

## **Analisis Pengaruh Faktor Eksternal dan Internal Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel SR008**

**Cupian**

Universitas Padjadjaran  
cupian@unpad.ac.id

**Muhammad Ikhwan Al Ayyubi**

Universitas Padjadjaran  
muhammad16137@mail.unpad.ac.id

**Alfiah Hasanah**

Universitas Padjadjaran  
alfiah@unpad.ac.id

### ***Abstract***

*Sukuk Retail SR008 was issued in 2016 as one of instrument to finance government deficit in spending . Sukuk Retail SR008 reported to have the largest number of investors and total issuance in the history of retail sukuk in Indonesia. This study investigates the effect of internal and external variables on the trading volume of retail sukuk SR008 in the short and long term. Using a monthly data from June 2016 to February 2019 and use the Vector Error Correction Model (VECM), the independent variables used in this study are, retail sukuk SR008 price and yield, ORI013 retail bond price, mudhorabah profit sharing for one month, and GDP level. The results show that price sukuk retail SR008, yield sukuk retail SR008 and PDB have a positive and significant effect on the trading volume of retail sukuk SR008 in the long run however variable share rate of mudhorabah one-month and price bond retail ORI013 have negative effect. In the short run, all independent variables have no significant effect on the retail sukuk SR008 trading volume.*

**Keywords:** Retail Sukuk, Trading Volume, VECM, Indonesia, Islamic finance

### **PENDAHULUAN**

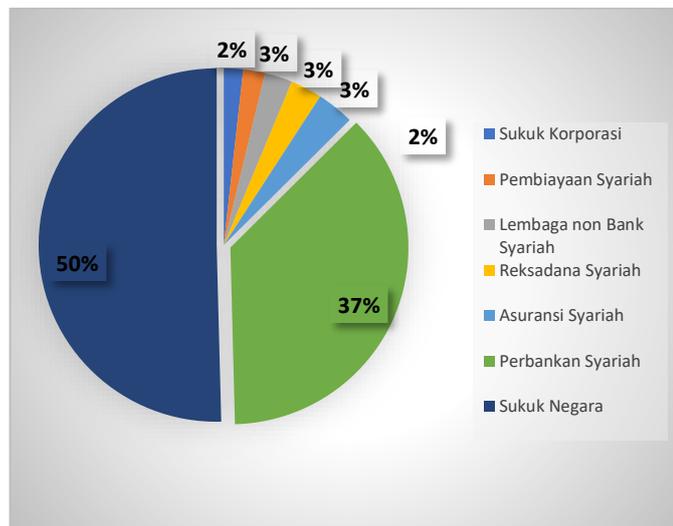
UU No.10 Tahun 1998 yang disahkan oleh Dewan Perwakilan Rakyat memberikan peluang berdirinya perbankan-perbankan syariah lainnya di Indonesia. Berkembangnya industri perbankan syariah mendorong lahirnya lembaga keuangan syariah lainnya di Indonesia. Hal tersebut ditunjukkan dengan hadirnya pasar modal syariah yang ditandai dengan diluncurkannya Jakarta Islamic Indeks sebaga indeks saham syariah pertama di Indonesia. Selain itu, dalam upaya pengembangan pasar modal syariah, hingga saat ini terdapat 17 fatwa dari DSN-MUI yang berkaitan dengan pasar modal syariah. Diterbitkannya fatwa-fatwa tersebut akan mendorong perkembangan alternatif sumber pembiayaan dan menambah alternatif instrumen investasi halal. Setelah itu pasar

keuangan syariah di Indonesia mengalami perkembangan yang pesat hingga dijadikan sebagai pilar utama dalam pembangunan perekonomian negara.

Jika dibandingkan dengan perkembangan aset sektor keuangan syariah lainnya, pasar modal syariah menjadi salah satu yang paling signifikan perkembangannya dalam beberapa tahun terakhir ini. Hal ini disebabkan oleh munculnya berbagai macam produk investasi, salah satunya adalah sukuk. Sukuk terbagi menjadi dua macam yaitu sukuk korporasi dan sukuk negara atau biasa disebut juga SBSN (Surat Berharga Syariah Negara).

**Gambar 1**

**Komposisi Aset Keuangan Syariah Per Januari 2019**



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, 2019

Data per Januari 2020 dari Otoritas Jasa Keuangan menunjukkan setengah dari aset keuangan syariah di Indonesia didominasi oleh sukuk negara dengan nilai Rp. 651,29 triliun. Sedangkan perbankan syariah yang lebih dulu hadir dalam industri keuangan syariah berada di posisi kedua dengan nilai aset sebesar Rp. 479,17 triliun. Disusul dengan asuransi syariah, reksadana syariah, lembaga keuangan non bank syariah, pembiayaan syariah dan sukuk korporasi yang hanya memiliki aset dibawah 4% dari total aset keuangan syariah di Indonesia.

Saat ini, pasar sukuk merupakan pasar terbesar yang dari industri keuangan Islam yang bahkan menggeser perkembangan perbankan syariah (Kusuma & Silva, 2014; Reuters, 2018) Peningkatan sukuk secara global juga menunjukkan peningkatan yang signifikan yang dikuatkan dengan kehadiran delapan negara diluar *Organization of Islamic Cooperation* (OIC) yaitu Francis, Jerman, Luxembourg, Inggris Raya, Singapura, Hong Kong dan Amerika yang tertarik mengeluarkan sukuk di pasar global (Smaoui & Ghouma, 2020)

Sukuk sendiri berasal dari bahasa arab yang merupakan bentuk jamak dari kata sak yang berarti sertifikat. Sukuk adalah sebuah bukti kepemilikan yang menyertakan sebuah aset tertentu atau nilai manfaat dan kepemilikan dari aset investasi tertentu (Widhiarti, 2018). Sukuk merupakan instrument syariah atau surat berharga tanpa bunga dengan kepemilikan *underlying asset* (Bhatti, 2007) atau obligasi syariah (Alam dkk., 2013).

Sukuk Negara yang mendominasi setengah dari total aset keuangan syariah di Indonesia pertama kali diterbitkan pada tahun 2008 senilai Rp. 4.67 triliun. Kehadiran sukuk bukan hanya meningkatkan aset keuangan syariah Indonesia, tetapi juga berperan dalam pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara yang mengalami defisit setiap tahunnya. Kontribusi sukuk negara terhadap pembiayaan APBN juga semakin besar setiap tahunnya, rata-rata dalam setiap tahunnya sukuk negara memiliki kontribusi sebesar 30% terhadap APBN (Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia, 2018).

Penelitian terhadap tingkat permintaan sukuk negara sangat penting karena beberapa hal, pertama Indonesia memiliki jumlah penduduk muslim yang sangat banyak. Negara yang memiliki penduduk muslim yang banyak akan memudahkan perkembangan pasar sukuk (Smaoui & Khawaja, 2017). Kedua, penerbitan sukuk ritel adalah upaya pemerintah untuk mengembangkan performa keuangan syariah dan juga sebagai sarana untuk melakukan financial inclusion dan financial deepening. Ketiga, dengan mengidentifikasi faktor yang mempengaruhi tingkat permintaan sukuk ritel dapat dijadikan masukan untuk pemerintah selaku penerbit dalam proses penawaran sukuk tersebut.

Beberapa penelitian mengenai sukuk ritel telah dilakukan diantaranya (Wafa, 2010) yang menunjukkan bahwa harga sukuk negara ritel harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito bank syariah dan tingkat suku bunga bank umum memiliki pengaruh yang signifikan terhadap permintaan sukuk ritel seri 001. Sementara itu, (Yuliati, 2011) melakukan studi tentang Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk dengan fokus pada sukuk Ritel SR001. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa risiko investasi dan atribut produk islami berpengaruh positif terhadap minat masyarakat untuk berinvestasi.

Selain itu, penelitian dengan fokus kepada negara-negara muslim penerbit sukuk terbesar yaitu Arab Saudi, Indonesia, Qatar, Kuwait, UAE, Bahrain, Malaysia, Brunei, dan Pakistan telah dilakukan oleh (Said & Grassa, 2013) dengan menggunakan data panel 2003 -2012. Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor mekaroekonomi seperti GDP per kapita, economic size dan trade openness mempunyai pengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar sukuk. Sedangkan krisis keuangan memiliki pengaruh negatif terhadap pasar sukuk, hanya krisis keuangan di negara UAE yang tidak memiliki pengaruh terhadap pasar sukuk. Pasar obligasi memiliki hubungan yang positif terhadap pasar sukuk. Kejelasan regulasi dan jumlah penduduk muslim memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pasar sukuk.

Sementara penelitian dengan fokus kepada Sukuk Negara Ritel SR-005 dengan menggunakan data 2013-2016 dan metode VAR/VECM dilakukan oleh (Yusiarmayanti, 2017). Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang yield sukuk negara ritel SR-005, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, dan BI rate memiliki hubungan negatif. Sedangkan tingkat suku bunga deposito bank umum dan GDP memiliki hubungan positif. Variabel yang berpengaruh negatif secara signifikan dalam jangka pendek adalah harga sukuk negara ritel SR-005. Sedangkan yang berpengaruh signifikan secara positif adalah yield sukuk negara ritel SR-005. Selanjutnya, (Suriani dkk., 2018) melakukan analisis perbandingan komparatif antara pasar sukuk dengan obligasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perkembangan pasar sukuk hanya dipengaruhi oleh nilai tukar, sedangkan pasar obligasi dipengaruhi oleh tingkat bunga, nilai tukar dan

tingkat harga. Perkembangan pasar sukuk lebih stabil dibandingkan dengan pasar obligasi di Indonesia.

Hubungan dan pengaruh dari aspek makroekonomi terhadap perkembangan keuangan telah di dukung oleh beberapa studi empiris seperti yang dilakukan oleh (Said & Grassa, 2013), (Bahloul dkk., 2017), (Smaoui & Khawaja, 2017) yang fokus pada sukuk. Studi empiris lain yang mendukung pengaruh makroekonomi terhadap instrumen keuangan yang hampir sama dengan sukuk juga telah dilakukan oleh (Piljak, 2013) dan (Önder & Özyıldırım, 2019).

Penelitian ini akan berkontribusi kepada literatur karena fokus pada sukuk ritel SR008 yang tidak ada dalam penelitian sebelumnya. Berdasarkan penelitian sebelumnya, dapat diidentifikasi bahwa terdapat beberapa faktor internal dan eksternal yang memberikan dari sukuk ritel SR008. Faktor internal berasal dari lingkungan sukuk ritel SR008 itu sendiri, sedangkan faktor eksternal berasal dari luar lingkungan sukuk ritel SR008. Dalam kesempatan ini variabel dependen yang dipilih adalah tingkat permintaan sukuk SR-008 dikarenakan sukuk tersebut memiliki jumlah investor yang paling banyak diantara sukuk ritel lainnya. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah harga dan yield sukuk ritel SR 008 sebagai faktor internal dan juga tingkat GDP, harga obligasi ritel ORI 013 serta tingkat bagi hasil deposito bank syariah. Dengan begitu diharapkan penelitian ini bisa lebih representatif dalam menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat permintaan sukuk ritel di Indonesia.

## STUDI PUSTAKA

### Pasar Modal Syariah

Pasar modal merupakan tempat yang mempertemukan antara pihak yang memiliki modal yang biasa disebut investor dengan pihak yang membutuhkan modal atau yang biasa disebut emiten (Setiawan, 2004). Aktivitas yang terjadi pada pasar modal bertujuan untuk menciptakan lapangan pekerjaan dan juga membuat kegiatan perekonomian yang seimbang. Modal yang ditanamkan pada pasar modal akan digunakan untuk memperbanyak alat produksi sehingga memperbesar skala ekonomi (Manan, 2009).

Pasar modal termasuk bagian dari pasar keuangan yang diperuntukan untuk instrumen keuangan jangka panjang. Sedangkan pasar uang yang juga bagian dari pasar keuangan diperuntukan untuk instrumen keuangan jangka pendek (Sudarsono, 2007). Dalam pasar modal instrumen yang dapat diperjualbelikan bisa dalam bentuk modal atau utang seperti surat berharga, obligasi, waran dan produk turunan lainnya. Produk-produk instrumen keuangan tersebut dapat diterbitkan oleh pemerintah maupun swasta.

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme dan produk yang diperjualbelikan di dalamnya tidak bertentangan dengan prinsip islam

dan terbebas dari hal hal yang dilarang seperti *riba*, *gharar*, *maysir*, dan sebagainya.

Perbedaan yang mendasar dengan pasar modal konvensional adalah produk yang diperjualbelikan di dalamnya juga mencakup produk yang berasal dari emiten yang

tidak memperdulikan aspek halal dan haram. Sehingga tidak terdapat kejelasan

apakah produk tersebut sudah sesuai dengan prinsip islam yang berlaku. (Istiqomah, 2012).

Dalil yang menjadi landasan yang mengatur aktivitas pasar modal syariah terdapat pada potongan surat Al Baqarah ayat 275 yang artinya “Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba” Dengan begitu selama aktivitas dalam pasar modal tidak mengandung riba dan tidak bertentangan dengan aturan yang berlaku dalam islam maka pasar modal syariah diperbolehkan. Sesuai dengan kaidah fiqh muamalah yang menyatakan bahwa “sesuatu aktivitas muamalah pada awalnya mubah atau diperbolehkan sampai ada dalil yang melarangnya.

### **Sukuk**

Sukuk secara bahasa berarti sertifikat yang diambil dari bahasa arab yaitu *sak*. Instrument sukuk telah digunakan oleh masyarakat muslim pada abad pertengahan yang berguna sebagai sertifikat yang berisi kewajiban pembiayaan dalam kegiatan jual beli komersial antar negara. Definisi sukuk menurut (Widhiarti, 2018) merupakan kepemilikan yang menyertakan sebuah aset tertentu atau nilai manfaat dan kepemilikan dari aset investasi tertentu. Sementara dalam fatwa DSN MUI No. 69 menjelaskan tentang surat berharga syariah negara yaitu surat berharga yang diterbitkan sesuai dengan prinsip Islam sebagai bukti atas kepemilikan aset SBSN baik dalam amata uang rupiah maupun valuta asing.

Perbedaan yang mendasar antara sukuk dan obligasi yaitu adanya penyertaan *underlying asset* dalam transaksi sukuk. Adapun diwajibkannya *underlying asset* dalam sukuk adalah sebagai syarat agar dapat diperdagangkan dalam pasar sekunder dan juga untuk menghindari riba. *Underlying asset* yang terdapat dalam transaksi sukuk memberikan peran dalam menentukan jenis struktur sukuk (Kholis, 2017).

Menurut (Sutedi & Tirmizi, 2009) terdapat tiga karakteristik utama yang membedakan sukuk dengan obligasi konvensional yaitu dengan adanya Dewan Pengawas Syariah yang mengawasi setiap proses dari produk sukuk tersebut, berorientasi pada nisbah bagi hasil yang telah disepakati bersama di awal dalam menetapkan pendapatan masing-masing, dan yang terakhir emiten berasal dari jenis industri yang sesuai syariah dan terhindar dari pendapatan yang non halal.

### **Faktor yang Mempengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Ritel**

Dalam teori permintaan harga merupakan salah satu yang mempengaruhi permintaan suatu barang ataupun jasa. Dalam sukuk, tingkat harga memiliki hubungan negatif dengan permintaan sukuk, dimana jika harga sukuk meningkat maka permintaan terhadap sukuk akan menurun dan begitupun sebaliknya ((Yusiarmayanti, 2017).

Selanjutnya, faktor yang mempengaruhi sukuk ritel adalah yield sukuk. Yield sukuk dapat mempengaruhi minat investor dalam membeli sukuk karena dianggap memberikan keuntungan yang menjanjikan di masa depan. Yield sukuk merupakan imbal hasil yang diharapkan oleh investor yang diberikan secara periodik (Fitriyanti, 2014).

Selain itu, faktor lain yang memberikan pengaruh terhadap sukuk ritel adalah harga obligasi. Harga dari suatu surat obligasi dapat dilihat dari nilai nominalnya. Nilai nominal tercantum dalam surat obligasi dan menjadi acuan harga

yang akan dibayarkan oleh penerbit pada saat surat obligasi itu jatuh tempo. Nilai nominal adalah harga yang tercantum pada surat obligasi (Hanafi, 2005). Menurut (Darmadji dkk., 2006) bahwa harga obligasi adalah harga yang dijadikan acuan oleh investor ketika membeli dan menjual obligasi tersebut di pasar modal.

Kemudian tingkat bagi hasil deposito mudharabah yang merupakan salah satu produk investasi dari bank syariah dimana nasabah menyimpan dananya sebagai investasi dalam kurun waktu tertentu sampai jatuh tempo menjadi penentu dari sukuk ritel. Akad yang digunakan dalam produk ini adalah akad mudharabah. Nasabah tidak dapat mengambil dananya sebelum waktu jatuh tempo, jika nasabah tetap ingin menarik dananya maka akan diberikan denda sesuai dengan kesepakatan yang telah ditentukan di awal ((Yusiarmayanti, 2017). Berbeda dengan

sukuk, deposito mudharabah memiliki imbal hasil yang tetap. Besar keuntungan investasi pada deposito mudharabah tergantung seberapa besar dana yang kita investasikan. Jika banyak orang yang menyimpan dananya di deposito mudharabah, hal ini akan mempengaruhi tingkat permintaan instrumen investasi lainnya, salah satunya disini adalah sukuk.

Terakhir adalah Gross Domestic Product. Gross Domestic Product merupakan salah satu indikator dalam mengukur tingkat pertumbuhan ekonomi. Perkembangan kegiatan dalam memproduksi barang atau jasa di masyarakat menunjukkan sebuah pertumbuhan ekonomi (Sukirno, Sadanno 2004). Pertumbuhan ekonomi menjadi peluang bagi pemerintah untuk menarik dana dari masyarakat dengan menawarkan instrumen investasi. Salah satu instrumen investasi yang bisa ditawarkan oleh pemerintah adalah sukuk.

## METODE PENELITIAN

Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari berbagai sumber. Data volume perdagangan sukuk ritel SR008, yield sukuk ritel SR008, harga sukuk ritel SR008, yield obligasi ritel ORI013, dan harga obligasi ritel ORI013 diperoleh dari TICMI (*The Indonesia Capital Market Institute*). Data tingkat GDP dan inflasi diperoleh dari website resmi Badan Pusat Statistik (BPS). Sedangkan data tingkat bagi hasil deposito bank syariah dan data tingkat bagi hasil deposito bank umum di peroleh dari website resmi Otoritas Jasa Keuangan dalam publikasi Statistik Perbankan Syariah dan publikasi Statistik Perbankan. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah dari Juni 2016 sampai Februari 2019.

Data yang digunakan dalam penelitian ini diolah dengan alat analisis *Vector Autoregressive (VAR)/Vector Error Correction Model (VECM)*. Model VAR akan digunakan jika variabel dalam penelitian sudah stasioner. Sedangkan model VECM digunakan ketika semua variabel yang digunakan stasioner pada turunan pertama (*first difference*) dan juga terdapat kointegrasi. Model dalam penelitian ini dapat menjelaskan sebuah hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen. Model dalam penelitian ini diolah menggunakan *software Eviews11*.

*Vector Autoregression* atau VAR adalah salah satu metode yang digunakan untuk data time series pada penelitian ekonomi ataupun sosial. Model VAR ditemukan pertama kali oleh Christopher Sims pada tahun 1980 (M, 2011). Model VAR bisa digunakan dalam permodelan yang terdapat permasalahan eksogenitas,

karena dalam permodelan VAR semua variabel dianggap sebagai endogen dan estimasi dapat dilakukan secara serentak

Variabel yang dianalisis dalam penelitian ini memiliki definisi sebagai berikut :

1. Volume perdagangan sukuk ritel SR008 (Y) adalah Jumlah lembar sukuk ritel SR008 yang ditransaksikan, memiliki satuan miliar kemudian diubah dalam bentuk log natural.
2. Harga sukuk ritel SR008 (X1) adalah Harga sukuk ritel SR008 yang diperdagangkan di pasar sekunder, dinyatakan dalam presentase.
3. Yield sukuk ritel SR008 (X2) adalah Imbal hasil dari sukuk ritel sr008 yang diterima oleh investor setiap bulannya, dinyatakan dalam presentase.
4. Harga obligasi ritel ORI013 (X3) adalah Harga obligasi ritel ORI013 yang diperdagangkan di pasar sekunder pada, dinyatakan dalam presentase.
5. Deposito modhorabah bank syariah waktu satu bulan (X4) adalah Imbalan dari bagi hasil pendapatan berdasarkan nisbah atas penyimpanan deposito waktu satu bulan di bank syariah, dinyatakan dalam presentase.
6. Produk Domestik Bruto (X5) adalah Jumlah nilai dari barang dan jasa yang dihasilkan pada periode tertentu, dinyatakan dalam presentase.

Setelah melakukan uji spesifikasi model data timeseries, model persamaan penelitian yang dimodifikasi model penelitian dari ((Yusiarmayanti, 2017) dengan model sebagai berikut:

$$\begin{bmatrix} \Delta LNVOLSUK_t \\ \Delta PSUK_t \\ \Delta YSUK_t \\ \Delta POBG_t \\ \Delta DEPOMUDHO_t \\ \Delta LNPDB_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_0 \\ \vdots \\ h_0 \end{bmatrix} + \begin{pmatrix} a_{11} & \cdots & a_{16} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{61} & \cdots & a_{66} \end{pmatrix} \begin{bmatrix} \Delta LNVOLSUK_{t-1} \\ \Delta PSUK_{t-1} \\ \Delta YSUK_{t-1} \\ \Delta POBG_{t-1} \\ \Delta DEPOMUDHO_{t-1} \\ \Delta LNPDB_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_1 \\ e_2 \\ e_3 \\ e_4 \\ e_5 \\ e_6 \end{bmatrix}$$

Keterangan :

VOLSUK	:	Volume perdagangan sukuk ritel SR008 (miliar rupiah)
PSUK	:	Harga sukuk ritel SR008 (persen)
YSUK	:	Yield sukuk ritel SR008 (persen)
POBG	:	Harga obligasi ritel ORI 013 ((persen)
DEPOMUDHO	:	Tingkat bagi hasil deposito mudhorabah satu bulan (persen)
PDB	:	Pendapatan total dan pengeluaran total nasional terhadap barang dan jasa (miliar rupiah)
LN	:	Logaritma natural

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Uji Stasioneritas

Sebelum melakukan uji VAR/VECM langkah awal untuk mengolah data time series adalah melakukan uji stasioneritas data. Metode yang digunakan dam uji stasioneritas data menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF).

**Tabel 1**  
**Hasil Uji Stasioneritas**

Variabel	Hasil	Keputusan
	Uji Akar Unit First Different	Uji Akar Unit First Different
LNVOLSUK	0.0000	Stasioner
LNPDB	0.0001	Stasioner
YSUK	0.0000	Stasioner
PSUK	0.0001	Stasioner
POBG	0.0001	Stasioner
DEPMUDHO	0.0006	Stasioner

Sumber :Data Hasil Olahan Peneliti, 2020

Hasil pengujian akar unit pada tingkat *first difference* menunjukkan bahwa semua variabel telah stasioner pada taraf nyata 5% yang dilihat dari nilai mutlak t-ADF lebih besar dari nilai mutlak *MacKinnon Critical Values*-nya pada taraf nyata

### Hasil Estimasi

Hasil dari setimasi VECM memberikan dua output, yaitu melihat hubungan jangka panjang antar variabel, dan juga error-correction atau pergerakan variabel tersebut menuju keseimbangan jangka panjangnya. Dalam penelitian ini menggunakan signifikansi dengan taraf nyata 5%, yaitu t-ADF untuk nilai kritis 5% sama dengan 2,093024. Artinya, jika nilai mutlak t-statistik lebih besar dari pada t-ADF maka variabel berpengaruh signifikan.

**Tabel 2**  
**Hasil Estimasi VECM**

Jangka Panjang		
Variabel	Koefisien	t-statistik
LNPDB	22.55356	6.57270*
YSUK	9.840893	2.57335*
PSUK	9.402553	5.51550*
POBG	-6.437841	-3.90043*
DEPMUDHO	-21.84807	-3.49488*
Jangka Pendek		
Variabel	Koefisien	t-statistik
CointEq1	-0.153874	-0.79031
LNPDB	3.057640	1.76259
YSUK	0.256802	0.40076
PSUK	0.017114	0.04105
POBG	0.326297	0.70299
DEPMUDHO	0.445764	0.52833

Keterangan : tanda \* signifikan pada taraf nyata 5%

Sumber :Data Hasil Olahan Peneliti, 2020

Berdasarkan Tabel 2, dapat diketahui bahwa dalam jangka pendek tidak ada satu variabel yang berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR008. Menurut Firdaus (2011) suatu variabel bereaksi terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (*lag*) dan pada umumnya reaksi suatu

variabel terhadap variabel lainnya terjadi dalam jangka panjang. Sedangkan pada jangka panjang semua variabel independen yaitu tingkat PDB (LNPDB), yield sukuk ritel SR008 (YSUK), harga sukuk ritel SR008 (PSUK), harga obligasi ritel ORI013 (POBG), dan tingkat bagi hasil deposito mudharabah berjangka watu satu bulan berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR008.

### **Pengaruh PDB terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR008**

Berdasarkan estimasi VECM yang telah dilakukan, pada jangka panjang variabel PDB (LNPDB) mempunyai pengaruh positif terhadap variabel LNVOLSUK dengan koefisien 22.55356. Dapat diartikan, apabila terjadi kenaikan pada PDB sebesar 1% akan meningkatkan volume perdagangan sukuk negara ritel SR-008 sebesar 22.55356% dengan asumsi variabel lainnya tetap. Hal ini sesuai dengan penelitian (Said & Grassa, 2013) dan (Nuhbatul & Hadri, 2021) bahwa GDP per kapita mempunyai pengaruh positif terhadap pertumbuhan pasar sukuk. Hal ini juga dapat dijelaskan secara teoritis bahwa pertumbuhan ekonomi suatu negara diidentikan dengan peningkatan pendapatan masyarakat. Jika peningkatan pada masyarakat meningkat maka dana yang dialokasikan untuk aktivitas investasi juga semakin besar. Hal tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan GDP akan meningkatkan volume perdagangan sukuk. Selain itu, peningkatan pendapatan perkapita dapat meningkatkan pendidikan masyarakat yang mana akan memperluas informasi dan pengetahuan terkait investasi khususnya adalah sukuk ritel. Hasil penelitian ini didukung oleh beberapa penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi yang di proksi dengan menggunakan GDP perkapita memberikan pengaruh signifikan terhadap perkembangan keunagan, baik konvensional (González dkk., 2018) dan di dalam keuangan islam (Lee dkk., 2016).

### **Pengaruh Yield Sukuk Ritel SR008 terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR008**

Berdasarkan estimasi VECM yang telah dilakukan, pada jangka panjang variabel yield sukuk ritel SR008(YSUK) mempunyai pengaruh positif terhadap variabel LNVOLSUK dengan koefisien 9.840893. Dapat diartikan, apabila terjadi kenaikan pada yield sukuk ritel SR008 sebesar 1% akan meningkatkan volume perdagangan sukuk negara ritel SR008 sebesar 9.840893% dengan asumsi variabel lainnya tetap. Hal ini sesuai dengan penelitian (Yusiarmayanti, 2017) dimana yield sukuk ritel SR005 berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk rotel SR005 dalam jangka panjang. Pengaruh positif antara yield sukuk terhadap volume perdagangan sukuk ritel disebabkan adanya faktor risiko likuiditas yang akan diterima oleh investor apabila menjual sukuk di pasar sekunder pada waktu sebelum jatuh tempo (Fatiyani, 2019). Selain itu, peningkatan perdagangan sukuk ritel SR008 sejalan dengan peningkatan *return* yang disyaratkan investor dari suatu investasi (Hastin dkk., 2013).

### **Pengaruh Harga Sukuk Ritel SR008 terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR008**

Berdasarkan estimasi VECM yang telah dilakukan, pada jangka panjang variabel harga sukuk ritel SR008(YSUK) mempunyai pengaruh positif terhadap variabel LNVOLSUK dengan koefisien 9.402553. Dapat diartikan, apabila terjadi kenaikan pada harga sukuk ritel SR008 sebesar 1% akan meningkatkan volume perdagangan sukuk negara ritel SR-008 sebesar 9.402553% dengan asumsi

variabel lainnya tetap. Hal ini sesuai dengan penelitian (Wafa, 2010) dimana harga sukuk ritel seri 001 berpengaruh positif terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR001. Hal ini juga dapat dijelaskan secara teoritis bahwa semakin tinggi harga sebuah produk mengindikasikan banyaknya jumlah produk yang diperdagangkan. Tingginya frekuensi perdagangan pada pasar terjadi apabila terdapat keyakinan yang kuat akan kenaikan harga. Oleh karena itu, ketika harga sukuk meningkat maka akan meningkatkan volume perdagangan sukuk.

### **Pengaruh Harga Obligasi Ritel ORI013 terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR008**

Berdasarkan estimasi VECM yang telah dilakukan, pada jangka panjang variabel harga obligasi ritel ORI013(POBG) mempunyai pengaruh negatif terhadap variabel LNVOLSUK dengan koefisien 6.437841. Dapat diartikan, apabila terjadi kenaikan pada harga sukuk ritel SR008 sebesar 1% akan menurunkan volume perdagangan sukuk negara ritel SR-008 sebesar 6.437841% dengan asumsi variabel lainnya tetap. Kondisi ini juga dapat dijelaskan secara teoritis bahwa ketika harga produk lain yang memiliki hubungan sebagai barang pengganti (substitusi) yang disini diwakili oleh harga obligasi ritel meningkat, maka akan meningkatkan volume perdagangan obligasi ritel tersebut. Hal ini mengindikasikan banyak insvestor yang mengalokasikan dananya untuk berinvestasi pada obligasi ritel yang berpengaruh terhadap menurunnya volume perdagangan sukuk ritel.

### **Pengaruh Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah Berjangka Waktu Satu Bulan terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR008**

Berdasarkan estimasi VECM yang telah dilakukan, pada jangka panjang variabel tingkat bagi hasil mudharabah berjangka waktu satu bulan (DEPMUDHO) mempunyai pengaruh negatif terhadap variabel LNVOLSUK dengan koefisien 21.84807. Dapat diartikan, apabila terjadi kenaikan pada tingkat bagi hasil mudharabah berjangka waktu satu bulan sebesar 1% akan menurunkan volume perdagangan sukuk negara ritel SR-008 sebesar 21.84807% dengan asumsi variabel lainnya tetap. Hal ini sesuai dengan penelitian (Yusiarmayanti, 2017) dimana tingkat tingkat bagi hasil mudharabah berjangka waktu satu bulan berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR005. Kondisi ini juga dapat dijelaskan secara teoritis, bahwa ketika tingkat suku bunga deposito meningkat maka investor akan memilih instrumen investasi yang memberikan tingkat bagi hasil yang lebih tinggi. Oleh karena itu, dalam jangka panjang terjadinya kenaikan pada bagi hasil deposito *mudharabah* akan menurunkan volume perdagangan sukuk.

### **Uji Kelayakan**

Tahapan ini dilakukan untuk menguji kelayakan model VECM dengan Uji Portmanteau. Uji ini melihat apakah residual dalam model bersifat white noise atau dengan kata lain, tidak ada korelasi dari faktor residual terhadap model penelitian.

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Kelayakan Model**

Lag	Q-Stat	Prob
-----	--------	------

(1)	(2)	(3)
1	16.73879	----
2	39.80961	----
3	73.37845	0.2491
4	100.8996	0.5122
5	134.6713	0.5643
6	166.3669	0.6478
7	206.7596	0.5503
8	226.0228	0.8149
9	244.7094	0.9471
10	270.9621	0.9738
11	297.6084	0.9867
12	319.6443	0.9961
13	336.2417	0.9995
14	355.8685	0.9999
15	374.6008	1.0000
16	386.9287	1.0000
17	405.2184	1.0000
18	422.0462	1.0000
19	434.5184	1.0000
20	446.5980	1.0000

Sumber :Data Hasil Olahan Peneliti, 2020

Berdasarkan tabel 3 menunjukkan sampai ke lag 20 tidak terdapat komponen autokorelasi yang signifikan pada taraf nyata 5%, hal ini dibuktikan dengan tidak adanya p value di setiap lag lebih besar dari nilai taraf nyata 5%, yang berarti *error* tidak saling berkorelasi atau model sudah layak.

## PENUTUP

### Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh harga sukuk ritel SR008, yield sukuk ritel SR008, harga obligasi ritel ORI013, tingkat bagi hasil deposito mudhorabah satu bulan dan tingkat PDB terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-008. Berdasarkan data yang telah dikumpulkan dan pengujian dengan metode VAR/VECM menunjukkan dalam jangka panjang, harga sukuk negara ritel SR-008 berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-008. Tingginya harga sukuk ritel menunjukkan likuiditas sukuk ritel tersebut, dimana semakin likuid sukuk ritel maka akan meningkatkan tingkat permintaan sukuk ritel tersebut. *Yield* sukuk negara ritel SR008 berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR008. Investor akan memilih instrumen investasi yang dapat memberikan keuntungan yang lebih besar di masa depan, dengan begitu semakin tinggi yield sukuk ritel maka akan meningkatkan jumlah permintaan sukuk ritel tersebut. PDB berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR008. Kondisi perekonomian suatu negara sangat mempengaruhi jumlah uang yang beredar, semakin banyak uang yang beredar maka semakin besar kemungkinan dana akan disalurkan pada instrumen investasi, salah satunya sukuk ritel. Harga obligasi ritel ORI013 berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk ritel SR008. Hal ini menunjukkan sukuk dan obligasi memiliki hubungan sebagai

barang substitusi, dimana jika terjadi peningkatan permintaan akan menurunkan permintaan barang lainnya. Tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* waktu satu bulan berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-008. Jika tingkat bagi hasil deposito *mudharabah* lebih tinggi, maka investor cenderung memilih deposito *mudharabah* dibandingkan sukuk.

### Saran

Berdasarkan dari kesimpulan yang telah dipaparkan, maka peneliti dapat menyampaikan beberapa saran Hasil FEVD menunjukkan bahwa tingkat PDB memiliki kontribusi terbesar dalam memberikan guncangan terhadap variabel volume perdagangan sukuk ritel SR008. Oleh karena itu hal ini bisa dijadikan pertimbangan dalam penerbitan sukuk ritel dengan memperhatikan kondisi perekonomian yang sedang dan prediksi yang akan terjadi. faktor-faktor yang mempengaruhi volume perdagangan sukuk ritel SR008 yang memiliki hubungan positif ataupun negatif dapat dijadikan sebagai pertimbangan untuk investor ataupun manager investasi dalam pengambilan keputusan. Selain itu, untuk penelitian selanjutnya disarankan memperluas variabel dan memperbarui sukuk yang ada dengan seri yang lainnya.

### DAFTAR PUSTAKA

- Alam, N., Hassan, M. K., & Haque, M. A. (2013). Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests. *Borsa Istanbul Review*, 13(3), 22–29. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2013.10.006>
- Bahloul, S., Mroua, M., & Naifar, N. (2017). The impact of macroeconomic and conventional stock market variables on Islamic index returns under regime switching. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 62–74. <https://doi.org/10.1016/J.BIR.2016.09.003>
- Bhatti, I. (2007). Sukuk and the bonding of Islamic finance . *Monash Business Review*, 3(1), 17–18. <https://doi.org/10.2104/mbr07004>
- Darmadji, Tjiptono, & Fakhruddin, H. M. (2006). *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Penerbit Salemba Empat.
- Fatiyani, L. I. (2019). Pengaruh Variabel Makroekonomi, Yield dan Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah Terhadap Nilai Outstanding Sukuk Ritel Negara SR Seri-008 Di Indonesia Tahun 2016 – 2019. *Skripsi*.
- Fitriyanti. (2014). *Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Tingkat Imbal Hasil Sukuk Negara Seri Ritel di Indonesia*.
- González, M., Nave, J., & Rubio, G. (2018). Macroeconomic determinants of stock market betas. *Journal of Empirical Finance*, 45, 26–44. <https://doi.org/10.1016/J.JEMPFIN.2017.10.003>
- Hanafi, Mamduh. M. (2005). *Manajemen Keuangan* (Bhakti, Ed.; 5 ed., hlm. 113). Profesindo.
- Hastin, M., Idris, I., & Aimon, H. (2013). Analisis Pasar Obligasi Pemerintah Di Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi*, 1(2), 7106.
- Istiqomah. (2012). *Dinamika Interaksi antara Variabel Moneter dan Pasar Modal Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia*.

- Kholis, N. (2017). *Studi Komparatif Antara Kinerja Sukuk Korporasi dan Obligasi Korporasi yang Tercatat di BEI Tahun 2011-2015*.
- Kusuma, K. A., & Silva, A. C. (2014). Sukuk Markets A Proposed Approach for Development. *Policy Research Working Paper Series, December*, 41.
- Lee, C. C., Chang, C. H., Arouri, M., & Lee, C. C. (2016). Economic growth and insurance development: The role of institutional environments. *Economic Modelling*, 59, 361–369. <https://doi.org/10.1016/J.ECONMOD.2016.08.010>
- M, F. (2011). *Aplikasi Ekonometrika Untuk Data Panel dan Time Series*. IPB Press.
- Manan, A. (2009). *Aspek Hukum Dalam Penyelenggaraan Investasi Di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Kencana.
- Nuhbatul, B., & Hadri, K. (2021). Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach\*. *Ibnu QIZAM / Journal of Asian Finance*, 8(2), 201–0211. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0201>
- Önder, Z., & Özyıldırım, S. (2019). Foreign banks and short-term macroeconomic fluctuations: Do financial development and regions matter? *Economic Systems*, 43(1), 63–76. <https://doi.org/10.1016/J.ECOSYS.2018.08.007>
- Piljak, V. (2013). Bond markets co-movement dynamics and macroeconomic factors: Evidence from emerging and frontier markets. *Emerging Markets Review*, 17, 29–43. <https://doi.org/10.1016/J.EMEMAR.2013.08.001>
- Reuters, T. (2018). Islamic Finance Development Finance, Towards Sustainability. *The Journal of Islamic Accountancy*, 2(1), 56–60.
- Said, A., & Grassa, R. (2013). *The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?*
- Smaoui, H., & Ghouma, H. (2020). Sukuk market development and Islamic banks' capital ratios. *Research in International Business and Finance*, 51, 101064. <https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2019.101064>
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2017). The Determinants of Sukuk Market Development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1501–1518. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1224175>
- Sudarsono, H. (2007). *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah Deskripsi dan Ilustrasi* (hlm. 184). Ekonosia.
- Suriani, S., Shabri, M., Majid, A., & Masbar, R. (2018). *Macroeconomic Determinants of the Capital Market in Indonesia: A Comparative Analysis between Sukuk and Bonds Markets*. <https://doi.org/10.6007/IJAREMS/v7-i2/4112>
- Sutedi, A., & Tirmizi. (2009). *Aspek hukum obligasi dan sukuk*. Sinar Grafika.
- Wafa, M. A. K. (2010). Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-I (Periode Maret 2009-Juni 2010). *La\_Riba*, 4(2), 161–178. <https://doi.org/10.20885/lariba.vol4.iss2.art2>
- Widhiarti, R. K. (2018). *Pengaruh Sukuk terhadap Produk Domestik Bruto, Indeks Harga Konsumen, dan Indeks Harga Produsen di Indonesia*.
- Yuliati, L. (2011). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk. *Walisongo: Jurnal Penelitian Sosial Keagamaan*, 19(1), 103. <https://doi.org/10.21580/ws.19.1.214>

**Cupian, M.Ikhwan al-Ayyubi dan Alfiah hasanah, Analisis Pengaruh Faktor.....**

Yusiarmayanti, R. (2017). *Fakto-faktor yang Memengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel SR-005 Di Indonesia 2013-2016.*