

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Penelitian

1. Uji Stasioneritas Data

Untuk mengetahui apakah data time series yang digunakan stasioner atau tidak stasioner, perlu dilakukan uji akar unit (unit root test). Uji akar unit dilakukan dengan menggunakan metode Dicky Fuller (DF). Di mana hasil t statistik estimasi akan dibandingkan dengan nilai kritis Mckinnon dengan titik kritis 1%, 5%, dan 10%. Jika nilai t statistik lebih kecil dari nilai kritis McKinnon maka data tidak stasioner dan jika nilai t statistik lebih besar dari nilai kritis McKinnon maka data stasioner. (Basuki & Yuliadi, 2015)

Pengujian akar unit dalam penelitian ini menggunakan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Apabila nilai t-statistik lebih besar dibandingkan dengan nilai kritis atau p-value lebih kecil dari tingkat kritis yang digunakan, maka H_0 berupa data memiliki akar unit dan tidak stasioner dapat ditolak.

Tabel 5.1
Uji Akar Unit

Variabel	Uji Akar Unit			
	Level		1st Difference	
	ADF	Prob	ADF	Prob
LOG(EM)	-0.365939	0.9035	-5.240060	0.0002
IN	-2.028782	0.2737	-5.870508	0.0000
LOG(KR)	0.924937	0.9946	-4.761387	0.0006
SB	-1.541210	0.4999	-3.154235	0.0328

Sumber : Eviews, Data Diolah

Hasil pengujian stasioner yang disajikan dalam tabel diatas memperlihatkan bahwa semua variabel yang dimasukkan dalam model pada tingkat level dengan signifikansi 5% belum mencapai kestasioneran. Namun tingkat stasioner dicapai pada uji ADF yaitu pada tingkat *First Difference* untuk semua variabel (nilai emisi sukuk korporasi, inflasi, kurs, dan SBIS), dimana nilai *p-value* lebih kecil/ kurang dari 0,05.

2. Uji Lag Optimal

Untuk mengestimasi dengan menggunakan model VAR maka perlu dilakukan uji lag optimal. Dalam menentukan panjang lag pada model VAR sangatlah penting untuk menghilangkan masalah autokorelasi. Penentuan panjang lag dilakukan dengan melihat nilai dari *Likelihood Ratio*, *Final Prediction Error*, *Akaike Information Crition*, *Schwarz Information*

Crition dan Hannan Quin Crition. Hasil uji panjang lag dalam VAR dengan memasukkan AIC menunjukkan panjang lag optimalnya.

Tabel 5.2

Hasil Uji Lag Optimal

Endogenous variables: D(LOG(EM)) D(IN) D(LOG(KR)) D(SB)						
Sample: 2016M01 2018M09						
Included observations: 28						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	137.7828	NA	8.32e-10*	-9.555.915	-9.365600*	-9.497733*
1	147.2242	15.51091	1.35e-09	-9.087.445	-8.135.870	-8.796.539
2	157.3707	13.77024	2.22e-09	-8.669.337	-6.956.503	-8.145.707
3	178.6814	22.83292	1.88e-09	-9.048.675	-6.574.581	-8.292.320
4	212.2715	26.39217*	8.56e-10	-10.30511*	-7.069.753	-9.316.027

Sumber : Eviews, Data Diolah

Berdasarkan tabel diatas kita memasukkan AIC yaitu adalah 4 sehingga lag ini pun dipilih sebagai lag optimal berdasarkan kriteria lainnya (FPE, AIC, SC, HQ). Dengan demikian dapat dipastikan bahwa lag optimal yang digunakan untuk estimasi VAR terletak pada lag 4 karena sudah terbebas dari *white noise* dan sudah memenuhi asumsi klasik.

3. Uji Stabilitas VAR

Sebelum melakukan uji kointegrasi, dalam estimasi menggunakan metode VECM ini perlu dilakukan uji stabilitas VAR terlebih dahulu. Stabilitas VAR perlu diuji karena apabila hasil estimasi stabilitas VAR tidak stabil maka analisis *Impulse Response* dan *Variance Decomposition*

menjadi tidak valid. Suatu sistem VAR dikatakan stabil apabila seluruh akar atau *roots*-nya memiliki modulus yang lebih kecil dari satu. Dalam tabel dibawah ini menunjukkan hasil dari uji stabilitas VAR di mana modulusnya lebih kecil dari satu sehingga estimasi yang akan digunakan telah stabil dan dapat digunakan untuk analisis *Impulse Response* dan *Variance Decomposition*.

Tabel 5.3

Uji Stabilitas VAR

Endogenous variables: D(LOG(EM)) D(IN) D(LOG(KR)) D(SB)	
Lag specification: 1 4	
Root	Modulus
0.349531 - 0.899430i	0.964959
0.349531 + 0.899430i	0.964959
0.933964 - 0.056607i	0.935678
0.933964 + 0.056607i	0.935678
-0.167548 - 0.886943i	0.902630
-0.167548 + 0.886943i	0.902630
0.666648 - 0.540954i	0.858516
0.666648 + 0.540954i	0.858516
-0.708857 - 0.479405i	0.855749
-0.708857 + 0.479405i	0.855749
-0.591271 - 0.570869i	0.821884
-0.591271 + 0.570869i	0.821884
-0.684476	0.684476
-0.035002 - 0.633283i	0.634250
-0.035002 + 0.633283i	0.634250
-0.570707	0.570707

Sumber : Eviews, Data Diolah

4. Uji Kointegrasi

Dalam estimasi menggunakan metode VECM, perlu dilakukan uji kointegrasi untuk mengetahui apakah ada keseimbangan dalam jangka panjang. Apabila terbukti ada kointegrasi, maka tahapan VECM dapat dilakukan. Namun jika tidak terbukti, maka VECM tidak bisa dilanjutkan. Uji kointegrasi dilakukan dengan menggunakan metode Johansen's Cointegration Test. (Basuki & Yuliadi, 2015) Pengujian kointegrasi dengan metode Johansen dilakukan dengan membandingkan nilai *trace statistic* atau *Max- Eigen value* dengan nilai kritisnya masing-masing standar 5%. Apabila nilai *trace statistic* atau *Max- Eigen value* lebih besar dibanding *critical value*-nya maka terdapat kointegrasi antar variabel. Hasil uji kointegrasi disajikan dalam tabel berikutini:

Tabel 5.4

Hasil Uji Kointegrasi

Series: D(LOG(EM)) D(IN) D(LOG(KR)) D(SB)				
Lags interval (in first differences): 1 to 3				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.928859	105.1497	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.498995	31.14320	29.79707	0.0348
At most 2	0.342503	11.79133	15.49471	0.1672
At most 3	0.001802	0.050491	3.841466	0.8222
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.928859	74.00651	27.58434	0.0000
At most 1	0.498995	19.35187	21.13162	0.0871
At most 2	0.342503	11.74084	14.26460	0.1208
At most 3	0.001802	0.050491	3.841466	0.8222

Sumber : Eviews, Data Diolah

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai *trace statistic* dan *max- eigen value* pada $r = 0$ lebih besar dari critical value dengan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi ditolak dan hipotesis alternative yang menyatakan bahwa ada kointegrasi diterima. Berdasarkan analisis ekonometrik dapat dilihat bahwa keempat variabel dalam penelitian ini terdapat kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian hal tersebut mengindikasikan bahwa diantara nilai emisi sukuk korporasi, inflasi, kurs, dan SBIS

memiliki hubungan stabilitas atau keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang.

5. Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas Granger dilakukan untuk melihat apakah dua variabel memiliki hubungan timbal balik atau tidak, memiliki hubungan sebab akibat dengan variabel lain atau tidak. Karena setiap variabel dalam penelitian ini memiliki kesempatan untuk menjadi variabel endogen maupun variabel eksogen. Uji kausalitas pada penelitian ini menggunakan *VAR Pairwise Granger Causality Test* dan menggunakan taraf nyata 5%. Hasil dari uji tersebut dijelaskan pada gambar di bawah ini :

Tabel 5.5
Hasil Uji Kausalitas Granger

Sample: 2016M01 2018M09			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
IN does not Granger Cause LOG(EM)	29	0.73307	0.5801
LOG(EM) does not Granger Cause IN		0.31659	0.8635
LOG(KR) does not Granger Cause LOG(EM)	29	0.78961	0.5455
LOG(EM) does not Granger Cause LOG(KR)		0.40682	0.8015
SB does not Granger Cause LOG(EM)	29	201.533	0.1310
LOG(EM) does not Granger Cause SB		0.57168	0.6863
LOG(KR) does not Granger Cause IN	29	0.87211	0.4979
IN does not Granger Cause LOG(KR)		0.82349	0.5256
SB does not Granger Cause IN	29	0.92647	0.4683
IN does not Granger Cause SB		116.590	0.3554
SB does not Granger Cause LOG(KR)	29	122.542	0.3315
LOG(KR) does not Granger Cause SB		194.099	0.1428

Sumber : Eviews, Data Diolah

Dari hasil diatas, diketahui bahwa yang memiliki hubungan kausalitas adalah yang memiliki nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 sehingga nanti H_0 akan ditolak yang berarti suatu variabel akan mempengaruhi variabel lain. Dari pengujian Granger diatas, kita mengetahui hubungan kausalitas sebagai berikut :

- a. Variabel inflasi (IN) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi emisi sukuk korporasi (LOG(EM)) dengan nilai probabilitasnya 0,58 sehingga kita menerima hipotesis nol, dan begitu pula sebaliknya emisi sukuk korporasi (LOG(EM)) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi inflasi (IN) dengan nilai probabilitasnya 0,86 sehingga kita menerima hipotesis nol. Dengan demikian disimpulkan bahwa tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel inflasi (IN) dan emisi sukuk korporasi (LOG(EM)).
- b. Variabel kurs (LOG(KR)) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi emisi sukuk korporasi (LOG(EM)) dengan nilai probabilitasnya 0,54 sehingga kita menerima hipotesis nol, dan begitu pula sebaliknya emisi sukuk korporasi (LOG(EM)) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi kurs (LOG(KR)) dengan nilai probabilitasnya 0,80 sehingga kita menerima hipotesis nol. Dengan demikian disimpulkan bahwa tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel kurs (LOG(KR)) dan emisi sukuk korporasi (LOG(EM)).

- c. Variabel SBIS (SB) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi emisi sukuk korporasi (LOG(EM)) dengan nilai probabilitasnya 0,13 sehingga kita menerima hipotesis nol dan begitu pula sebaliknya emisi sukuk korporasi (LOG(EM)) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi SBIS (SB) dengan nilai probabilitasnya 0,68 sehingga kita menerima hipotesis nol. Dengan demikian disimpulkan bahwa tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel SBIS (SB) dan emisi sukuk korporasi (LOG(EM)).
- d. Variabel kurs (LOG(KR)) secara statistik mempengaruhi inflasi (IN) dengan nilai probabilitasnya 0,49 sehingga kita menerima dan begitu pula sebaliknya inflasi (IN) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi kurs (LOG(KR)) dengan nilai probabilitasnya 0,52 sehingga kita menerima hipotesis nol. Dengan demikian disimpulkan bahwa tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel kurs (LOG(KR)) dan inflasi (IN).
- e. Variabel SBIS (SB) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi inflasi (IN) dengan nilai probabilitasnya 0,46 sehingga kita menerima hipotesis nol dan begitu pula sebaliknya inflasi (IN) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi SBIS (SB) dengan nilai probabilitasnya 0,35 sehingga kita menerima hipotesis nol. Dengan demikian disimpulkan bahwa tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel SBIS (SB) dan inflasi (IN).

f. Variabel SBIS (SB) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi kurs (LOG(KR)) dengan nilai probabilitasnya 0,33 sehingga kita menerima hipotesis nol dan begitu pula dengan kurs (LOG(KR)) secara statistik tidak signifikan mempengaruhi SBIS (SB) dengan nilai probabilitasnya 0,14 sehingga kita menerima hipotesis nol. Dengan demikian disimpulkan bahwa tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel SBIS (SB) dan kurs (LOG(KR)).

6. Model VECM

Hasil estimasi VECM akan didapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara nilai emisi sukuk korporasi, inflasi, kurs, dan SBIS. Pada estimasi ini variabel nilai emisi sukuk korporasi adalah variabel dependennya., dan variabel inflasi, kurs, dan SBIS adalah variabel independennya. Hasil dari estimasi VECM dijelaskan pada tabel di bawah ini

Tabel 5.6

Hasil Estimasi dalam Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t statistik
CointEq1	-0.279436	[-2.18026]
D(LOG(EM(-1)))	-0.080903	[-0.45674]
D(LOG(EM(-2)))	-0.537006	[-3.27608]
D(LOG(EM(-3)))	-0.440610	[-2.67346]
D(LOG(EM(-4)))	-0.351675	[-2.11258]
D(IN(-1))	-0.019368	[-0.67448]
D(IN(-2))	0.033266	[1.25172]
D(IN(-3))	0.065691	[2.76405]
D(IN(-4))	-0.050319	[-2.03005]
D(LOG(KR(-1)))	-3.641.581	[-3.39843]
D(LOG(KR(-2)))	-2.082.059	[-2.48956]
D(LOG(KR(-3)))	-3.018.805	[-4.35456]
D(LOG(KR(-4)))	-1.248.110	[-1.62660]
D(SB(-1))	0.106308	[1.90914]
D(SB(-2))	0.090681	[1.51771]
D(SB(-3))	0.072342	[1.12265]
D(SB(-4))	0.032204	[0.47267]
C	0.091169	[5.84453]
R-squared	0.872139	
Adj. R-squared	0.654774	

Sumber : Eviews, Data Diolah

Berdasarkan tabel yang telah disajikan di atas, pada jangka pendek terdapat delapan variabel yang signifikan pada taraf nyata lima persen ditambah satu variabel *error correction*. Variabel yang signifikan pada taraf nyata lima persen adalah variabel emisi sukuk korporasi pada lag 2,3 dan 4, variabel inflasi pada lag 3 dan 4, variabel kurs pada lag 1,2 dan 3. Adanya dugaan parameter *error correction* yang signifikan membuktikan adanya mekanisme penyesuaian dari jangka pendek ke jangka panjang. Besaran penyesuaian dari jangka pendek ke jangka panjangnya yaitu

sebesar -0.27 persen. Dari hasil estimasi VECM dalam jangka pendek diperoleh bahwa semua variabel berpengaruh terhadap emisi sukuk korporasi yaitu variabel emisi sukuk korporasi itu sendiri (*lag* 2,3 dan 4), inflasi (*lag* 3 dan 4), kurs (*lag* 1,2 dan 3) kecuali variabel SBIS yang tidak berpengaruh terhadap emisi sukuk korporasi.

Dalam estimasi jangka pendek juga menunjukkan bahwa variabel emisi sukuk korporasi pada lag 2,3 dan 4 berpengaruh negatif pada taraf nyata lima persen sebesar -0.53 dan -0.44 dan -0.35 artinya ketika terjadi kenaikan 1 persen pada 2,3,4 bulan sebelumnya maka akan menurunkan emisi sukuk korporasi sebesar -0.51 persen, -0.41 persen, dan -0.35 pada bulan sekarang. Pada variabel inflasi pada lag 3 berpengaruh positif sebesar 0.06 artinya ketika terjadi kenaikan 1 persen pada 3 bulan sebelumnya maka akan meningkatkan emisi sukuk korporasi sebesar 0.06 persen pada bulan sekarang. Sedangkan inflasi pada lag 4 berpengaruh negatif sebesar -0.05 artinya ketika terjadi kenaikan 1 persen pada 4 bulan sebelumnya maka akan menurunkan emisi sukuk korporasi sebesar -0.05 persen pada bulan sekarang. Variabel kurs pada lag 1, 2 dan 3 berpengaruh negatif sebesar -3.64, - 2.08, dan -3.01 artinya ketika terjadi kenaikan 1 persen pada 1,2 dan 3 bulan sebelumnya maka akan menurunkan emisi sukuk korporasi sebesar -3.64 persen, -2.08, dan -3.01 persen pada bulan sekarang.

Tabel 5.7

Hasil Estimasi Dalam Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	t statistik
IN(-1)	-0.208374	[-6.60012]
LOG(KR(-1))	-7.745243	[-3.51118]
SB(-1)	-0.159605	[-4.92077]

Sumber : Eviews, Data Diolah

Pada hubungan jangka panjangnya semua variabel signifikan mempengaruhi emisi sukuk korporasi pada taraf nyata lima persen. Variabel inflasi (IN) pada lag 1 mempunyai pengaruh negatif terhadap emisi sukuk korporasi yaitu sebesar -0.20 persen. Artinya ketika terjadi kenaikan inflasi 1 persen maka akan menurunkan emisi sukuk korporasi sebesar -0.20 persen. Variabel kurs (LOG(KR)) pada lag 1 mempunyai pengaruh negatif terhadap emisi sukuk korporasi yaitu sebesar -7.74 persen. Artinya ketika terjadi depresiasi 1 persen maka akan menurunkan emisi sukuk korporasi sebesar -7.74 persen. Untuk variabel SBIS (SB) mempunyai pengaruh negatif terhadap emisi sukuk korporasi sebesar 0.15. Artinya ketika terjadi kenaikan SBIS 1 persen maka akan menurunkan emisi sukuk korporasi sebesar -0.15 persen

Hasil estimasi dengan menggunakan VECM baik itu hubungan dalam jangka pendek maupun jangka panjangnya merupakan hasil yang valid di mana dapat dilihat dari nilai koefisien R-squared sebesar 0.87 atau 87 persen dari 1.00 atau 100 persen. Artinya adanya perubahan pada variabel dependen yaitu emisi sukuk korporasi (LOG(EM)) mampu dijelaskan oleh

variabel independennya yaitu inflasi (IN), kurs (LOG(KR)), dan SBIS (SB) sebesar 87 persen. Hasil analisis VECM tidak hanya digunakan untuk mengetahui hubungan variabel independennya terhadap variabel dependennya tetapi juga dapat digunakan untuk mengetahui respon dan waktu yang dibutuhkan variabel untuk kembali ke titik keseimbangannya serta melihat seberapa besar pengaruh masing-masing variabel independennya terhadap pembentukan variabel dependennya dengan menggunakan analisis *Impulse Response* dan analisis *Variance Decomposition*.

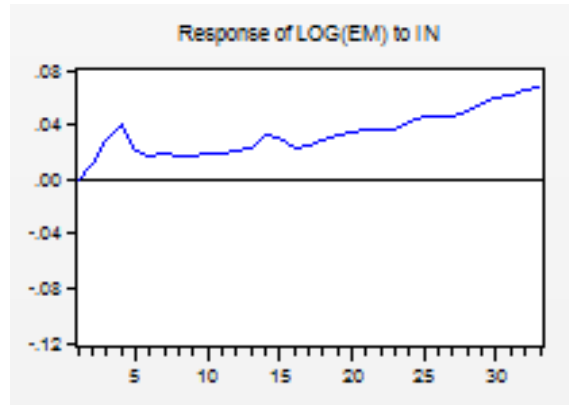
B. Pembahasan

1. *Shocking* Emisi Sukuk Korporasi Terhadap Inflasi

Analisis *Impulse Response* yang pertama akan menjelaskan mengenai respon yang diterima emisi sukuk korporasi terhadap *shock* yang diberikan oleh variabel inflasi. Karena suatu korporasi atau perusahaan akan menerbitkan sukuk akan menyesuaikan dengan kondisi makroekonomi yang ada di Indonesia ketika inflasi mengalami kenaikan maka penerbitan sukuk akan mengalami penurunan karena kondisi makroekonomi dalam negeri sedang tidak baik. Begitu pula sebaliknya ketika inflasi di Indonesia dalam keadaan stabil maka penerbitan sukuk akan mengalami kenaikan.

Gambar 5.1

Hasil Impulse Response Emisi Sukuk Korporasi Terhadap Inflasi



Berdasarkan gambar di atas dijelaskan bahwa respon emisi sukuk korporasi terhadap perubahan yang terjadi pada inflasi adalah positif namun menjauh dari titik keseimbangan. Dari periode ke-1 hingga periode ke-4 inflasi mengalami kenaikan karena di awal tahun 2016 adanya pembatasan impor bibit dan juga karena harga bahan pangan mengalami kenaikan meskipun begitu emisi sukuk mengalami kenaikan karena berdasarkan Rapat Dewan Gubernur (RDG) Bank Indonesia, konsumsi rumah tangga masih cukup kuat, terindikasi dari penjualan eceran dan kendaraan bermotor yg mulai tumbuh positif serta keyakinan konsumen yang terus membaik. Sementara itu, kinerja ekspor di beberapa komoditas mulai menunjukkan perbaikan, terutama di bidang tekstil, alat listrik, dan kendaraan untuk penumpang.

Mulai dari periode ke-5 hingga periode ke-12 emisi sukuk cukup stabil di mana inflasi di bulan Mei 2016 – Desember 2016 turun dan dapat dikatakan stabil karena fluktuasi inflasi yang terjadi tidak terlalu besar. Inflasi stabil disebabkan karena banyak faktor seperti harga emas global turun, kurs menguat, dan harga pangan yang fluktuatif karena faktor cuaca.

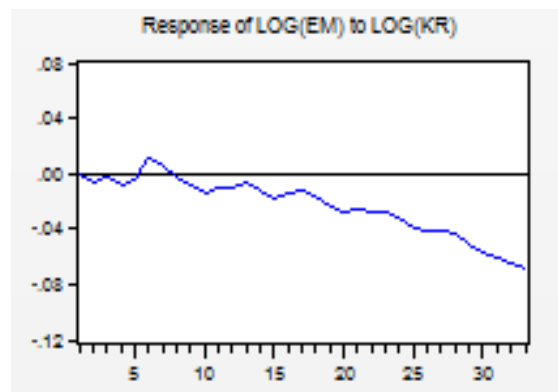
Pada periode ke 13 hingga periode ke-33 respon emisi sukuk korporasi terhadap perubahan inflasi berfluktuatif tetapi cenderung positif di mana inflasi disepanjang tahun 2017 banyak terjadi karena berbagai faktor yaitu seperti pengurangan subsidi listrik 900 VA dan pengurangan subsidi gas elpiji ukuran 3 kg. Meskipun begitu Fund Manager Capital Asset Management yang dikutip dari koran *Republika*, Desmon Silitonga mengatakan, walau terjadi peningkatan, nilai outstanding sukuk korporasi tetap tergolong rendah dan bahkan jika dibandingkan dengan total *outstanding* obligasi korporasi masih kecil. IDX mencatat bahwa total outstanding obligasi korporasi di bulan Juni mencapai Rp 402,54 triliun hal ini disebabkan tidak sembarangan perusahaan bisa menerbitkan sukuk. Perusahaan yang menjalankan bisnisnya tanpa prinsip syariah seperti produsen rokok atau perbankan umum tidak dapat menerbitkan instrumen tersebut. Akibatnya, pangsa pasar sukuk korporasi juga tergolong kecil.

2. *Shocking* Emisi Sukuk Korporasi Terhadap Kurs

Analisis *Impulse Response* yang kedua akan menjelaskan mengenai respon yang diterima emisi sukuk korporasi terhadap *shock* yang diberikan oleh variabel kurs. Ketika kondisi perekonomian dan politik suatu negara adalah stabil maka kurs juga akan stabil, namun apabila kondisi perekonomian dan politik suatu negara baik itu dari faktor luar maupun faktor dalam negeri sedang mengalami permasalahan maka kurs juga akan mengalami kenaikan.

Gambar 5.2

Hasil Impulse Respons Emisi Sukuk Korporasi Terhadap Kurs



Gambar di atas menjelaskan bahwa respon emisi sukuk korporasi terhadap variabel kurs adalah negatif. Dari periode ke-1 hingga periode ke-33 kurs cenderung memberikan respon negatif terhadap emisi sukuk

korporasi meskipun kurs berfluktuasi nilainya. Semakin kurs terdepresiasi maka cadangan devisa akan banyak dikeluarkan untuk membiayai impor.

Hal ini didukung oleh data kurs dari Bank Indonesia bahwasanya tren kurs di Indonesia adalah negatif di mana di akhir tahun 2016 kurs mencapai Rp 13.500,00. Fluktuasi kurs terus terjadi hingga Juni 2017 rupiah terapresiasi di Rp 13.200,00. Namun terus mengalami pelemahan hingga tahun 2018. Berdasarkan keterangan dari Deputy Bidang Statistik Distribusi dan Jasa Badan Pusat Statistik, Yunita Rusanti, pelemahan kurs Rupiah terhadap dolar AS akan berdampak pada meningkatnya harga produk – produk impor dan produk lanjutannya. Menurut Deputy Gubernur Senior Bank Indonesia, Mirza Adityaswara, pelemahan rupiah yang terjadi di tahun 2018 ini disebabkan karena dua faktor. Faktor eksternalnya karena suku bunga acuan yang terus dinaikkan oleh bank sentral AS Federal Reserve dan faktor internalnya karena besarnya defisit neraca transaksi berjalan.

Berdasarkan penjelasan dari Menteri Koordinator Bidang Perekonomian, Darmin Nasution, bahwa fundamental ekonomi Indonesia masih kuat di tengah fluktuasi kurs dolar AS yang per September 2018 sudah mencapai Rp 14.800,00. Seharusnya ketika rupiah melemah, kita akan dapat meningkatkan ekspor sehingga akan adanya *capital in flow*. Tetapi justru ketika rupiah kian melemah ekspor juga ikut turun akibatnya terjadi *capital outflow*. *Capital Outflow* akan menurunkan investasi dan

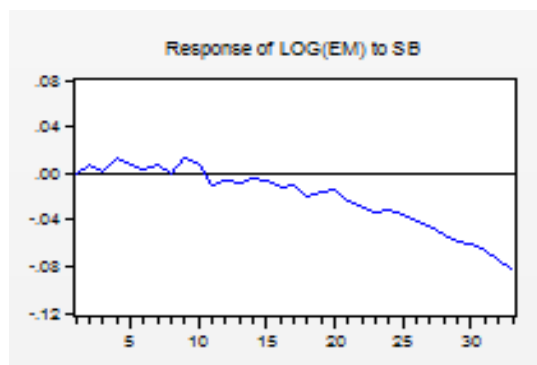
berdampak pada turunnya pertumbuhan sukuk korporasi sehingga emisi sukuk korporasi juga akan turun. Pelemahan nilai tukar rupiah ini karena ada rotasi aset para investor yang diduga dipindah ke negara lain.

3. *Shocking* Emisi Sukuk Korporasi Terhadap SBIS

Analisis *Impulse Response* yang ketiga akan menjelaskan mengenai respon yang diterima emisi sukuk korporasi terhadap *shock* yang diberikan oleh variabel SBIS. Sebagian besar investor menginginkan pendapatan yang besar, oleh karena itu emiten harus dengan sebaik-baiknya memberikan keuntungan yang sesuai dengan harga sukuk tersebut.

Gambar 5.3

Respon Emisi Sukuk Korporasi Terhadap SBIS



Gambar di atas menjelaskan bahwa respon emisi sukuk korporasi terhadap variabel SBIS adalah negatif. Dari periode ke-1 hingga periode ke-10 respon emisi sukuk korporasi terhadap SBIS berfluktuatif dan masih

cenderung positif. Dari periode ke-11 hingga periode ke-33 respon emisi sukuk korporasi terhadap SBIS cenderung negatif di mana Sertifikat Bank Indonesia Syariah merupakan salah satu instrumen syariah yang dapat dijadikan alternatif pilihan investor untuk mengamankan dananya dengan bonus yang dijanjikan di awal. Emiten harus memberikan pendapatan sesuai dari sukuk yang diterbitkannya agar menarik bagi para investor untuk membelinya. Sebagian besar investor menginginkan pendapatan yang besar, oleh karena itu emiten harus dengan sebaik-baiknya memberikan keuntungan yang sesuai dengan harga sukuknya.

Berdasarkan data dari Bank Indonesia, imbal hasil SBIS di awal tahun sebesar 6.8% yang terus berfluktuatif hingga Agustus 2017 turun hingga 5.6% di mana ketika imbal hasil tersebut turun maka para emiten akan menerbitkan sukuknya karena dana yang nantinya dikeluarkan untuk membayar return sukuk menjadi lebih rendah. Imbal hasil SBIS terus berfluktuatif yang kemudian di sepanjang tahun 2018, imbal hasil SBIS meningkat akibatnya emisi sukuk korporasi juga akan turun.

4. Hasil *Variance Decomposition*

Analisis *Variance Decomposition* bertujuan untuk mengukur besarnya kontribusi dari variabel independennya terhadap variabel dependennya. Dalam penelitian ini *Variance Decomposition* difokuskan untuk melihat pengaruh variabel inflasi, kurs, dan SBIS terhadap emisi sukuk korporasi.

Tabel 5.8Hasil Uji *Variance Decomposition*

Variance Decomposition					
Periode	S.E	LOG(EM)	IN	LOG(KR)	SB
1	0.033454	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.052913	91.23515	2.918676	0.857724	4.988449
3	0.065398	77.42967	16.21529	0.563431	5.791615
4	0.086027	61.72078	28.75776	0.679351	8.842105
5	0.091197	58.87827	30.57400	0.787173	9.760556
6	0.095210	57.40721	32.01225	1.552061	9.028484
7	0.100095	56.35297	34.02136	1.404987	8.220684
8	0.104565	53.70854	35.32506	2.008251	8.958148
9	0.110564	53.00418	35.16695	3.816289	8.012580
10	0.117604	51.78568	35.02108	6.090585	7.102649

Sumber : Eviews, Data Diolah

Berdasarkan tabel di atas, pada periode pertama emisi sukuk korporasi sangat dipengaruhi oleh *shock* emisi sukuk korporasi itu sendiri sebesar 100 persen. Sementara itu pada periode pertama, ketiga variabel yaitu inflasi, kurs, dan SBIS belum memberikan pengaruh terhadap emisi sukuk korporasi. Kemudian pada periode ke-2, variabel inflasi memberikan kontribusi *shock* sebesar 2.91 persen terhadap emisi sukuk korporasi begitu juga kontribusi *shock* yang diberikan oleh variabel kurs dan SBIS perlahan mulai mempengaruhi emisi sukuk korporasi sebesar 0.85 persen dan 4.98 persen. Pada periode ketiga, inflasi memberikan kontribusi *shock*

sebesar 16.21 persen cukup tinggi dan mengalami peningkatan yang cukup signifikan dibandingkan periode yang sebelumnya terhadap emisi sukuk korporasi. Kontribusi *shock* yang diberikan oleh variabel kurs terhadap emisi sukuk korporasi mengalami penurunan sebesar 0.56 persen. Variabel SBIS memberikan kontribusi *shock* terhadap emisi sukuk korporasi sebesar 5.79 persen dan kontribusinya terus mengalami peningkatan hingga periode kelima mencapai 9.76 persen.

Shock yang diberikan oleh variabel inflasi terus mengalami peningkatan dari periode ketiga sampai dengan periode kedelapan sebesar 35.3 persen kontribusinya terhadap emisi sukuk korporasi. *Shock* yang diberikan oleh variabel kurs juga mengalami peningkatan dari periode ketiga hingga periode kesepuluh hanya saja peningkatannya tidak terlalu besar. Kontribusi yang diberikan oleh variabel kurs terhadap emisi sukuk korporasi hingga periode kesepuluh hanya sebesar 6.09 persen dan merupakan variabel yang kontribusinya paling kecil mempengaruhi emisi sukuk korporasi dari periode pertama hingga periode kesepuluh. Sedangkan variabel SBIS kontribusinya mengalami penurunan dari periode kedelapan hingga periode kesepuluh mencapai 7.01 persen namun kontribusinya tetap sedikit lebih besar jika dibandingkan oleh variabel kurs. Dan variabel yang kontribusinya sangat mempengaruhi emisi sukuk korporasi adalah variabel inflasi di mana pada periode kesepuluh *shock* yang diberikan oleh inflasi sebesar 35 persen meskipun sedikit mengalami

penurunan dari periode sebelumnya besar kontribusinya tetap yang paling mendominasi.

Hasil dari estimasi VECM juga membuktikan bahwa kondisi makroekonomi di Indonesia menentukan penerbitan dari sukuk itu sendiri, di mana perusahaan sangat tanggap terhadap kondisi makroekonomi di Indonesia. Ketika Indonesia mengalami inflasi dan sedang mengalami depresiasi maka perusahaan juga enggan untuk menerbitkan sukuk sehingga nilai emisi sukuk menjadi berkurang. Padahal berdasarkan teori, sukuk merupakan aset syariah yang tidak terpengaruh oleh goncangan inflasi dan kurs tetapi pada penelitian dari penulis, sukuk sangat rentan terhadap keadaan makroekonomi di suatu negara.

Oleh karena itu dalam penelitian penulis juga menunjukkan perilaku perusahaan dalam menerbitkan sukuk korporasi di Indonesia masih rendah di mana masih ada rasa takut ketika Indonesia sedang mengalami guncangan, yakni takut tidak akan dapat membayar kembali dana sukuk. Dan perusahaan di Indonesia masih lebih menyukai berinvestasi melalui obligasi, di mana ketika berinvestasi dengan obligasi tidak membutuhkan syarat – syarat syariah. Karena seperti yang kita ketahui, dalam menerbitkan sukuk perusahaan tidak boleh yang memproduksi barang – barang haram. Sehingga, emisi obligasi selalu jauh lebih tinggi jika dibandingkan dengan emisi sukuk korporasi. Jadi, masih banyak pertimbangan dari perusahaan untuk mau menerbitkan sukuk karena perusahaan di Indonesia tidak mau rugi.