%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($1,1860 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$) dan ($0,2113 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel suku bunga BI jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Sementara itu, estimasi variabel suku bunga BI jangka panjang terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (-8,8436) dan (2416,718), artinya setiap peningkatan suku bunga BI sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan penurunan nilai SBSN sebesar 8,8436% dan kenaikan nilai sukuk korporasi sebesar 2416,718%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($2,9169 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$) dan ($4,2315 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel suku bunga BI jangka panjang berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Suku bunga BI tidak signifikan jangka pendek dan signifikan jangka panjang karena investor sensitif terhadap perubahan kegiatan ekonomi. Sehingga dalam mengelola uangnya, investor akan memperhatikan apakah suku bunga mengalami kenaikan atau mengalami penurunan. Jika suku bunga mengalami peningkatan, investor akan menurunkan investasinya. Sebaliknya jika suku bunga mengalami penurunan, investor akan meningkatkan investasinya. Hal ini dilakukan untuk meminimalisir risiko yang muncul (Herispon, 2009).

3. Pengaruh Nilai Tukar Rupiah (X_3) terhadap SBSN (Y_1) dan sukuk korporasi (Y_2)

Pada variabel nilai tukar rupiah jangka pendek yang diestimasi menggunakan ECM terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai

koefisien (-0,0048) dan (-0,4823), artinya setiap peningkatan nilai tukar rupiah sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan penurunan nilai SBSN sebesar 0,0048% dan penurunan nilai sukuk korporasi sebesar 0,4823%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($1,0211 < t$ -tabel 5% df 18 = 1,7340) dan ($0,4727 < t$ -tabel 5% df 18 = 1,7340). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel nilai tukar rupiah jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Sementara itu, estimasi variabel nilai tukar rupiah jangka panjang terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (-0,0057) dan (-0,8204), artinya setiap peningkatan nilai tukar rupiah sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan penurunan nilai SBSN sebesar 0,0057% dan penurunan nilai sukuk korporasi sebesar 0,8204%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($1,0812 < t$ -tabel 5% df 18 = 1,7340) dan ($0,8196 < t$ -tabel 5% df 18 = 1,7340). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel nilai tukar rupiah jangka panjang tidak berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Nilai tukar rupiah merupakan salah satu hal penting yang harus diperhatikan oleh investor ketika melakukan kegiatan investasi. Jika nilai tukar rupiah berfluktuasi tinggi terhadap dollar Amerika. Hal ini akan menjadi keuntungan bagi investor dan pemerintah yang

menerbitkan SBSN dan sukuk korporasi dimana pelunasannya berubah dari nilai awal. Sedangkan jika nilai rupiah mengalami penurunan terhadap dollar Amerika, akan menyebabkan beban pembayaran yang besar bagi investor.

4. Pengaruh Jumlah Uang Beredar (X_4) terhadap SBSN (Y_1) dan Sukuk Korporasi (Y_2)

Pada variabel jumlah uang beredar jangka pendek yang diestimasi menggunakan ECM terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (0,0001) dan (0,0235), artinya setiap peningkatan jumlah uang beredar sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan kenaikan nilai SBSN sebesar 0,0001% dan kenaikan nilai sukuk korporasi sebesar 0,0235%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($3,6318 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$) dan ($2,7667 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel jumlah uang beredar jangka pendek berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Sementara itu, estimasi variabel jumlah uang beredar jangka panjang terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (0,0002) dan (0,0228), artinya setiap peningkatan jumlah uang beredar sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan kenaikan nilai SBSN sebesar 0,0002% dan kenaikan nilai sukuk korporasi sebesar 0,0228%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($30,4418 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 =$

2,1009) dan ($12,5346 > t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel jumlah uang beredar jangka panjang berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Jumlah uang beredar erat kaitannya dengan SBSN dan sukuk korporasi. Jika jumlah uang beredar mengalami peningkatan, maka nilai SBSN dan sukuk korporasi pun akan meningkat. Sebaliknya, jika jumlah uang beredar mengalami penurunan, maka nilai SBSN dan sukuk korporasi juga akan menurun.

5. Pengaruh Pertumbuhan Produk Domestik Bruto (X_1) terhadap SBSN (Y_1) dan Sukuk Korporasi (Y_2)

Pada variabel pertumbuhan produk domestik bruto jangka pendek yang diestimasi menggunakan ECM terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (7,4603) dan (-373,7687) artinya setiap peningkatan pertumbuhan produk domestik bruto sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan kenaikan nilai SBSN sebesar 7,4603% dan penurunan nilai sukuk korporasi sebesar 373,7687%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($1,9725 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$) dan ($0,4487 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 1,7340$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel pertumbuhan produk domestik bruto jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Sementara itu, estimasi variabel pertumbuhan produk domestik bruto jangka panjang terhadap SBSN dan sukuk korporasi memiliki nilai koefisien (2,2701) dan (740,1866), artinya setiap peningkatan pertumbuhan produk domestik bruto sebesar 1% (*ceteris paribus*) akan mengakibatkan kenaikan nilai SBSN sebesar 2,2701% dan kenaikan nilai sukuk korporasi sebesar 740,1866%. Sedangkan nilai absolut t-statistik adalah ($0,9474 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$) dan ($1,6399 < t\text{-tabel } 5\% \text{ df } 18 = 2,1009$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel pertumbuhan produk domestik bruto jangka panjang tidak berpengaruh signifikan terhadap SBSN dan sukuk korporasi.

Produk domestik bruto juga termasuk faktor makroekonomi yang perlu diperhatikan dalam berinvestasi. Jika produk domestik bruto mengalami peningkatan, maka nilai SBSN dan sukuk korporasi juga akan meningkat. Sebaliknya, jika produk domestik bruto mengalami penurunan, maka nilai SBSN dan sukuk korporasi juga menurun. Produk domestik bruto digunakan untuk menilai tingkat pertumbuhan ekonomi, menentukan tingkat kemakmuran rakyat dan perkembangannya (Herispon, 2009).