Jurnal Ekonomika dan Bisnis Islam
E-ISSN: 2686-620X
Halaman 15-28

Volume 5 Nomor 3,
Tahun 2022

KONTRIBUSI VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP SUKUK PERUSAHAAN DI INDONESIA PERIODE 2011-2021

Sandi Mulyadi
Magister Ekonomi Syariah, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta, Indonesia
Email: sandimulyadi0406@gmail.com
Icha Apriliza
Pascasarjana, Universitas Islam Negeri Sunan Gunung Djati, Bandung, Indonesia
Email: aprilizaicha@gmail.com
Asep Suryanto
Ekonomi Syariah, Universitas Siliwangi, Tasikmalaya, Indonesia
Email: asepsuryanto@unsil.ac.id

Abstrak

Penelitian ini didasari kondisi sukuk perusahaan di Indonesia pada saat pandemi dengan tujuan mendeskripsikan kondisi variabel makro ekonomi terhadap sukuk perusahaan di Indonesia saat sebelum dan selama pandemi dengan menggunakan variabel makroekonomi. Metode yang digunakan dalam penelitian ini deskriptif kuantitatif dengan menganalisis data sekunder yang diolah menggunakan *Eviews* 10 dengan metode VECM dan menggunakan data *time series* kuartalan dari tahun 2011-2021. Hasil olah data menggunakan VECM menunjukkan beberapa temuan, yaitu: variabel PDB, JUB, suku bunga, dan inflasi berpengaruh negatif, sedangkan ISSI dan kurs berpengaruh positif pada sukuk perusahaan dalam jangka panjang, sedangkan dalam jangka pendek tidak berpengaruh signifikan pada sukuk perusahaan di Indonesia. Sedangkan berdasarkan pengujian menggunakan FEDV, kontribusi terhadap pertumbuhan sukuk perusahaan adalah PDB (0.01%), kurs (2.03%), JUB (3.57%), ISSI (0.25%), suku bunga (2.41%), dan inflasi (0.08%). Implikasi secara teoritis dapat menggambarkan kondisi sukuk perusahaan saat pandemi dan memberikan gambaran tentang variabel makroekonomi yang mempengaruhi perkembangan sukuk perusahaan. secara praktis, pemerintah perlu menjaga stabilitas ekonomi secara makro sehingga bisa mengembangkan sukuk perusahaan yang berdampak pada pengembangan ekonomi dan keuangan syariah di Indonesia.

Kata Kunci : Sukuk Perusahaan, Variabel Makroekonomi, Metode VECM

Abstract

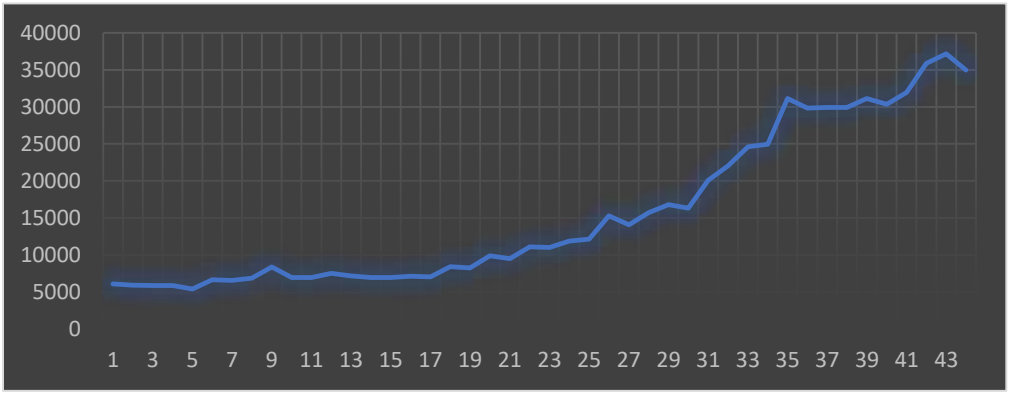
The basis of the research the issue of research on the condition of corporate Sukuk in Indonesia during the pandemic to describe the condition of macroeconomic variables on corporate Sukuk in Indonesia before and during this pandemic. The method used in this research is descriptive quantitative by analyzing secondary data which is processed using Eviews 10 with the VECM method and using quarterly time series data from 2011-2021. The results of data processing using VECM show several findings, namely: GDP, JUB, interest rates, and inflation variables have a negative effect, while ISSI and the exchange rate have a positive effect on corporate Sukuk in the long term, while in the short term they have no significant effect on corporate Sukuk in Indonesia. Meanwhile, based on testing using FEDV, the contribution to the growth of corporate Sukuk is GDP (0.01%), the exchange rate (2.03%), JUB (3.57%), ISSI (0.25%), interest rates (2.41%), and inflation (0.08%). Theoretical implications can describe the condition of corporate Sukuk during a pandemic and provide an overview of the macroeconomic variables that affect the development of corporate Sukuk. Practically speaking, the government needs to maintain macroeconomic stability so that it can develop corporate Sukuk that have an impact on the development of the Islamic economy and finance in Indonesia.

Keywords: *Corporate Sukuk, Macroeconomic Variables, VECM Method*

Mulyadi, S., Aprilia, I., & Suryanto, A. (2022). Kontribusi Variabel Makroekonomi Terhadap Sukuk Perusahaan di Indonesia Periode 2011-2021. *Jurnal Ekonomika dan Bisnis Islam*, 5(3), hl. 15-28

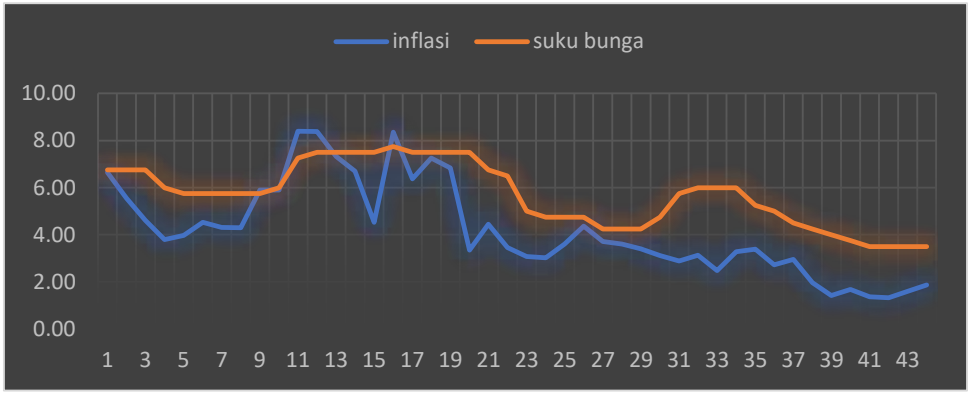
1. PENDAHULUAN

Kondisi pasar modal syariah dengan aset keuangan syariah terbesar yaitu Rp. 1.235 triliun diikuti oleh bank syariah dengan aset senilai Rp. 693 triliun, kemudian aset institusi keuangan non-bank syariah yang bersumber dari asuransi syariah, lembaga pembiayaan syariah dan lembaga non-bank syariah lainnya yang memiliki total aset sebesar Rp. 120 triliun. Oleh karena itu, penulis dapat menyimpulkan bahwa peran industri keuangan syariah terbesar di Indonesia dikuasai oleh industri pasar modal syariah (sukuk) dan perbankan syariah (OJK, 2021). Hal ini dapat dilihat dari peningkatan jumlah produk, nilai kapitalisasi dan *market share* efek syariah, yaitu saham syariah, sukuk korporasi, sukuk negara dan reksadana syariah. Pada tahun 2020, terdapat 441 saham syariah dengan nilai aset sebesar Rp. 3.344 triliun, 162 sukuk korporasi dengan nilai aset Rp. 30 triliun, 289 reksadana syariah dengan nilai aset sebesar Rp. 74 triliun dan 68 sukuk negara dengan total aset sebesar Rp. 971 triliun (OJK, 2020).



Gambar 1 Perkembangan sukuk korporasi
Sumber: OJK, diolah 2022

Berdasarkan gambar tersebut, diketahui bahwa sukuk korporasi terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahunnya dan berdasarkan data OJK sukuk korporasi memiliki kontribusi besar terhadap aset keuangan syariah selain saham syariah dengan *market share* tertinggi, yaitu saham syariah sebesar 48%, sukuk negara 19%, reksadana syariah 13% dan sukuk korporasi sebesar 6% (OJK, 2020).

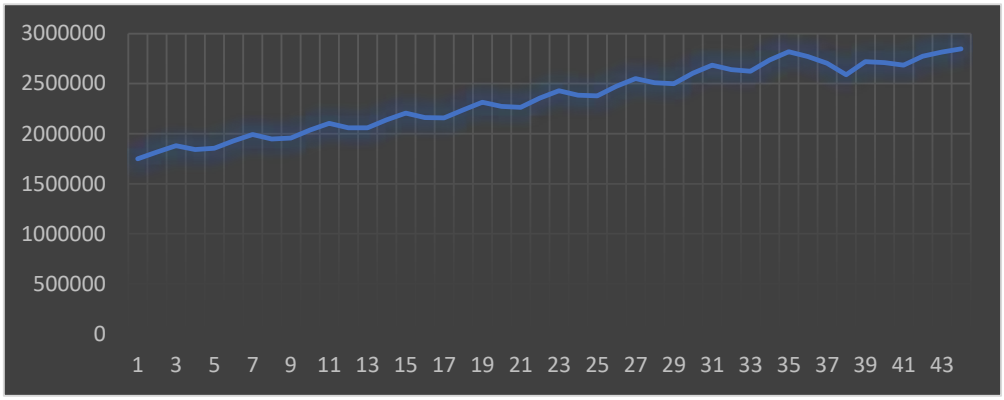


Gambar 2 Perkembangan inflasi dan suku bunga
Sumber: BI, diolah 2022

Gambar tersebut menjelaskan kondisi perkembangan inflasi dan suku bunga di Indonesia, yang menjelaskan bahwa kondisi suku bunga dari tahun ke tahun mengalami fluktuatif dan pada 2021 mengalami penurunan begitu juga dengan inflasi tidak terlalu beda dengan suku bunga karena dipengaruhi oleh pandemi yang berdampak pada perekonomian masyarakat, suku bunga dan inflasi digunakan sebagai salah satu variabel makroekonomi yang mempengaruhi perkembangan sukuk perusahaan dalam penelitian ini.

Pembangunan keuangan dianggap sebagai elemen strategis yang memainkan peran mendasar dalam proses pembangunan ekonomi. Sektor keuangan terutama diatur karena dianggap sebagai pendukung ekonomi (Mishkin, 2010). Pengembangan sektor keuangan syariah diharapkan dapat menjadi fungsi intermediasi keuangan yang dapat mengembangkan dan menciptakan perekonomian yang lebih baik. Menurut King & Levine (1993) sektor keuangan secara signifikan mampu memicu pertumbuhan ekonomi dengan mengarahkan modal sektor keuangan yang produktif.

Kondisi PDB Indonesia dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 3 Perkembangan PDB
Sumber: BPS, diolah 2022

Berdasarkan gambar di atas menjelaskan bahwa PDB Indonesia mengalami pertumbuhan yang positif setiap periodenya, terlihat dari meningkatnya PDB. Oleh sebab itu memiliki dampak pada meningkatnya sukuk yang dapat menggambarkan perkembangan sukuk perusahaan di Indonesia. Itu juga menggambarkan terdapat efisiensi dari kebijakan ekonomi dan keuangan di Indonesia. Tujuan pertumbuhan sukuk adalah untuk meningkatkan rasio tabungan domestik pada pendapatan, untuk meningkatkan sistem keuangan dalam mengoptimalkan peluang profit investor serta memperkuat proses akselerasi dan pemanfaatan tabungan. Perkembangan sukuk perusahaan dengan merencanakan dan mengimplementasikan suatu kebijakan untuk mengoptimalkan tingkat moneter dalam perekonomian (Fauzi, 2019; Yuliani et al., 2020). Hal ini dapat mengurangi kesenjangan pendapatan. Langkah-langkah pengembangan sektor keuangan juga digunakan dalam lingkup sektor perbankan dan sukuk (Mahfiroh & Ratno, 2021).

Studi yang dilakukan dengan menggunakan studi kasus di Indonesia juga dipublikasikan oleh Aisyaturrahmah & Aji (2021) menunjukkan bahwa sukuk memiliki hubungan negatif dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Hal ini karena sistem keuangan Indonesia relatif rendah. Menurut riset yang dilakukan oleh Panjawa &

Widianingrum (2018) dikatakan bahwa rendahnya rasio jumlah uang beredar terhadap pendapatan nasional Indonesia telah memperburuk kondisi sektor keuangan Indonesia dan gagal mengalokasikannya secara efisien terhadap pendapatan pemerintah bagi perekonomian.

Selain dari sektor keuangan, sukuk perusahaan juga memiliki pengaruh terhadap variabel makroekonomi seperti kurs, inflasi dan suku bunga, dimana sukuk perusahaan suatu negara ditandai dengan adanya naik turun kurs, inflasi dan suku bunga dalam perekonomian yang disebabkan oleh naik turunnya pendapatan masyarakat (Munir & Rosyidah, 2021). Seperti Penelitian yang dilakukan Kewal (2012) melakukan penelitian terhadap investasi dengan tingkat bunga, pendapatan nasional, dan nilai tukar sebagai variabel bebas, dan juga Cupian et al., (2020) melakukan riset dengan menguji hubungan antar variabel yaitu sukuk perusahaan dan pertumbuhan ekonomi. Kondisi perekonomian suatu negara dipengaruhi oleh keadaan ekonomi, sosial dan politik negara tersebut, studi ini melakukan kombinasi antara keadaan keuangan sebelum dan saat pandemi hingga *era new normal* dengan tujuan untuk mengetahui apakah kondisi pandemi ini memiliki pengaruh terhadap sukuk perusahaan di Indonesia (Habibi, 2020; Sihotang & Hasanah, 2021).

2. METODE PENELITIAN

Pada penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Data yang dikumpulkan menggunakan beberapa instrumen penelitian. Data kemudian dianalisis dengan menggunakan *software Eviews* 10 yang bertujuan untuk menguji hipotesis yang telah dirumuskan (Sekaran, 2019; Sugiyono, 2019). Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh dan kontribusi produk domestik bruto, kurs, jumlah uang beredar, indek saham syariah Indonesia, suku bunga, dan inflasi terhadap sukuk perusahaan pada masa sebelum dan selama pandemi.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data yang digunakan diperoleh dari website BPS, BI, kemenkeu, BEI dan OJK. Data sekunder dalam penelitian ini merupakan data *time series* kuartalan dari tahun 2011 sampai 2021. Sehingga sampel dalam penelitian ini berjumlah 44 sampel/variabel dengan total 308 sampel. Analisis data dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) yang dioperasikan menggunakan *software Eviews* 10. Metode VECM sendiri merupakan pemodelan persamaan yang memperlihatkan setiap variabel dependen yang dijelaskan oleh kelambanan, masa lalu, dan nilai lag dari variabel lain yang berada pada model.

Model VECM dirumuskan sebagai berikut:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_t - 1 + A_2 Y_t - 2 + \cdots + APY_t - p + e_t \quad (1)$$

Keterangan:

Y_t = Vektor variabel tak bebas ($Y_{1.t} Y_{2.t} Y_{3.t}$)

A_0 = Vektor intersep berukuran n x 1

A_1 = Vektor parameter berukuran n x 1

e_t = Vektor residual ($\sum t.1 \sum t.2 \sum t.3$) berukuran n x 1

Model persamaannya yaitu:

$$SP = \alpha_0 + \sum_{l-1}^{6} \alpha_1 pdb_{t-1} + \sum_{l-1}^{6} \alpha_2 kurs_{t-1} + \sum_{l-1}^{6} \alpha_3 jub_{t-1} + \sum_{l-1}^{6} \alpha_4 issi_{t-1} + \sum_{l-1}^{6} \alpha_5 sb_{t-1} + \sum_{l-1}^{6} \alpha_6 inf_{t-1} + \mu_{iT}$$

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil olah data menjelaskan setiap variabel dependen dan independen yang dijelaskan oleh statistik deskriptif, stasioneritas data, lag yang optimal, stabilitas, kointegrasi, respon terhadap guncangan, pengaruh jangka panjang maupun jangka pendek dan kontribusi variabel PDB, kurs, JUB, ISSI, Inflasi dan Suku Bunga terhadap Sukuk Perusahaan. Hasil dari statistik deskriptif dapat digambarkan sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Sukuk	9.312667	10.52299	8.595820	0.646717
PDB	14.67692	14.86138	14.37440	0.143758
Kurs	9.497510	9.703022	9.059169	0.174584
JUB	15.37103	15.83999	14.71215	0.311934
ISSI	5.114091	5.247918	4.748578	0.140342
Inflasi	3.665000	8.400000	1.330000	1.982647
SB	5.750000	7.750000	3.500000	1.353144

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan tabel di atas, menunjukkan bahwa dalam kurun waktu 2011 hingga 2021, variabel sukuk memiliki nilai tertinggi 10.52299 dan nilai minimal 8.595820. Variabel ini memiliki median nilai 9.312667 dengan standar deviasi 0.646717. Variabel PDB memiliki nilai tertinggi 14.86138 dan nilai minimal 14.37440. Variabel ini memiliki median nilai 14.67692 dengan standar deviasi 0.143758. Sedangkan kurs memiliki nilai tertinggi 9.703022 dan nilai minimal 9.059169, dan memiliki nilai rata-rata 9.497510 dengan standar deviasi 0.174584. Variabel JUB memiliki nilai terkecil yaitu 14.71215. Sedangkan terbesarnya adalah 15.83999. Variabel ini memiliki median nilai 15.37103 dengan standar deviasi 0.311934.

Variabel ISSI memiliki nilai tertinggi 5.247918 dan nilai minimal 4.748578, variabel ini pada periode awal 2011 hingga 2021 dengan nilai median 5.114091 dengan standar deviasi 0.140342. Sedangkan untuk variabel inflasi mempunyai nilai terbanyak adalah 8.400000 dan nilai minimal 1.330000. Variabel ini juga memiliki nilai rata-rata 3.665000 dengan standar deviasi 1.982647. Sedangkan variabel suku bunga memiliki nilai paling tinggi 7.750000 dan nilai minimal 3.500000. Variabel ini memiliki nilai rata-rata 5.750000 dengan standar deviasi 1.353144. Dalam deskripsi tersebut, dapat menjelaskan variabel makroekonomi pada sukuk perusahaan di Indonesia.

Tabel 2. Uji Stasioneritas ADF

	Level			*First Difference*		
Variabel	ADF Test	Critical Values (5%)	Prob.	ADF Test	Critical Values (5%)	Prob.
Sukuk	0.621826	-2.933158	0.9887	-9.436226	-2.933158	0.0000*
PDB	-1.710462	-2.935001	0.4186	-11.06989	-2.935001	0.0000*
Kurs	-2.112917	-2.933158	0.2408	-8.969830	-2.933158	0.0000*
JUB	-3.233874	-2.933158	0.0249	-9.022617	-2.933158	0.0000*
ISSI	-2.461484	-2.931404	0.1318	-6.818425	-2.933158	0.0000*
Inflasi	-1.259055	-2.933158	0.6396	-8.973287	-2.933158	0.0000*
SB	-1.255123	-2.933158	0.6413	-4.339217	-2.933158	0.0013*

Sumber: Data diolah, 2022,

Adapun hasil uji stasioneritas pada tingkat level menunjukkan tidak stasioner karena di atas error 0.05, sedangkan pada tingkat *first difference* menggunakan metode ADF memperoleh bahwa seluruh seluruh variabel menunjukkan data yang stasioner pada tingkat *first difference*. Sehingga metode stasioneritas yang digunakan pada penelitian ini menggunakan hasil uji stasioneritas pada metode ADF *first difference*. Hal tersebut digunakan agar variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki tingkatan yang sama.

Tabel 3. Hasil Uji Lag Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	113.0637	NA	1.70e-11	-4.933197	-4.646490	-4.827469
1	372.1233	421.7248*	1.00e-15*	-14.70341*	-12.40975*	-13.85758*

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil pengujian lag optimal pada penelitian ini menunjukkan bahwa nilai terkecil dari AIS, SIC dan HQ berada pada posisi lag 1 dengan nilai, yaitu: -14.70341, -12.40975, dan -13.85758. Sehingga dapat dipastikan bahwa lag optimal yang digunakan dalam penelitian ini adalah lag 1.

Tabel 4. Hasil Uji Stabilitas

Root	Modulus
0.988854	0.988854
0.834769	0.834769
0.745104 - 0.144494i	0.758985
0.745104 + 0.144494i	0.758985
0.367404 - 0.207882i	0.422138
0.367404 + 0.207882i	0.422138
0.060458	0.060458

Sumber: Data diolah, 2022

Uji stabilitas dikatakan bagus ketika angka modulus-modulusnya lebih kecil dari 1. Dalam hasil pengujian stabilitas pada penelitian ini memiliki nilai modulus kurang dari 1, sehingga dapat dinyatakan bahwa model VAR yang digunakan sudah stabil. Dengan demikian hasil estimasi VAR tidak bias.

Tabel 5. Hasil Uji Kointegritas

Hypothesized	Trace Statistic	Critical Value (0,05)	Probability
None *	171.3586	111.7805	0.0000
At most 1 *	95.18877	83.93712	0.0060
At most 2 *	60.52646	60.06141	0.0457
At most 3	37.84211	40.17493	0.0842
At most 4	19.62300	24.27596	0.1729
At most 5	7.740251	12.32090	0.2575

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan pengujian kointegrasi di atas menunjukkan suatu persamaan kointegrasi ditunjukkan dengan nilai *trace statistic* yang lebih besar dari pada *critical value* (60.52646 > 60.06141) dengan probabilitas 0.0457 < 0.05. Karena terdapat 2 kointegrasi, maka model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Error Correction Model* (VECM).

Estimasi *Vector Error Correction Model* (VECM)

Pengujian model VECM dilakukan karena hasil dari uji kointegrasi memperlihatkan bahwa terdapat kointegrasi antara variabel makroekonomi dengan sukuk korporasi. Hasil dari estimasi VECM, akan menampilkan hubungan dalam jangka waktu yang panjang dan hubungan dalam jangka waktu yang pendek pada masing-masing variabel. Adapun hasil estimasi VECM tersebut sebagai berikut:

Tabel 6. Hasil Estimasi Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	T-Statistik
PDB	-7.764585	-21.8952
Kurs	3.420513	15.3673
JUB	-0.959979	-4.73296
ISSI	1.568283	1.568283
Suku Bunga	-0.022277	-1.61033
Inflasi	-0.036812	-3.73875

Keterangan: T tabel= 2T (2.026192 dan -2.026192)

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel di atas merupakan hasil estimasi VECM jangka panjang, dari hasil tersebut terdapat variabel yang memiliki pengaruh terhadap sukuk korporasi, sebagai berikut: Variabel kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap sukuk dengan nilai T-statistik 15.3673 lebih besar dari T-tabel 2.026192, artinya jika kurs mengalami kenaikan 1% maka sukuk naik sebesar 3.420513%. Sedangkan variabel PDB berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sukuk dengan nilai T-statistik -21.8952 lebih kecil dari T-tabel -2.026192, artinya jika PDB mengalami kenaikan 1% maka sukuk turun sebesar -7.764585%. Variabel JUB berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sukuk dalam jangka waktu yang panjang. Ini dapat dibuktikan dengan nilai T-statistik -4.73296 lebih kecil dari T-tabel -2.026192. Sehingga, apabila JUB naik sebesar 1%, maka sukuk mengalami penurunan sebesar -0.959979%.

Variabel Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sukuk, dengan nilai T-statistik -3.73875 lebih kecil dari T-tabel -2.026192. Sehingga, apabila inflasi naik sebesar 1%, maka suku mengalami penurunan sebesar -0.036812%. Kemudian variabel ISSI berpengaruh positif tidak signifikan terhadap sukuk, dengan nilai T-statistik 1.568283 lebih kecil dari T-tabel 2.026192. Sehingga, apabila ISSI naik sebesar 1%, maka sukuk tidak mengalami kenaikan sebesar 1.568283%, dan variabel suku bunga berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap sukuk, dengan nilai T-statistik -1.61033 lebih besar dari T-tabel -2.026192. Sehingga, apabila suku bunga naik sebesar 1%, maka sukuk tidak mengalami penurunan sebesar -0.022277%.

Tabel 7. Hasil Estimasi Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	T-Statistik
PDB	-0.303874	-0.37717
Kurs	0.338304	0.76255
JUB	-1.320261	-1.53529
ISSI	-0.007472	-0.02996
Suku Bunga	0.022719	0.63180
Inflasi	-0.000831	-0.06184

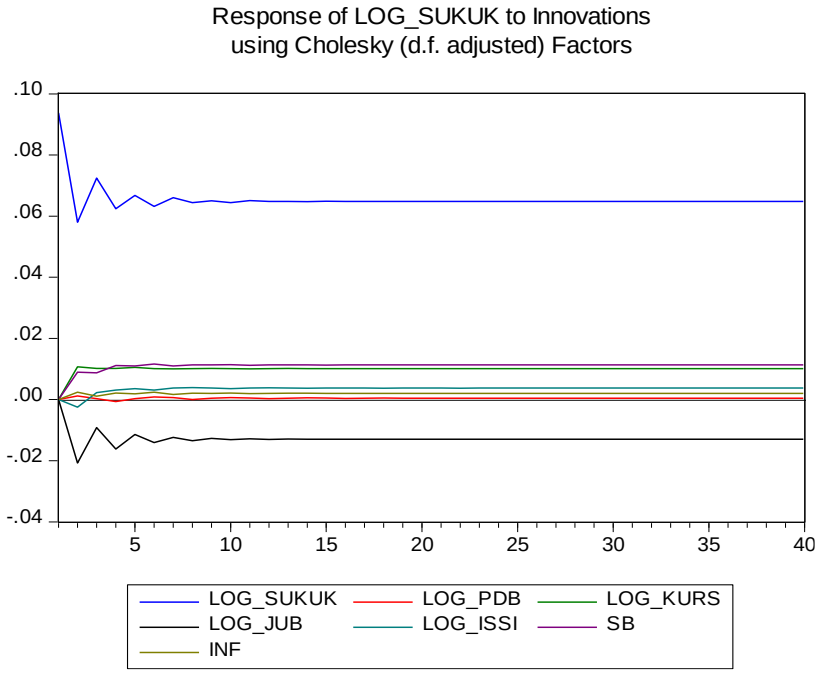
Keterangan: T tabel= 2T (2.026192 dan -2.026192)

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan uji estimasi VECM dalam jangka pendek ditemukan seluruh variabel tidak memiliki pengaruh terhadap sukuk korporasi karena T-Statistik di bawah T-tabel. Adapun penjelasan yang lebih rinci mengenai bagaimana respon variabel ketika mengalami guncangan atau *shock*, dapat dijelaskan melalui hasil *Impulse Response Function* (IRF).

***Impulse Response Function* (IRF)**

Analisis *Impulse Response Function* (IRF) digunakan untuk melihat respon dari variabel endogen pada model VECM yang disebabkan oleh adanya *shock*. IRF juga memberikan informasi berapa lama pengaruh dari *shock* pada variabel dimasa yang akan datang selama 40 periode. Berikut adalah hasil IRF dari sukuk, PDB, kurs, JUB, ISSI, suku bunga dan Inflasi.



Gambar 4. Grafik Uji IRF
Sumber: Data diolah, 2022

Hasil uji IRF pada gambar di atas memperlihatkan respon sukuk terhadap *shock* seluruh variabel. Pertama respon stabil positif setelah mengalami guncangan pada periode 1-12 dan stabil hingga akhir direspon oleh PDB, kurs, ISSI, suku bunga dan inflasi, kedua respon yang negatif walaupun pada pada awal hingga ke 8 itu mengalami naik turun terhadap *shock* tapi dari periode 9 sampai akhir itu responnya stabil ditunjukan oleh JUB dengan garis warna hitam. Tetapi inti dari uji IRF menunjukkan bahwa ketika ada *shock* yang dimunculkan oleh beberapa variabel dependen maka sukuk merespon dengan stabil dari pertengahan hingga akhir pengujian.

***Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD)**

Analisis *Forecast Error Variance Decomposition* digunakan untuk melihat seberapa besar kontribusi variabel terhadap perubahan setiap variabel. Di mana besaran nilai yang digunakan dalam bentuk persentase, sehingga dapat diketahui berapa persen kontribusi suatu seluruh variabel terhadap sukuk. berikut hasil dari uji *Forecast Error Variance Decomposition*:

Tabel. 8. Hasil uji *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD)

Variabel	Koefisien
PDB	0.01
Kurs	2.03
JUB	3.57
ISSI	0.25
Suku Bunga	2.41
Inflasi	0.08

Sumber: Data diolah, 2022

1. Pengaruh dan kontribusi ISSI terhadap sukuk

ISSI pengaruh terhadap sukuk Indonesia dalam jangka panjang dan sebaliknya jangka pendek tidak berpengaruh. Sedangkan Indeks Saham Syariah Indonesia merespon secara positif perubahan yang terjadi pada sukuk. Pengaruh tersebut diketahui dari hasil IRF yang menunjukan posisi ISSI positif. Dalam ISSI yang semakin tinggi menunjukkan tingkat *return* yang tinggi dengan risiko yang rendah. Kontribusi yang diberikan ISSI pada sukuk sebesar 0.25%. Pernyataan tersebut menunjukkan hubungan positif harga saham dan sukuk. Hasil jangka pendek ini juga konsisten dengan temuan A. Conrad (2021), dan Godfrey, (2021).

Menurut temuan Ranto (2019), ISSI yang semakin tinggi akan membuat rangsangan pada aktivitas ekonomi yang merupakan sinyal positif terhadap peningkatan keuntungan perusahaan. Rangsangan ekonomi yang dimaksud dalam pernyataan di atas adalah peningkatan daya beli masyarakat terhadap aset (Conrad, 2021). Temuan Qing & Kusairi (2019) mengafirmasi pernyataan di atas bahwa kebijakan moneter ekspansif telah mendorong perekonomian dan peningkatan arus kas masyarakat. Dengan demikian, peredaran uang di Indonesia masih dalam tahap yang wajar sehingga dalam jangka pendek jumlah tersebut dapat merangsang perekonomian. Hal tersebut mengindikasikan produktivitas perekonomian dan proyeksi keuntungan korporasi sehingga harga saham yang tergabung di ISSI merespon secara positif perubahan pada sukuk tersebut (Arifiansyah et al., 2021; Raimuan & Mutia, 2018; Satria & Suandi, 2020).

2. Pengaruh dan kontribusi PDB pada sukuk

PDB berdampak negatif pada jangka panjang terhadap sukuk. Hasil uji IRF, variabel PDB dijawab positif oleh sukuk. Artinya, seiring dengan pertumbuhan PDB, sukuk juga tidak ikut berkembang. Berdasarkan hasil analisis FEVD, variabel sukuk rata-rata memberikan kontribusi terhadap pembentukan sukuk sebesar 9,67%. Dari hasil tersebut dapat diketahui bahwa PDB berpengaruh negatif terhadap sukuk maka H_0 ditolak dan penerbitan sukuk harusnya ditujukan untuk pembangunan infrastruktur yang produktif. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang pernah dilakukan oleh Kewal (2012), Pratiwi & Asrori (2014), Mahfiroh & Ratno (2021) dan Arifiansyah et al. (2021) yang menyatakan PDB berdampak negatif pada sukuk di Indonesia, kemudian sebaliknya PDB berpengaruh positif juga pada sukuk perusahaan (Aisyaturrahmah & Aji, 2021; Munir & Rosyidah, 2021) dan menurut Pramudiyanti et al. (2019) PDB tidak memiliki pengaruh terhadap sukuk perusahaan di Indonesia.

Secara teori berkembangnya peluang investasi syariah secara yuridis akan menciptakan kerjasama antara pemilik modal dan pengelola modal. Pemilik modal mendapatkan keuntungan dari bentuk kerjasama ini karena mereka dapat terlibat

langsung dalam proses investasi. Bila memungkinkan untuk berbagi pengalaman dan informasi yang diperoleh dari terlibat dalam kegiatan investasi dengan masyarakat luas dan terlibat dalam kerjasama serupa (Karim, 2015). Tetapi sukuk sebagai salah satu pengembangan instrumen investasi syariah yang sah yang dikeluarkan oleh perusahaan. Sehingga seharusnya dialokasikan untuk proyek-proyek yang menghasilkan efek pengganda seperti pembangunan infrastruktur sesuai penelitian Yuliani (2020) dan Anik & Prastiwi (2017) berpendapat bahwa sukuk ini perlu ada akselerasi, sinergi dan penggerak untuk pengelolaan dan pemberdayaan pada sektor produktif yang bisa menghasilkan keuntungan.

3. Dampak JUB pada sukuk

JUB berdampak negatif saat jangka panjang dan jangka pendek pada sukuk. Hasil uji IRF, JUB bereaksi negatif dengan sukuk. Artinya, seiring pertumbuhan JUB maka permintaan terhadap sukuk akan berkurang. Berdasarkan hasil analisis FEVD, variabel JUB memberikan kontribusi rata-rata sebesar 1,95% terhadap pembentukan sukuk. Demikian dapat dikatakan JUB berdampak negatif pada sukuk, artinya H_0 ditolak. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Latifah (2016) dan Diana (2021) menunjukkan JUB berdampak negatif pada sukuk dan bertentangan dengan penelitian Ardiansyah & Lubis (2017); Kurniawan et al. (2020); Mahfiroh & Ratno (2021); Munir & Rosyidah (2021); Pramudiyanti et al. (2019) yang menyatakan bahwa sukuk perusahaan berpengaruh positif. Menurut Khatimah (2017) dalam penelitiannya tentang sukuk ini perlu dilakukan lagi inovasi dalam menginvestasikan dana tersebut pada sektor pembiayaan yang produktif sehingga bisa menarik dana dari masyarakat secara optimal dan bisa meningkatkan peredaran uang di Indonesia.

4. Dampak Kurs pada sukuk

Kurs berpengaruh positif baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek terhadap sukuk. Berdasarkan hasil analisis IRF, variabel kurs dengan sukuk ditemukan positif dalam responnya. Artinya, seiring dengan peningkatan kurs, sukuk juga meningkat. Berdasarkan hasil analisis FEVD, variabel kurs saat ini berkontribusi rata-rata sebesar 1,37% terhadap pembentukan sukuk. Dengan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa kurs berpengaruh positif terhadap sukuk dan H_0 diterima. Hal ini didukung dengan penelitian Kurniawan et al. (2020); Pratiwi & Asrori (2014); Rakhmadita et al. (2021) yang menemukan kurs berdampak positif pada sukuk di Indonesia.

Kemudian ada beberapa hasil penelitian yang sebaliknya yang dilakukan oleh Ardiansyah & Lubis (2017), Mahfiroh & Ratno (2021) berpengaruh negatif terhadap sukuk perusahaan dan terakhir ada yang berpendapat bahwa kurs tidak memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan dan permintaan sukuk di Indonesia (Diana, 2021; Munir & Rosyidah, 2021; Pramudiyanti et al., 2019).

5. Dampak Suku Bunga pada sukuk

Suku bunga berdampak negatif pada jangka panjang dan negatif saat jangka pendek pada sukuk. Hasil uji IRF, variabel Suku Bunga direspon secara negatif oleh pendalaman keuangan. Berarti suku bunga naik pendalaman keuangan meningkat. dan untuk uji analisis FEVD, kontribusi suku bunga rata-rata sebesar 38,58% dalam pembentukan sukuk. Dimana suku bunga yang besar akan menyebabkan masuknya aset-aset dalam dan luar negeri pada sistem investasi syariah. Oleh karena itu, masyarakat terdorong untuk uangnya disimpan pada sukuk maka bisa diakumulasikan untuk pendanaan pembangunan.

Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Diana (2021) yang menyatakan bahwa suku bunga berpengaruh signifikan terhadap sukuk di Indonesia tetapi berbeda dengan penelitian Rakhmadita et al. (2021). Kenaikan suku bunga menyebabkan peningkatan investasi masyarakat di pasar modal syariah. Sehingga suku bunga juga meningkat dapat berpengaruh terhadap peningkatan jumlah investasi untuk Indonesia dalam sektor ekonomi. Kenaikan suku bunga akan mempengaruhi kinerja sektor keuangan syariah, terutama dalam hal penghimpunan dana. Dimana kenaikan suku bunga akan membuat pengembalian keuangan syariah lebih menarik daripada keuangan lainnya.

6. Pengaruh Inflasi pada sukuk

Inflasi berpengaruh negatif baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek pada sukuk. Berdasarkan uji IRF, variabel Inflasi direspon negatif oleh sukuk. Artinya bahwa setiap kenaikan inflasi akan meningkatkan investasi pada sukuk. Sementara itu, secara total berdasarkan hasil evaluasi FEVD, variabel inflasi memiliki kontribusi rata-rata terhadap pembentukan sukuk sebesar 0,87%. Penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan Aisyaturrahmah & Aji (2021); Mahfiroh & Ratno (2021); Rakhmadita et al. (2021) dan berbanding terbalik dengan penelitian Ardiansyah & Lubis (2017); Kurniawan et al. (2020); Pratiwi & Asrori (2014) yang menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap sukuk dan ada juga yang berpendapat bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh terhadap sukuk perusahaan di Indonesia (Diana, 2021; Munir & Rosyidah, 2021; Pramudiyanti et al., 2019).

Dengan hasil tersebut, dapat dikatakan bahwa inflasi berdampak negatif terhadap sukuk, sehingga H_0 dapat diterima. Hal ini sesuai dengan inflasi pada umumnya terbukti dalam indeks harga nasional yang berubah, juga berdampak nyata pada biaya dan keuntungan. Inflasi akan melakukannya karena inflasi akan menurunkan pendapatan riil, demikian inflasi berdampak pada sukuk. Menurut Boediono (2011) menyatakan bahwa hal tersebut dikarenakan tingginya inflasi akan meningkatkan jumlah sektor keuangan yang berdampak menurunnya minat masyarakat dalam bertransaksi dalam sektor riil. Dengan adanya peningkatan pada sektor keuangan, maka akan meningkatkan pula investasi pada sukuk perusahaan.

4. KESIMPULAN

Penutup PDB memiliki pengaruh positif pada *sukuk* dan berdasarkan uji IRF dan FEVD *sukuk* menunjukkan respon negatif terhadap *shock* dengan kontribusi sebesar 0.01%. JUB memiliki pengaruh negatif tidak signifikan pada *sukuk* dan berdasarkan uji IRF dan FEVD *sukuk* menunjukkan respon negatif terhadap *shock* dengan kontribusi sebesar 3.57%. Sedangkan ISSI memiliki pengaruh positif pada *sukuk* dan berdasarkan uji IRF dan FEVD *sukuk* menunjukkan respon positif terhadap *shock* dengan kontribusi sebesar 0.25%. Kemudian kurs memiliki pengaruh negatif pada *sukuk* dan berdasarkan uji IRF dan FEVD *sukuk* menunjukkan respon negatif terhadap *shock* dengan kontribusi sebesar 2.03%. Sedangkan suku bunga memiliki pengaruh negatif tidak signifikan pada *sukuk* dan berdasarkan uji IRF dan FEVD *sukuk* menunjukkan respon negatif terhadap *shock* dengan kontribusi sebesar 2.41%, dan inflasi memiliki pengaruh negatif pada *sukuk* dan berdasarkan uji IRF dan FEVD *sukuk* menunjukkan respon negatif terhadap *shock* dengan kontribusi sebesar 0.08%,

Pemangku kebijakan diharapkan membuat kebijakan yang mampu terus mendorong pengembangan ekonomi dan keuangan syariah Indonesia dan sukuk korporasi harus dimaksimalkan karena sukuk ini memiliki prinsip keadilan dan mampu meningkatkan dan sangat berdampak pada sektor riil. Pemerintah diharapkan dapat mengalokasikan dana sukuk sebagai sarana pembiayaan infrastruktur yang produktif sehingga mendukung pertumbuhan ekonomi.

5. REFERENSI

Aisyaturrahmah, A. H., & Aji, T. S. (2021). Pengaruh Inflasi Dan Indeks Produksi Industri (IPI) Terhadap Total Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia Periode 2014-2018. *Jurnal Ekonomika Dan Bisnis Islam*, *4*(1), 110–123. https://doi.org/10.26740/jekobi.v4n1.p110-123

Anik, A., & Prastiwi, I. E. (2017). Pengembangan Instrumen Sukuk Dalam Mendukung Pembangunan Infrastruktur. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, *3*(03), 173. https://doi.org/10.29040/jiei.v3i03.129

Ardiansyah, I. H., & Lubis, D. (2017). The Effect of Macroeconomic Variables to Corporate Sukuk Growth in Indonesia. *Jurnal Al Muzara'ah*, *5*(1), 51–68.

Arifiansyah, F., Imani, S., & Albar, K. (2021). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Rating Sukuk Syariah di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah*, *6*(2), 155–171.

Boediono. (2014). *Pengantar Ilmu Ekonomi No. 3 Ekonomi Internasional*. BPFE.

Conrad, C. A. (2021). The Effects of Money Supply and Interest Rates on Stock Prices, Evidence from Two Behavioral Experiments. *Applied Economics and Finance*, *8*(2), 33. https://doi.org/10.11114/aef.v8i2.5173

Cupian, Febriyansyah, A., & Hasanah, A. (2020). Perkembangan Sektor Keuangan Islam dan Pertumbuhan Ekonomi: Studi Empiris Negara OKI. *Al-Tijary:Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, *6*(1), 1–15.

Diana, D. (2021). Pengaruh Faktor Makroekonomi terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2016-2021. *Journal of Islamic Business and Management*, *1*(2), 21–29.

Fauzi, A. (2019). *Hubungan kausalitas sukuk negara (SBSN) dengan pertumbuhan ekonomi di Indonesia dan Malaysia*. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga.

Godfrey, O. U. (2021). Money Supply and Stock Prices – A Case Study of Nigeria. *Journal of Economics, Finance And Management Studies*, *04*(10), 1893–1904. https://doi.org/10.47191/jefms/v4-i10-10

Habibi, A. (2020). Normal Baru Pasca Covid-19. *Journal.Uinjkt.Ac.Id*, *4*(1), 197–202. http://journal.uinjkt.ac.id/index.php/adalah/article/view/15809

Karim, A. A. (2015). *Ekonomi Makro Islam*. Raja Grafindo Pustaka.

Kewal, S. S. (2012). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Jurnal Economia*, *8*(1), 53–64. https://doi.org/10.21831/economia.v8i1.801

Khatimah, H. (2017). Sukuk Dan Kontribusinya Dalam Pembiayaan Pembangunan. *Optimal: Jurnal Ekonomi Dan Kewirausahaan*, *11*(1), 83–103. https://doi.org/10.33558/optimal.v11i1.211

King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, *108*(3), 717–737. https://doi.org/10.2307/2118406

Kurniawan, Masitoh, E., & Fajri, R. N. (2020). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia. *Jurnal Finansia*, *03*(01), 75–84.

Latifah, A. (2016). Pengaruh Sektor Perbankan Syariah terhadap Financial Deepening di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Islam*, *7*(2), 107–130. https://doi.org/https://journal.uhamka.ac.id/index.php/jei/article/view/185

Mahfiroh, N., & Ratno, F. A. (2021). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Nilai Outstanding Sukuk Korporasi Indonesia Tahun 2016-2019. *Jurnal IMARA*, *5*(2), 149–165.

Mishkin, F. S. (2010). The Economics of Money, Banking and Financial Markets. *Mishkin Frederic–Addison Wesley Longman*.

Munir, A., & Rosyidah, N. (2021). Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2016-2020. *ICOEDUSHA*, *2*(1), 486–494.

OJK. (2020). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2020*.

OJK. (2021). Siaran Pers Sektor Jasa Keuangan Beroperasi Normal dan Optimalkan Layanan Digital pada PPKM Darurat. *Ojk.Go.Id*. https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/siaran-pers/Pages/Siaran-Pers-Sektor-Jasa-Keuangan-Beroperasi-Normal-dan-Optimalkan-Layanan-Digital-pada-PPKM-Darurat.aspx

Panjawa, J. L., & Widianingrum, I. F. (2018). Hubungan Financial Deepening dan Pertumbuhan Ekonomi: Studi Empiris di Indonesia. *Jurnal Penelitian*, *12*(1), 45. https://doi.org/10.21043/jp.v12i1.4131

Pramudiyanti, H., Indrawati, L. R., & Rusmijati. (2019). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2002-2018. *Directory Journal of Economic*, *1*(4), 418–432.

Pratiwi, W., & Asrori. (2014). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk. *Accounting Analysis Journal*, *3*(2), 203–210.

Qing, Y. K., & Kusairi, S. (2019). The Effect of Money Supply, Exchange Rate, and Interest Spread toward the Performance of Stock Market in Malaysia. *Widyakala Journal*, *6*(2), 142. https://doi.org/10.36262/widyakala.v6i2.217

Raimuan, R., & Mutia, E. (2018). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Sukuk yang Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi (JIMEKA)*, *3*(3), 505–514.

Rakhmadita, A., Tamara, D. A. D., & Barnas, B. (2021). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, dan BI Rate terhadap Volume Pertumbuhan Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia. *Jurnal of Applied Islamic Economics and Finance*, *1*(3), 632–640.

Ranto, S. R. (2019). Pengaruh Jangka Pendek Dan Jangka Panjang Variabel Makro Ekonomi Terhadap IHSG Di Bursa Efek Indonesia Dengan Pendekatan Error Correction Model (ECM). *Jurnal Derivat: Jurnal Matematika Dan Pendidikan Matematika*, *6*(1), 12–24. https://doi.org/10.31316/j.derivat.v6i1.332

Satria, C., & Suandi. (2020). Faktor Minat dan Peran Perkembangan Sukuk Terhadap Pembangunan. *Ekonomica Sharia*, *6*(1), 77–96.

Sekaran, U. (2019). *Metode Penelitian Untuk Bisnis* (Kedua). Salemba Empat.

Sihotang, M. K., & Hasanah, U. (2021). Islamic Banking Strategy in Facing the New Normal Era During the Covid-19. *International Seminar on Islamic Studies*, *2*(1), 479–485.

Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Alfabeta.

Yuliani, A. E., Fitrijanti, T., & Sari, P. Y. (2020). Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur Di Indonesia: Systematic Literature Review. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, *7*(12), 2361. https://doi.org/10.20473/vol7iss202012pp2361-2374