



Received: 18 Oktober 2016  
Accepted: 19 March 2017  
Published: 17 May 2017

\*Corresponding author: Rosida Dwi  
Ayuningtyas, Program Studi Ekonomi Islam,  
Universitas Wahid Hasyim  
E-mail: rosidaayuningtyas@gmail.com

# Faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi syariah korporasi di Indonesia (Periode Januari 2010- Juli 2015)

Rosida Dwi Ayuningtyas

## Abstract

This study entitled Factors affecting the price of corporate Islamic bonds in Indonesia during the period January 2010 to July 2015. There are several objectives to be seen in this study, among others, to determine partial and simultaneous influence of interest rates on deposits, deposits mudaraba, the price of securities sharia state, the rupiah against the US Dollar, and the index of industrial production on the price of Islamic bonds corporations in Indonesia term short and long term. Data are obtained from published reports of Bank Indonesia, the central of statistics, Icamel library, Indonesian Capital Market Electronic Library during the period January 2010 to July 2015, and web support serving Islamic bond price data. Companies that used in this research is PT Listrik Negara (PLN), PT Indosat, Tbk, PT Bank Muamalat Indonesia. The results using the Error Correction Model (ECM) At PT Perusahaan Listrik Negara variables that affect the price of Islamic bonds in the short term Sharia Securities, Index, Industrial Production, Shariah Securities previous month and Bond Prices sharia previous month, while on the run long variables that affect the price of Islamic bonds are Shariah Securities and Industrial Production Index. PT Indosat variables that affect the price of Islamic bonds in the short term is the revenue share of deposits, while the long-term variables that affect the price of Islamic bonds is the interest rate on deposits, for the deposits, and the index of industrial production. At PT Bank Muamalat Indonesia variables that affect the price of Islamic bonds in the short term is For the deposits, the State Sharia Securities, the price of Islamic bonds before, and deposit rates earlier, while in the long-term variables that affect the outcome of deposits, securities sharia state.

Keyword: Islamic corporate bond, macroeconomic, Islamic investment theory market equilibrium.

## Pendahuluan

Pengelolaan keuangan secara Islam adalah sistem keuangan yang sesuai dengan syariah islam dimana sistemnya melarang adanya bunga riba, ghrarar dan maysir. Perkembagaan keuangan Islam diawali dengan berdirinya Myt Ghamr Bank pada tahun 1963 di Mesir. Perkembangan keuangan islam di negara muslim yang kian meningkat, membuat berbagai kalangan turut serta membentuk perbankan syariah di Indonesia. Perkembangan keuangan berbasis syariah di Indonesia diawali dengan berdirinya Bank Muamalat Indonesia pada tahun 1992.

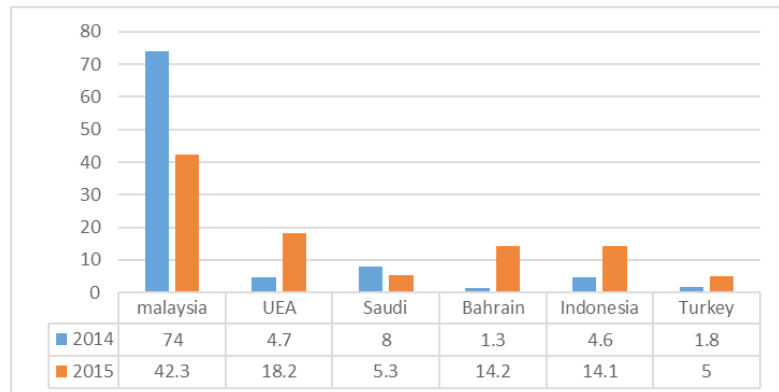
Menurut Fachruddin (2006) dalam Rosida (2014) konsep berbasis syariah dianggap mampu memberikan rasa keadilan yang lebih baik dibanding lembaga konvensional yang menggunakan sistem bunga. Dilansir dari *Khaleej Times*, sebuah penelitian tentang perbankan syariah dilakukan oleh Morgan McKinley, hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai *global asset* diperkirakan mencapai 6.5 triliun dolar amerika pada tahun 2020.

Menurut hasil penelitian Karim consulting (2015) bahwa total asset keuangan syariah global tercatat telah mencapai \$ 1.658 triliun dengan total jumlah institusi sebanyak 993 pada tahun 2013. Asset keuangan syariah ini tersebar diduduki Malaysia dengan asset mencapai \$423



miliar dan iran \$232 miliar. Sedangkan sisanya dimiliki oleh negara-negara muslim dan negara mayoritas muslim dengan asset dibawah \$ 150 miliar.

Grafik 1.1 : *Market Share Sukuk Global* Tahun 2014 dan 2015 (dalam persentase)

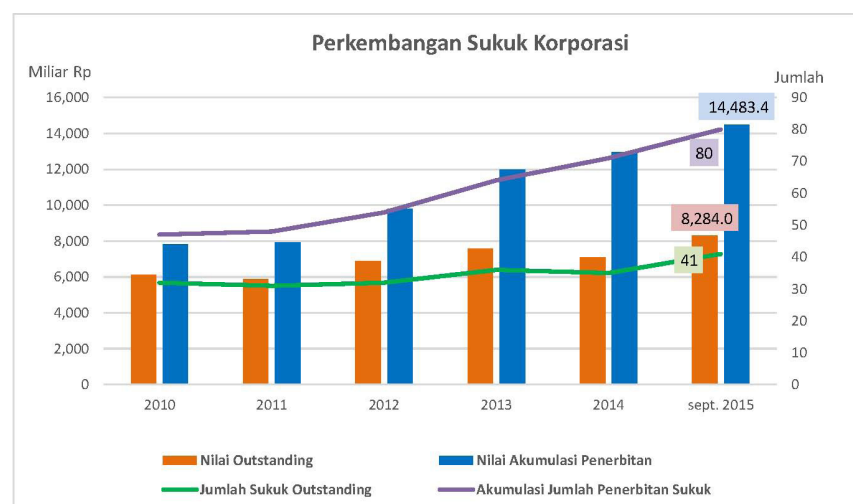


Sumber: bloomerg (data diolah, 2015)

Berdasarkan grafik 1.1 *market share sukuk global* tahun 2014 dan 2015, negara Malaysia tetap menjadi pasar penerbitan sukuk tertinggi sekitar 42.3% pada tahun 2015, walaupun mengalami penurunan sekitar 31.7% dibanding tahun 2014 sebesar 74%. Unit Emirat Arab menjadi negara kedua sekitar 18.2% pada tahun 2015 mengalami kenaikan sebesar 13.5% dibanding tahun 2014, negara ketiga yang menjadi pasar penerbitan sukuk yaitu negara Bahrain sekitar 14.2% pada tahun 2015 diikuti negara Indonesia menduduki peringkat ke 4 (empat) sekitar 14.1 meningkat sekitar 9.5% dibanding tahun 2014 hanya 4.6%.

Menurut data di Bursa Efek Indonesia (2015) *Outstanding share* sukuk di Indonesia paling tinggi yaitu PT Bank Muamalat, Tbk sebesar 17.76%, sedangkan yang memiliki *outstanding share* ke dua adalah PT Perusahaan Listrik Negara yaitu sebesar 13.80%, dan yang memiliki *outstanding share* ke tiga yaitu PT. Indosat, Tbk yaitu sebesar 12.76% dengan total outstanding keseluruhan emiten sampai dengan September 2015 sebesar 8.444,40.

Grafik 1.2 : Perkembangan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2015



Sumber : Statistik Otoritas Jasa keuangan (OJK), (2015)

Menurut data perkembangan sukuk korporasi di Indonesia tahun 2015 diatas, perkembangan sukuk korporasi di Indonesia pada tahun 2010 sampai tahun 2015 mengalami kenaikan walaupun belum signifikan. Dari tahun 2010 nilai outstanding sebesar 6.2121,00 mengalami penurunan sebesar 5.88% pada tahun 2011.

Menurut Kartikasasi, Direktur Pasar Modal Syariah OJK, berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan (OJK), kinerja pasar obligasi korporasi syariah atau sukuk korporasi belum mengalami perubahan sejak tahun lalu. Sejak tahun 2014 hingga saat ini, nilai *outstanding* sukuk korporasi senilai Rp7,1 triliun dengan jumlah 35 sukuk. Adapun, jumlah penerbitan sukuk sepanjang tahun lalu tercatat 7 penerbitan sukuk dengan nilai Rp 923 miliar atau lebih rendah dibandingkan dengan 2013 yang mencapai 10 penerbitan dengan nilai Rp 2,2 triliun. Bila dilihat, perkembangan pasar sukuk korporasi memang lambat. Sejak 2013, pertumbuhan nilai emisi sukuk hanya sekitar 8% dari Rp11,99 triliun ke Rp12,95 triliun. (Bisnis.com,2015).

Bapepam-LK (2012) dalam Rosida (2014) faktor penghambat perkembangan sukuk salah satunya adalah kondisi perekonomian suatu negara itu sendiri. Perekonomian suatu Negara dapat menyebabkan naik turunnya permintaan obligasi syariah. Sedangkan jika dilihat dari hasil penelitian Amir (2007) faktor eksternal perusahaan yang mempengaruhi harga obligasi syariah dapat bersumber dari harga obligasi lainnya di pasar obligasi dan kondisi makro dengan indikator tingkat suku bunga deposito, kurs rupiah terhadap US dollar, dan indikator lainnya (studi kasus PT Bank Bukopin Tbk tahun 2003). Oleh karena itu dalam penelitian ini penulis menganalisa beberapa faktor ekonomi makro yang dapat mempengaruhi harga obligasi syariah di perusahaan yang menerbitkan harga obligasi syariah pada tahun 2010 sampai 2015 dalam jangka pendek dan jangka panjang, karena jika memperhatikan data dibawah ini perkembangan makro ekonomi di Indonesia pada tahun 2010 sampai 2015 mengalami fluktuatif yang signifikan.

Tabel 1.2: Perkembangan Makro Ekonomi Di Indonesia Tahun 2010 Sampai Agustus 2015

Tahun	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Suku bunga deposito	6.23	6.70	5.61	5.63	8.21	8
Deposito mudharabah	7,03	7,46	6,33	5,10	6.89	7.87
Kurs	9078.25	8769.5	9418.58	10089.52	10571.14	10113.52
SBSN	106.847	107.048	104.458	109.67	101.36	100.97
IPI	100	104.12	108.38	114.88	120.35	124.59

Sumber: Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, dan Badan Pusat Statistik 2015 (data diolah).

Pada tahun 2010 suku bunga deposito sebesar 6.23% mengalami kenaikan sebesar 0.47% pada tahun 2011, dan sepanjang tahun 2012 sampai tahun 2013 mengalami penurunan yang signifikan sebesar 1.07%, sedangkan pada tahun 2014 mengalami kenaikan suku bunga deposito sebesar 2.58%, dan tahun 2015 suku bunga deposito hanya berkisar 8%.

Pada tahun 2010 sampai agustus 2015, pertumbuhan deposito mudharabah di bank umum syariah tidak mengalami fluktuasi yang signifikan karena pada tahun 2010 awalnya hanya 7.03% naik sedikit sebesar 0.43% pada tahun 2011. Sama halnya dengan suku bunga deposito pada tahun 2012 sampai 2013 deposito mudharabah juga mengalami penurunan yang signifikan sebesar 2.36% pada tahun 2013, sedangkan pada tahun 2014 sampai agustus tahun 2015, deposito mudharabah mengalami kenaikan sebesar 0.98%.

Perkembangan kurs rupiah terhadap dollar amerika pada tahun 2010 sebesar Rp 9078.25 sampai tahun 2015 mengalami depresiasi sebesar 89.76%. dan jika melihat perkembangan *Indeks Produksi Industry* diatas pada tahun 2010 sampai agustus 2015 mengalami apresiasi secara terus-menerus dari 100 sampai 124.59 pada tahun 2015.

### Kajian Pustaka

Dalam menganalisa pengaruh variabel makro terhadap harga obligasi syariah dapat dilihat hubungan antara instrument-instrumen investasi lainnya yang tersedia di pasar. Beberapa hasil penelitian sebelumnya yang membahas obligasi syariah atau sukuk diantaranya Amir (2007), Wafa (2010) dan Hastin, Idris, & Aimon (2013).

Dalam penelitian tentang obligasi syariah studi kasus PT Indosat.Tbk, tahun 2002, dengan subyek penelitian pengaruh Suku bunga SBI, Kurs rupiah terhadap dollar, IHSG, Inflasi, Kinerja Perusahaan (Laba), Likuiditas Perusahaan, dan Leg1 harga obligasi syariah terhadap obligasi syariah, menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi PT Indosat, Tbk adalah variabel kurs rupiah terhadap dollar amerika dan Leg1 (Syafirdi, 2006).

Dengan melakukan perbandingan penelitian terhadap obligasi konvensional dan syariah studi

kasus di PT Bank Bukopin TBK tahun 2003, dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan subjek penelitian pengaruh suku bunga SBI, IHSG, Kurs, ROA dan Leg1 harga obligasi terhadap obligasi konvensional dan syariah, menyatakan bahwa dari faktor-faktor yang disebutkan dalam penelitian ini variabel kurs rupiah terhadap dollar amerika yang berpengaruh terhadap harga obligasi baik konvensional maupun syariah (Amir, 2007).

Dalam penelitian yang sama dengan ide penelitian yang lebih luas yang menggunakan analisis Metode Regresi VAR, penelitian dengan subyek pengaruh harga sukuk Negara ritel, harga obligasi ritel ORI003, tingkat nisbah bagi hasil deposito perbankan syariah, dan tingkat suku bunga terhadap permintaan sukuk ritel-1, menyimpulkan bahwa Secara parsial setiap variabel independen di atas yaitu harga sukuk Negara ritel, harga obligasi ritel ORI003, tingkat nisbah bagi hasil deposito perbankan syariah, dan tingkat suku bunga mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel periode Maret 2009-Juni 2010 (Wafa, 2010). Dalam analisis yang sama tetapi memiliki analisis yang lebih luas yaitu dengan memiliki dua persamaan dimana persamaan pertama suku bunga SBI, defisit anggaran, pinjaman luar negeri pemerintah, dan permintaan obligasi berpengaruh terhadap penerbitan obligasi pemerintah, sedangkan persamaan kedua suku bunga SBI, IHSG, dan penawaran obligasi pemerintah berpengaruh terhadap permintaan obligasi pemerintah dengan menggunakan data kuartal dari tahun 2004 sampai 2011 (Hastin et al., 2013).

Sejumlah penelitian internasional juga menunjukkan sejumlah penyebab penggunaan sukuk oleh perusahaan dalam pendanaannya. Rating kredit dan maturitas merupakan salah satu faktor yang menentukan penggunaan sukuk pada berbagai perusahaan dunia (Ayturk, Asutay, & Aksak, 2017). Akses pasar yang memadai juga menjadi alasan mengapa perusahaan mengeluarkan sukuk (Nagano, 2016). Malaysia, Uni Emirat Arab dan Saudi Arabia merupakan tiga pasar utama sukuk yang saling berhubungan (Naifar, Hammoudeh, & Al dohaiman, 2016). Tujuan perusahaan mengeluarkan sukuk juga beragam dengan salah satu alasan utama untuk memperbaiki rasio utang (Mohamed, Masih, & Bacha, 2015).

Berdasarkan kajian pustaka di atas, penelitian ini mengajukan sejumlah hipotesis sebagai berikut:

- a. Diduga suku bunga deposito perbankan berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah korporasi di Indonesia
- b. Diduga deposito mudharabah perbankan syariah berpengaruh negatif terhadap harga obligasi syariah korporasi di Indonesia.
- c. Diduga surat berharga syariah Negara berpengaruh negatif terhadap harga obligasi syariah korporasi di Indonesia.
- d. Diduga kurs rupiah terhadap USD berpengaruh negatif harga obligasi syariah korporasi di Indonesia
- e. Diduga indeks produksi industri berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah korporasi di Indonesia.
- f. Diduga suku bunga deposito, deposito mudharabah, SBSN, kurs rupiah terhadap dollar, dan indeks produksi industry berpengaruh bersama-sama terhadap harga obligasi syariah korporasi di Indonesia.

### Metode Penelitian

Metode analisis yang digunakan adalah metode kuantitatif. Dalam menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi syariah korporasi di Indonesia pada periode Januari 2010 sampai Juli 2015 yaitu menggunakan pendekatan *Error Correction Model* (ECM) (Koop, 2013).

Sampel penelitian yang digunakan adalah tiga perusahaan dengan jumlah seri 3 (tiga) yang masih outstanding dengan kurun waktu Januari 2010 - Juli 2015. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang go publik dan memiliki share outstanding obligasi syariah terbesar di Indonesia pada kurun waktu 2010 sampai 2015 yaitu Perusahaan Listrik Negara (Persero) dengan nama seri obligasi syariah kode SIKPPLN01, PT Indosat, Tbk dengan nama seri sukuk ijarah indosat IV kode SIKISAT04B, dan Bank Syariah Muamalat Indonesia dengan seri sukuk subordinasi mudharabah kode SMKBBMI01.

Cara pengumpulan data berasal dari data sekunder berupa laporan bulanan publikasi PT. Bursa Efek Indonesia, Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik, dan PT. Indonesian *Capital Market Electronic Library* selama periode

Berdasarkan model analisis yang akan digunakan pada penelitian yaitu ECM, maka variabel-variabel dalam penelitian ini disebut sebagai variabel endogenous. Adapun definisi operasionalnya adalah sebagai berikut:

- a. Harga Obligasi Syariah  
 Harga obligasi merupakan gambaran dari transaksi yang terjadi disektor riil. Naik turunnya harga merupakan gambaran yang jelas mengenai hal yang terjadi kinerja dan kegiatan yang dilakukan perusahaan tersebut.
- b. Suku Bunga Deposito  
 Dalam penelitian ini suku bunga deposito yang digunakan adalah suku bunga rata-rata deposito Bank Umum 1 (satu) bulan yang diperoleh dari Bank Indonesia.
- c. Deposito Mudharabah  
 Deposito mudharabah yang digunakan dalam penelitian adalah tingkat bagi hasil rata-rata deposito mudharabah bank umum syariah 1 bulan diperoleh dari Bank Indonesia.
- d. Harga SBSN  
 Harga SBSN yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga penutupan SBSN seri IFR0003.
- e. Kurs Rupiah terhadap US Dollar  
 Data yang digunakan adalah kurs tengah yang merupakan hasil nilai tengah dari kurs jual dan kurs beli yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia.
- f. Indek produksi industri  
 Data Indeks Produksi Industri yang digunakan dalam penelitian ini adalah data angka indeks produksi industri pada industri besar dan sedang yang ada di Indonseia.

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan pendekatan *Error Correction Model* (Koop, 2006). Adapun prosedur analisis data adalah sebagai berikut:

- a. Uji Normalitas Data
- b. Uji Akar Unit (*Unit Root Test*).
- c. Uji Kointegrasi.
- d. *Error Correction Model*

Adapun persamaan ECM sebagai berikut:

$$D Pt = \beta_0 + \beta_1 DIR_t + \beta_2 DBG_t + \beta_3 DSBSN_t + \beta_4 DKURSt + \beta_5 DIPI_t + \beta_6 DP_{t-1} + \beta_7 DIR_{t-1} + \beta_8 DBG_{t-1} + \beta_9 SBSN_{t-1} + \beta_{10} DSBSN_{t-1} + \beta_{11} DKURSt_{t-1} + \beta_{12} DIPI_{t-1} + Y\mu_{t-1} + et$$

$$-1 < \gamma < 0 \quad \dots(3.1)$$

Dimana:

D	= Perbedaan pertama ( <i>first difference</i> )
P	= Harga Obligasi Syariah tahun ke-t
IR	= Suku bunga deposito tahun ke-t
BG	= Bagi Hasil Deposito Mudharabah tahun ke-t
SBSN	= Harga SBSN IFR003 tahun ke-t
KURS	= Nilai tukar rupiah terhadap dollar amerika tahun ke-t
IPI	= Indeks produksi industry tahun ke-t
Y	= <i>Error Correction Term</i>
$\mu_t$	= $P_t - \beta_0 - \beta_1 IR_t - \beta_2 BG_t - \beta_3 SBSN_t - \beta_4 KURS_t - \beta_5 IPI_t$ (3.2)
et	= error distribunce tahun ke-t

Dengan mensubstitusikan persamaan (3.3) yaitu mengeluarkan koefisien dalam  $\mu$  maka persamaan (3.3) dapat diubah menjadi :

$$D Pt = \beta_0' + \beta_1 DIR_t + \beta_2 DBG_t + \beta_3 DSBSN_t + \beta_4 DKURSt + \beta_5 DIPI_t - \beta_6 P_{t-1} - \beta_7 IR_{t-1} - \beta_8 BG_{t-1} - \beta_9 SBSN_{t-1} - \beta_{10} DSBSN_{t-1} - \beta_{11} KURSt_{t-1} - \beta_{12} IPI_{t-1} + et \quad (3.3)$$

Untuk mengetahui apakah spesifikasi model dengan ECM merupakan model yang valid maka dilakukan terhadap koefisien *Error Correction Term* (ECT). Jika pengujian terhadap koefisien ECT signifikan, maka spesifikasi model yang diamati valid.

## Hasil Penelitian

Perusahaan yang diteliti yaitu perusahaan yang go publik yang memiliki *share outstanding* obligasi syariah tiga terbesar di Indonesia pada kurun waktu 2010 sampai 2015. Seri yang di pilih merupakan seri yang diterbitkan pada kurun waktu januari 2010 sampai juli 2015 yaitu

Dari uji normalitas dengan uji statistik JB PT Perusahaan Listrik Negara, JB PT Indosat Tbk, JB PT Bank Muamalat didapatkan bahwa nilai statistiknya sebesar 3.7, 5.20, dan 0.17 dengan probabilitasnya sebesar 0.15, 0.07, dan 0.91. Hasil uji ini menyatakan bahwa nilai statistik JB cukup besar dengan nilai probabilitas cukup besar, oleh karena itu dinyatakan bahwa residual yang didistribusikan dari tiap variabel mempunyai distribusi normal.

Uji stasioneritas pada penelitian ini menggunakan pengujian *unit root* dimana keseluruhan variabel pada masing-masing perusahaan yang diteliti yaitu harga obligasi syariah masing-masing perusahaan, suku bunga, bagi hasil, harga SBSN, kurs, dan IPI stasioner pada taraf nyata 5 persen, dikarenakan nilai probabilitas integrasi 1 lebih kecil dibanding taraf nyata 5 persen dan nilai ADF difference pada semua variabel lebih besar dibandingkan nilai kritis Mackinnon pada taraf 5 persen.

Dari hasil olahan data dapat diperoleh residual yang nantinya digunakan untuk uji kointegrasi dengan cara melakukan uji stasioneritas terhadap residual tersebut. Pengujian kointegrasi pada residual (ECT) menggunakan model Augmented Dickey-Fuller (ADF). Hasilnya adalah membandingkan ADF statistik dan nilai kritisnya dengan taraf signifikansi 1 persen. Jika nilai ADF statistik lebih besar dari nilai kritis, maka mengindikasikan terjadi kointegrasi antar variabel.

Berdasarkan hasil uji Stasioner ECT Tingkat Level dari tiga perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah menunjukkan bahwa nilai residual stasioner pada ordo nol hal ini didapat dari nilai hitung mutlak ADF yang lebih besar dari nilai kritis mutlak pada  $\alpha=1$  persen. Dengan terpenuhinya tujuan utama dari uji kointegrasi, maka langkah selanjutnya adalah melakukan analisis regresi ECM.

Ketika terjadi kointegrasi maka akan dilanjutkan dengan estimasi ECM. Model koreksi kesalahan (ECT) merupakan metode pengujian yang dapat digunakan untuk mencari model kesinambungan jangka pendek dan jangka panjang. Berikut ini hasil estimasi ECM Perusahaan Listrik Negara (PLN), PT Indosat, Tbk, dan PT Bank Muamalat Indonesia

- a. Hasil ECT pada PT PLN (Persero) mempunyai model persamaan yang digunakan memenuhi syarat kesahihan suatu model dinamis ECM, sehingga dapat digunakan untuk mengestimasi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang karena mempunyai nilai sebesar -0.779552. Dari hasil *Error Correction Model* (ECM), disimpulkan bahwa dengan mengamati nilai probabilitas pada PT Perusahaan Listrik Negara dapat dilihat harga Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), Indeks Produksi Industri, Harga obligasi syariah SIKPPLN01 sebelumnya, harga harga Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebelumnya mempengaruhi harga obligasi syariah SIKPPLN01 dengan taraf nyata 5 persen nilai probabilitas sebesar 0.0105, 0.0457, 0.0136, dan 0.0306. Sedangkan nilai probabilitas f-statistik harga Perusahaan Listrik Negara yaitu 0.000105, menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga obligasi PT Perusahaan Listrik Negara dengan tingkat signifikansi 5 persen. Nilai  $R^2$  mencapai 56.74% yang artinya sebesar 56.74% variasi harga obligasi syariah PT PLN telah dapat dijelaskan oleh variabel-variabel (suku bunga, deposito mudharabah, harga SBSN, kurs dan Indeks produksi industri) yang digunakan dalam model, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam model ECM.
- b. Hasil ECT pada PT Indosat, Tbk mempunyai model persamaan yang digunakan memenuhi syarat kesahihan suatu model dinamis ECM, sehingga dapat digunakan untuk mengestimasi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang karena mempunyai nilai sebesar -0.779552. Dari hasil *Error Correction Model* (ECM), disimpulkan bahwa dengan mengamati nilai probabilitas pada PT Indosat, Tbk dapat dilihat bagi hasil deposito mempengaruhi harga obligasi syariah PT Indosat, Tbk dengan taraf nyata 5 persen nilai probabilitas sebesar 0.0303, Sedangkan nilai probabilitas f-statistik harga PT Indosat, Tbk yaitu 0.043963, menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen

mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga obligasi PT Indosat, Tbk dengan tingkat signifikansi 5 persen. Nilai  $R^2$  mencapai 35.07% yang artinya sebesar 35.07% variasi harga obligasi syariah PT Indosat, Tbk telah dapat dijelaskan oleh variabel-variabel (suku bunga, deposito mudharabah, harga SBSN, kurs dan Indeks produksi industri) yang digunakan dalam model, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam model ECM.

- c. Hasil ECT pada Bank Muamalat mempunyai model persamaan yang digunakan memenuhi syarat kesahihan suatu model dinamis ECM, sehingga dapat digunakan untuk mengestimasi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang karena mempunyai nilai sebesar -0.728352. Sedangkan jika memperhatikan variabel independen bahwa bagi hasil deposito, harga Surat Berharga Syariah Negara, harga obligasi syariah PT Bank Muamalat sebelumnya, dan Suku Bunga deposito bulan sebelumnya mempengaruhi harga obligasi syariah PT Bank Muamalat dengan taraf nyata 5 persen dan 10 persen

Dari hasil *Error Correction Model* (ECM), disimpulkan bahwa dengan mengamati nilai probabilitas pada PT Bank Muamalat Indonesia dapat dilihat bahwa bagi hasil deposito, harga obligasi PT Bank Muamalat Indonesia bulan sebelumnya mempengaruhi harga obligasi syariah PT Bank Muamalat Indonesia dengan alpha 0.05 atau 5% dengan nilai probabilitas sebesar 0.0494 dan 0.0251. Sedangkan untuk Harga Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan Suku Bunga Deposito mempengaruhi harga obligasi syariah PT Bank Muamalat Indonesia dengan alpha 0.10 atau 10% dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.07 dan 0.08.

Nilai probabilitas f-statistik harga obligasi syariah PT Bank Muamalat Indonesia yaitu 0.000000, menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga obligasi PT Bank Muamalat Indonesia dengan tingkat signifikansi 5 persen. Nilai  $R^2$  mencapai 61.8% yang artinya sebesar 61.8% variasi harga obligasi syariah PT Bank Muamalat Indonesia telah dapat dijelaskan oleh variabel-variabel (suku bunga, deposito mudharabah, harga SBSN, kurs dan Indeks produksi industri) yang digunakan dalam model, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam model *Error Correction Model* (ECM).

### Diskusi

Dari hasil olah data *Error Correction Model* dapat mengetahui pengaruh setiap variabel independen yang ada atas variabel dependen dengan melihat hasil tiap *t-coefficient* variabel. Adapun interpretasinya adalah sebagai berikut:

### Perusahaan Listrik Negara (persero)

- Apabila terjadi perubahan satu persen pada indeks Surat Berharga Ssyariah Negara maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 530.128 lembar obligasi syariah.
- Apabila terjadi perubahan satu persen pada Indeks Produksi Industri maka akan berpengaruh atas perubahan penawaran obligasi syariah tersebut sekitar 165.110 lembar obligasi syariah.
- Apabila terjadi perubahan satu persen pada indeks harga obligasi syariah sebelumnya maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 292.532 lembar obligasi syariah.
- Apabila terjadi perubahan satu persen pada indeks SBSN sebelumnya maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 450.727 lembar obligasi syaria
- Dalam jangka panjang, jika SBSN mengalami depresiasi 1 Rp/US\$, maka akan menyebabkan harga obligasi syariah mengalami apresiasi sebesar 559.999 miliar (*ceteris paribus*), peningkatan ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan permintaan, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus diturunkan sebesar 559.999 miliar (*ceteris paribus*).
- Dalam jangka pajang, jika Indeks produksi industri mengalami penurunan sebesar satu persen, maka dapat berakibat penurunan harga obligasi syariah sebesar 228.277 miliar, ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan penawaran, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus dinaikkan sebesar 228.277 miliar (*ceteris paribus*).

### Perusahaan Indosat, Tbk.

- a. Apabila terjadi perubahan satu persen pada Bagi hasil deposito maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 530.128 lembar obligasi syariah.
- b. Dalam jangka panjang, jika suku bunga mengalami depresiasi 1 Rp/US\$, maka akan menyebabkan harga obligasi syariah mengalami apresiasi sebesar 214.977 miliar (*ceteris paribus*), peningkatan ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan permintaan, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus diturunkan sebesar 214.977 miliar (*ceteris paribus*).
- c. Dalam jangka panjang, jika Bagi hasil deposito mengalami depresiasi 1 Rp/US\$, maka akan menyebabkan harga obligasi syariah mengalami apresiasi sebesar 236.425 miliar (*ceteris paribus*), peningkatan ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan permintaan, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus diturunkan sebesar 236.425 miliar (*ceteris paribus*).
- d. Dalam jangka panjang, jika kurs rupiah terhadap dollar mengalami depresiasi 1 Rp/US\$, maka akan menyebabkan harga obligasi syariah mengalami apresiasi sebesar 3.337 miliar (*ceteris paribus*), peningkatan ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan permintaan, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus diturunkan sebesar 3.337 miliar (*ceteris paribus*).
- e. Dalam jangka panjang, jika Indeks produksi industri mengalami penurunan sebesar satu persen, maka dapat berakibat penurunan harga obligasi syariah sebesar 211.922 miliar, ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan penawaran, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus dinaikkan sebesar 211.922 miliar (*ceteris paribus*).

### Perusahaan Bank Muamalat Indonesia

- a. Apabila terjadi perubahan satu persen pada Bagi Hasil Deposito maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 707.085 lembar obligasi syariah.
- b. Apabila terjadi perubahan satu persen pada harga Surat Berharga Syariah Negara maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 1.039 lembar obligasi syariah.
- c. Apabila terjadi perubahan satu persen pada harga obligasi syariah sebelumnya maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 282.111 lembar obligasi syariah.
- d. Apabila terjadi perubahan satu persen pada suku bunga deposito sebelumnya maka akan berpengaruh atas perubahan permintaan obligasi syariah tersebut sekitar 284.388 lembar obligasi syariah.
- e. Dalam jangka panjang, jika bagi hasil deposito mengalami depresiasi 1 Rp/US\$, maka akan menyebabkan harga obligasi syariah mengalami apresiasi sebesar 555.640 miliar (*ceteris paribus*), peningkatan ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan permintaan, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus diturunkan sebesar 555.640 miliar (*ceteris paribus*).
- f. Dalam jangka panjang, jika Surat Berharga Syariah Negara mengalami depresiasi 1 Rp/US\$, maka akan menyebabkan harga obligasi syariah mengalami apresiasi sebesar 1.075 miliar (*ceteris paribus*), peningkatan ini berarti di pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka panjang yaitu kelebihan permintaan, supaya keseimbangan kembali harga obligasi syariah harus diturunkan sebesar 1.075 miliar (*ceteris paribus*).

### Kesimpulan

Penelitian ini menggunakan metode *Error Correction Model* (ECM) dan menganalisis lima variabel independen yaitu suku bunga deposito, deposito mudharabah, surat berharga syariah Negara, kurs rupiah terhadap dollar amerika, dan indeks produksi industri. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang memiliki share outstanding sukuk yang paling besar yaitu PT Perusahaan Listrik Negara, PT indosat Tbk, dan PT Bank Muamalat .

Berdasarkan hasil pengolahan data dan analisis dari penelitian, penulis menyimpulkan beberapa hal berikut. Pada PT Perusahaan Listrik Negara variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah dalam jangka pendek adalah Surat Berharga Syariah Negara, Indek Produksi Industri,



Surat Berharga Syariah Negara bulan sebelumnya dan Harga Obligasi syariah bulan sebelumnya, sedangkan pada jangka panjang variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah adalah Surat Berharga Syariah Negara dan Indek Produksi Industri.

Pada PT Indosat variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah dalam jangka pendek adalah Bagi hasil deposito, sedangkan pada jangka panjang variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah adalah suku bunga deposito, bagi hasil deposito, dan indek produksi industri. Pada PT Bank Muamalat Indonesia variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah dalam jangka pendek adalah Bagi hasil deposito, Surat Berharga Syariah Negara, harga obligasi syariah sebelumnya, dan suku bunga deposito sebelumnya, sedangkan pada jangka panjang variabel yang mempengaruhi bagi hasil deposito, surat berharga syariah negara.

### Referensi

- Amir, A. (2007). *Pengaruh suku bunga SBI, IHSG, kurs, ROA, dan LEG1 harga obligasi terhadap harga obligasi konvensional dan syariah (Studi kasus PT. Bank Bukopin, Tbk Tahun 2003)*. Universitas Indonesia.
- Ayturk, Y., Asutay, M., & Aksak, E. (2017). What explains corporate sukuk primary market spreads? *Research in International Business and Finance*, 40, 141–149. <https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2017.01.002>
- Hastin, M., Idris, & Aimon, H. (2013). Analisis pasar obligasi pemerintah di Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi*, 1(2), 241–258. Retrieved from <http://ejournal.unp.ac.id/index.php/ekonomi/article/view/750>
- Koop, G. (2006). *Analysis of financial data*. West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.
- Koop, G. (2013). *Analysis of economic data* (Fourth Ed.). West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.
- Mohamed, H. H., Masih, M., & Bacha, O. I. (2015). Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 233–252. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2015.02.004>
- Nagano, M. (2016). Who issues Sukuk and when?: An analysis of the determinants of Islamic bond issuance. *Review of Financial Economics*, 31, 45–55. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.05.002>
- Naifar, N., Hammoudeh, S., & Al dohaiman, M. S. (2016). Dependence structure between sukuk (Islamic bonds) and stock market conditions: An empirical analysis with Archimedean copulas. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 44, 148–165. <https://doi.org/10.1016/J.INTFIN.2016.05.003>
- 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>

