

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Kondisi Perekonomian Indonesia

Perekonomian di Indonesia merupakan suatu perekonomian yang memiliki banyak tantangan seperti terjadinya krisis global pada tahun 2008. Sebelum terjadinya krisis global Indonesia mengalami pertumbuhan ekonomi yang cukup bagus yaitu sebesar 6% per tahun. Setelah terjadinya krisis global pada tahun 2008 akhir sampai awal 2009 perekonomian di Indonesia mengalami penurunan hingga pertumbuhannya mencapai 4% per tahun, walaupun keadaan tersebut tidak separah keadaan negara Asia lainnya tetapi keadaan tersebut membuat perekonomian di Indonesia mengalami penurunan yang menyebabkan tingkat ekspor barang dan jasa bertambah besar.

Dengan adanya keadaan demikian membuat kepercayaan pelaku ekonomi di Indonesia mengalami penurunan dibidang keuangan dan sector riil. Kerjasama antara Bank Indonesia dengan pemerintah dalam membuat beberapa kebijakan untuk menstabilkan keadaan ekonomi yang terjadi pada saat itu membuahkan hasil. Kebijakan yang dibuat berupa kebijakan dalam bidang moneter dan kebijakan dalam bidang fiskal. Dalam bidang moneter BI memberikan kelonggaran moneter dan meremdam volatilitas yang berlebihan yang ada di pasar valuta asing. Sedangkan dalam bidang fiskal, pemerintah Indonesia memberikan stimulus serta penurunan tingkat suku bunga secara konsisten dan mempertahankan konsumsi domestic yang cukup tinggi.

Dengan adanya kebijakan tersebut pada tahun akhir tahun 2009 ekonomi Indonesia meningkat mencapai 4,5% per tahun.

Pada tahun 2010 Indonesia mampu mencapai 6,1% per tahun. Ketika perekonomian mulai membaik pada tahun 2011 perekonomian global mulai menunjukkan kondisi ketidakpastian, hal ini membuat pemerintah Indonesia khawatir akan terjadinya krisis global kembali karena jika hal tersebut terjadi akan berdampak negatif bagi kondisi perbankan yang ada di berbagai negara. Kondisi tersebut tidak terjadi di Indonesia, saat itu ekonomi Indonesia justru mengalami pertumbuhan yang cukup tinggi, mencapai 6,5%. Meningkatnya ekonomi Indonesia yang terjadi pada tahun 2011 tersebut karena adanya dorongan diakuinya perekonomian Indonesia oleh negara berkembang lainnya.

Pertumbuhan yang selalu membaik pasca krisis global dari tahun 2011 mampu mempertahankan peningkatan perekonomian di tahun 2012 ketika kinerja perekonomian global sedang melambat. Pada tahun 2012 perekonomian Indonesia tumbuh sebesar 6,2%. Pertumbuhan meningkat begitu tinggi karena didukung oleh sistem keuangan dan tingkat stabilitas ekonomi makro yang ada di Indonesia. Bank Indonesia mencatat pada tahun 2012 tingkat inflasi cukup rendah. Keadaan saat itu menjelaskan mengenai tingkat pendapatan konsumen meningkat sehingga menyebabkan tingkat konsumsi rumah tangga meningkat sebesar 5,3% dan tingkat investasi juga meningkat mencapai 9,8% serta konsumsi pemerintah tumbuh sebesar 1,3% dimana lebih rendah dibandingkan dengan tahun lalu sebesar 3,2%.

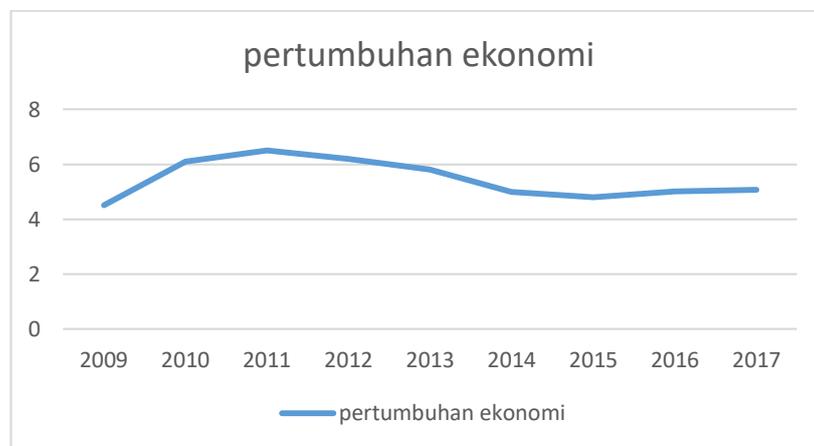
Sedangkan jika dilihat dari sisi permintaan domestik, kinerja eksternal perekonomian Indonesia menurun. Hal ini dilihat dari jumlah ekspor yang hanya mencapai 1,1% sedangkan impor Indonesia mencapai 6,7%. Hal ini dipengaruhi adanya respon konsumsi domestik yang cukup tinggi.

Pada tahun 2013 terjadi peningkatan harga BBM, sehingga hal ini menyebabkan tingkat inflasi meningkat hingga mencapai 8,4%. Pada tahun 2014 tingkat perekonomian sesuai dengan yang dijelaskan oleh Bank Indonesia bahwa tingkat pertumbuhan ekonomi sedikit melambat menjadi 5,0%, hal ini akibat dari naiknya harga BBM serta adanya moderasi karena dampak ekonomi global yang tidak dapat diperkirakan sehingga kebijakan-kebijakan yang ditempuh justru mendapat imbasnya sendiri.

Akibat adanya penurunan di tahun 2014 hal ini membawa dampak pada tahun selanjutnya. Pada tahun 2015 perekonomian sempat menurun di tahun awal kemudian mampu meningkat pada akhir tahun sebesar 4,8% lebih rendah di tahun sebelumnya, hal ini masih sama seperti sebelumnya bahwa kejadian ini akibat tidak stabilnya perekonomian global sehingga berdampak pada tingkat konsumsi domestik yang ada pada tahun-tahun selanjutnya

Adanya kebangkitan dari pemerintah kadaan ekonomi global tidak lagi menghambat berjalannya perekonomian di Indonesia, tahun 2016 Indonesia mampu meningkatkan perekonomiannya sebesar 5,02% ini merupakan nilai cukup bagus dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang hanya 4,8%. Peningkatan ini terjadi karena mulai tersusunnya sistem

perekonomian yang kini digunakan oleh pemerintah Indonesia. Tahun selanjutnya juga mengalami peningkatan sebesar 5,07%, nilai ditahun 2017 tersebut merupakan tingkat tertinggi setelah tahun 2014. Walaupun tingkat nilai ditahun 2017 lebih rendah dari target yang dipasangkan oleh APBN yaitu sebesar 5,2%.

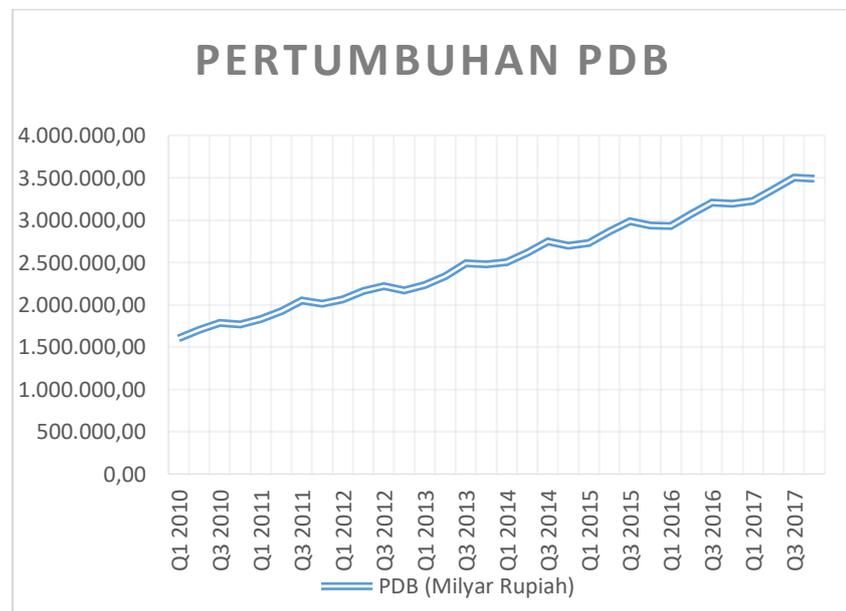


Sumber : Bank Indonesia tahun 2009-2017

Gambar 4.1 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

B. Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan total keseluruhan nilai output baik barang maupun jasa yang diproduksi pada suatu wilayah pada kurun waktu tertentu. Dalam suatu negara baik negara maju maupun negara berkembang suatu barang dan jasa tidak hanya di produksi oleh perusahaan milik negara tersebut tetapi juga ada campur tangan dari perusahaan asing yang juga membantu dalam produksi barang dan jasa. Campur tangan tersebut membuat nilai produksi barang dan jasa semakin meningkat pada negara tersebut. Perusahaan yang ikut andil dalam proses produksi tersebut menyediakan modal, teknologi dan juga tenaga ahli dibidangnya sehingga akan meningkatkan nilai barang produksi.



Sumber : Bank Indoensia 2010-2017

Gambar 4.2 Pertumbuhan Produk Domestik Bruto 2010-2017

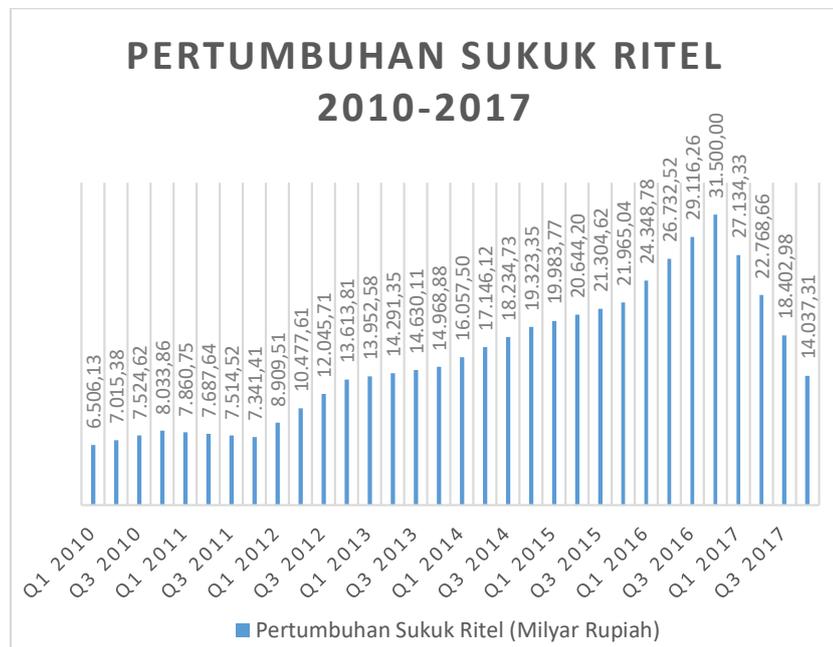
C. Pertumbuhan Nilai Outstanding Sukuk Ritel Negara

Obligasi menurut Otoritas Jasa Keuangan merupakan surat utang atau surat perjanjian utang dimana didalamnya mengandung perjanjian pembayaran bunga dan pelunasan utang sesuai tanggal yang telah disepakati. Sedangkan obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional, perbedaan tersebut terletak pada saat akad. Pada obligasi syariah harus berdasarkan *underlying asset*.

Di Indonesia, obligasi syariah (sukuk) terbagi menjadi dua kategori yaitu obligasi syariah perusahaan dan obligasi syariah pemerintah. Obligasi syariah perusahaan atau sukuk korporasi merupakan sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Akhir-akhir ini peningkatan sukuk korporasi melemah karena pemerintah mengeluarkan sukuk ritel, pemerintah meminta perusahaan BUMN infrastruktur untuk mengeluarkan sukuk korporasi karena nilai kontribusi sukuk korporasi yang tercatat di OJK masih sangat kecil. Pasar modal syariah memiliki kontribusi yang terbesar dalam asset keuangan syariah yaitu senilai 451,2 triliun dari total asset keuangan pada tahun 2017 yang mencapai 897,1 triliun. Total asset tersebut sebagian besar adalah kontribusi dari sukuk pemerintah yang senilai 423,29 triliun. Selain sukuk negara, sukuk korporasi hanya mencapai 11,75 triliun dan reksa dana syariah mencapai 16,20 triliun. Hal ini membuat OJK menginginkan penerbitan sukuk korporasi diperbesar (www.ojk.go.id).

Nilai sukuk korporasi jauh lebih rendah dibandingkan oleh sukuk ritel yang dikeluarkan oleh pemerintah, hal ini karena banyak investor yang lebih

suka membeli sukuk ritel. Sukuk ritel yang dikeluarkan oleh pemerintah tidak hanya untuk perusahaan-perusahaan tetapi untuk masyarakat Indonesia. Penerbitan ini memiliki pangsa pasar yang sangat besar. Selain itu, sukuk ritel yang dikeluarkan oleh pemerintah tidak banyak mengandung resiko yang tinggi karena segala bentuk risiko yang ada sudah tercatat dalam undang-undang negara sehingga akan menjadi tanggungan pemerintah.



Sumber : Kementerian Keuangan

Gambar 4.3 Pertumbuhan Outstanding Sukuk Ritel

SR.002-SR.009

Berdasarkan gambar diatas bahwa nilai outstanding sukuk ritel dari tahun ke tahun mengalami kenaikan walaupun ditahun 2017 mengalami penurunan yang cukup besar. Pada awal tahun 2010 sukuk ritel yang beredar sebanyak 6.506,13 Milyar Rupiah, kemudian naik kembali di awal tahun ketiga yaitu sebesar 7.860,75 Milyar Rupiah. Masih di tahun awal

diterbitkannya sukuk ritel nilai sukuk ritel mampu meningkat dari tahun ke tahun.

Perkembangan sukuk ritel di Indonesia sendiri didukung oleh beberapa faktor, diantaranya adalah masyarakat Indonesia yang mayoritas muslim. Selain itu, Indonesia merupakan suatu negara yang luas yang masih membutuhkan banyak infrastruktur sehingga banyak proyek yang sedang dijalankan dalam bidang infrastruktur yang memberikan peluang besar dalam melakukan pembiayaan karena dari banyaknya proyek tersebut akan membutuhkan banyaknya pembiayaan.

Perkembangan sukuk ritel di Indonesia terus membaik, walaupun di tahun 2017 mengalami penurunan yang cukup besar. Di tahun 2017 jumlah pengembalian yang diberikan juga menurun yaitu sebesar 6,9% sedangkan tahun-tahun sebelumnya memiliki nilai 8,3%. Penurunan tersebut disebabkan adanya penurunan kupon menjadikan nilai sukuk yang beredar juga mengalami penurunan. Hal ini tidak akan terjadi ketika pemerintah mampu memberikan sosialisasi terhadap masyarakat Indonesia untungnya berinvestasi pada sukuk ritel. Dibandingkan dengan investasi lain, sukuk ritel memiliki risiko yang sangat sedikit bahkan dapat dikatakan tidak ada risikonya. Seharusnya kepercayaan masyarakat terhadap sukuk ritel juga tinggi yang nantinya dapat meningkatkan perkembangan sukuk ritel selanjutnya.

D. Analisis Dan Pembahasan Model ARDL

1. Uji Akar Unit

Berdasarkan kriteria yang ada pada metode estimasi ARDL, yang pertama adalah melakukan uji stasioner data untuk melihat apakah variabel penelitian stasioner pada level I(0), first difference I(1) atau second difference I(2). Berdasarkan hasil uji stasioneritas data dengan menggunakan Phillips-Perron yang dilakukan, maka diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.1

Hasil Uji Stasioner Data

No	Variabel	PP		
		At Level	1 st	2 nd
1	PDB	0.286990 (0.9737)	-7.375525 (0.0000)	-
2	SR	-1.496188 (0.5222)	-1.448502 (0.5453)	-5.276382 (0.0002)

Sumber : Hasil Penelitian (data diolah)

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan tingkat stasioner data pada variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel PDB stasioner pada tingkat first difference sedangkan pada variabel SR stasioner pada tingkat second difference.

2. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi Engel-Granger dalam Derry dan Chenny (2016) bahwa setiap variabel-variabel penelitian harus memiliki nilai ordo

integrasi yang sama untuk melihat adanya kointegrasi antar variabel. Jika tidak, maka variabel yang digunakan tidak memiliki kointegrasi. Seperti yang telah kita lihat pada tabel 4.1 bahwa PDB dengan SR memiliki tingkat ordo integrasi yang berbeda, pada variabel PDB memiliki tingkat stasioner pada first difference I(1) sedangkan pada variabel SR memiliki tingkat stasioner pada second difference I(2). Karena antara PDB dan SR memiliki tingkat ordo integrasi yang berbeda, seperti yang dikatakan oleh Engel-Granger maka variabel-variabel penelitian tidak terdapat kointegrasi antar variabel dalam penelitian ini.

3. Uji Lag Optimal

Pada model estimasi ARDL, menentukan Lag Optimal sangat penting dilakukan, karena pengujian lag optimal menjelaskan pengaruh yang terjadi variabel ke variabel yang lainnya. Menurut Azuma dalam Derry (2016) besarnya lag yang dipilih adalah nilai terkecil dari AIC (*Akaike Information Criterion*).

Tabel 4.2

Penentuan Lag Optimal

Lag	AIC	SC
1	17.91801	18.05678
2	17.23182	17.46536
3	17.22977*	17.51266

Berdasarkan Tabel diatas dapat diketahui bahwa Lag Optimal pada variabel PDB dan SR terletak pada lag yang sama yaitu lag ke tiga. hal ini dilihat dari nilai terkecil dari AIC (*Akaike Information Criterion*).

4. Estimasi ARDL

Estimasi ARDL digunakan untuk melihat pengaruh Sukuk Ritel (SR) terhadap PDB baik dalam jangka pendek dan jangka panjang.

Tabel 4.3

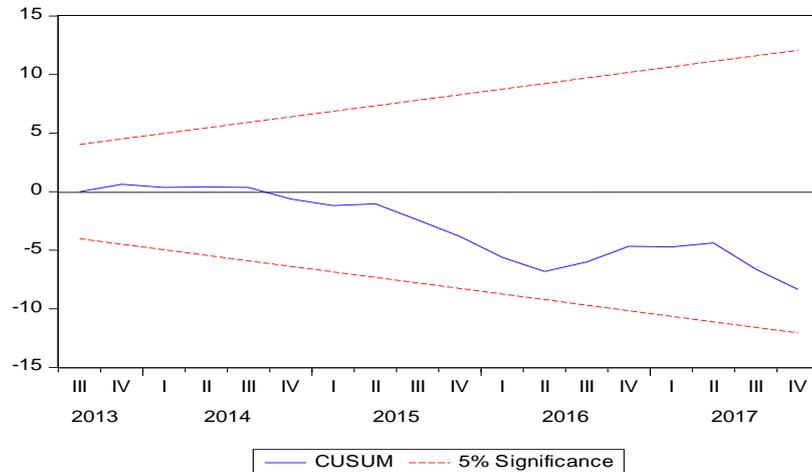
Estimasi ARDL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PDB(-1))	-0.531978	0.157746	-3.372365	0.0034
D(PDB(-2))	-0.784603	0.101504	-7.729750	0.0000
D(PDB(-3))	-0.693965	0.148909	-4.660341	0.0002
D(DSUKUK_RITEL)	-0.429266	5.445245	-0.078833	0.9380
D(DSUKUK_RITEL(-1))	-13.71548	8.145898	-1.683729	0.1095
D(DSUKUK_RITEL(-2))	-19.26137	8.142980	-2.365396	0.0294
D(DSUKUK_RITEL(-3))	-12.11191	8.453062	-1.432843	0.1690
C	515134.2	140586.2	3.664186	0.0018
DSUKUK_RITEL(-1)	18.71535	7.396820	2.530188	0.0209
PDB(-1)	0.242673	0.101235	-2.397119	0.0276

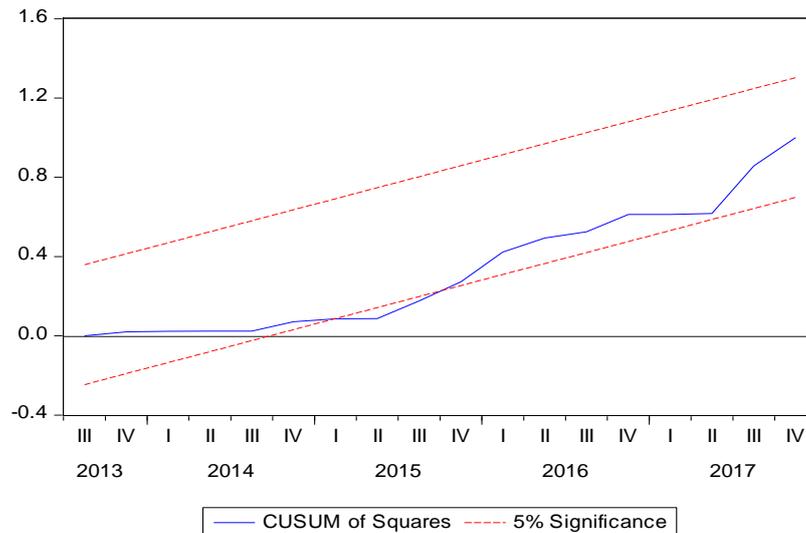
Sumber : Hasil Penelitian (data diolah dengan Eviews 9)

Jika dilihat dari hasil estimasi pada tabel 4.3 ditunjukkan bahwa variabel yang berpengaruh terhadap PDB adalah PDB pada Lag pertama, kedua dan ketiga, sedangkan SR berpengaruh pada PDB dalam jangka pendek pada lag kedua. Hal ini dapat dilihat dari koefisien pada tabel di atas, pada PDB lag pertama sebesar -0.531978 dalam jangka pendek dengan tingkat keyakinan sebesar 90%, -0.784603 untuk PDB pada Lag kedua dalam jangka pendek dengan tingkat keyakinan 95% dan -0.693965 untuk PDB pada Lag ketiga dalam jangka pendek dengan tingkat keyakinan 90%, -19.26137 untuk SR pada lag kedua memiliki pengaruh negatif signifikan dalam jangka pendek dengan keyakinan 90%. Dengan adanya hasil yang ada menunjukkan bahwa perubahan PDB dalam suatu

triwulan akan berpengaruh terhadap PDB pada satu triwulan, dua triwulan dan tiga berikutnya. Sedangkan perubahan SR pada suatu triwulan akan berpengaruh pada satu triwulan PDB berikutnya dalam jangka pendek. Hal ini karena sukuk ritel merupakan investasi yang memiliki *underlying asset* sehingga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan PDB dalam suatu negara hanya berpengaruh pada satu triwulan berikutnya. Dari hasil variabel lag sebelumnya menjelaskan bahwa PDB dipengaruhi oleh PDB itu sendiri pada lag sebelumnya dan memiliki pengaruh positif signifikan dengan nilai koefisien sebesar -0.242673 . selain itu, PDB juga dipengaruhi oleh SR secara positif dan signifikan pada periode sebelumnya dengan nilai koefisien sebesar 18.71535 .



Gambar 4.4 Cummulative Sum (CUSUM)



Gambar 4.5 Cummulative Sum of Squares (CUSUMQ)

Berdasarkan Gambar 4.3 dan 4.4 yaitu plot CUSUM dan CUSUMQ yang memberikan gambaran koefisiensi hasil estimasi stabil. Dalam gambar tersebut dapat dilihat akhir 2017 estimasi mengalami sedikit naik turun. Untuk melihat keseimbangan antar variabel antara PDB dan SR pada jangka pendek, maka perlu dilakukan estimasi jangka pendek dengan menggunakan ECT (*Error Correction Term*). ECT ini berfungsi untuk mengetahui tingkat kecepatan penyesuaian pada keseimbangan jangka pendek menuju jangka panjang. ECT yang memiliki nilai negatif dan signifikan akan menunjukkan adanya sebuah keseimbangan yang terjadi pada jangka panjang. Besarnya nilai koefisien ECT akan menunjukkan tingkat kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) dalam mengeoreksi ketidakseimbangan variabel untuk kembali pada titik keseimbangan (Bekhet dan Matar dalam Derry, 2016). Dari hasil lag

optimal yang telah ditentukan, maka hasil estimasi jangka pendek diperoleh sebagai berikut ini:

Tabel 4.4

Hasil Estimasi Jangka Pendek

PDB=	115037.2	0.271906	-0.216495	0.764880
t-ratio	0.763789	1.111434	-0.623151	2.037549
p-value	0.4561	0.2828	0.9818	0.0585

Dilihat dari tabel 4.4 bahwa nilai dari ECT bertanda positif dan tidak signifikan yaitu sebesar 0.764880 ($0.0585 > 0.005$) sehingga dapat dikatakan bahwa variabel PDB tidak mengalami penyesuaian keseimbangan dalam jangka pendek ke jangka panjang. Maka untuk melihat pengaruh antara SR terhadap PDB dalam jangka pendek akan dilakukan uji Wald (*Wald-Test*).

Tabel 4.5

Hasil Wald-Test Jangka Pendek

Variabel	Wald-test
PDB	3.929424 (0.1402)

Jika dilihat dari hasil uji Wald-test maka dapat diketahui bahwa nilai p-value menunjukkan hasil yang tidak signifikan ($0.1402 < 0.005$) maka dapat dikatakan bahwa Sukuk Ritel (SR) memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) dalam jangka pendek.

Hal ini karena sukuk ritel memiliki jangka waktu (jatuh tempo) yang panjang dan sukuk ritel sering digunakan dalam pembiayaan yang berbasis infrastruktur sehingga pengaruhnya terhadap perekonomian dalam jangka pendek tidak signifikan tetapi pengaruhnya secara positif. Pemerintah mengeluarkan sukuk ritel banyak digunakan untuk pembiayaan infrastruktur sehingga jangka waktu yang diberikan ketika pembelian sukuk ritel adalah tiga tahun. Perkembangan sukuk ritel suatu triwulan akan berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap perkembangan PDB pada triwulan berikutnya dalam jangka pendek pada periode waktu yang digunakan dalam penelitian ini. Pada penelitian Derry dan Chenny menjelaskan bahwa sukuk ritel tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perekonomian dalam jangka pendek. Hal ini karena dalam pengeluaran sukuk ritel harus adanya aset yang menjadi objek nyata ketika proses transaksi jual beli sukuk ritel.

Tabel 4.6

Hasil Estimasi Jangka Panjang

PDB=	515134.2	-0.252626	0.090638
t-ratio	3.664186	-4.660341	-1.432843
p-value	0.0018	0.0002	0.1690

Tabel 4.7

Hasil Wald-Test Jangka Panjang

Variabel	Wald-test
PDB	83.03395 (0.0000)

Jika dilihat dari hasil uji wald-test pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa sukuk ritel berpengaruh terhadap peningkatan PDB secara signifikan ($0.000 < 0.005$). Jadi dapat dikatakan bahwa adanya hubungan jangka panjang antara SR terhadap PDB. Jika dilihat dari tabel 4.3 bahwa koefisien yang diperoleh dari masing-masing variabel adalah PDB sebesar 0.242673 sedangkan SR sebesar 18.71535 dengan tingkat keyakinan 95%. Ini menunjukkan ketika Sukuk ritel naik sebesar 1 triliun akan menambah peningkatan PDB sebanyak 242 miliar. Berdasarkan hasil tersebut dapat kita lihat bahwa kontribusi nilai sukuk ritel terhadap PDB cukup besar.

Kesimpulan dari hasil estimasi ARDL dalam penelitian ini adalah Sukuk Ritel berpengaruh secara signifikan terhadap Produk Domestik Bruto. Sehingga dalam hal ini dalam meningkatkan Produk Domestik Bruto perlu adanya untuk meningkatkan investasi dalam bidang investasi riil seperti yang telah diketahui dalam penelitian ini bahwa Sukuk Ritel (SR) mempengaruhi Produk Domestik Bruto (PDB) secara positif signifikan pada jangka panjang. Sukuk ritel tergolong investasi yang

memiliki *underlying asset* dimana investasi yang memiliki nilai ekonomi serta memiliki bentuk asset secara nyata, sehingga apabila pemerintah mengeluarkan sukuk ritel dengan jumlah banyak akan menambah sumber pembiayaan yang nantinya dapat digunakan dalam proses pembangunan negara. Diperkuat dengan penelitian Derry dan Chenny menyebutkan bahwa pengaruh sukuk ritel terhadap perekonomian dalam jangka panjang memiliki pengaruh yang besar dan secara positif hal ini terjadi karena sukuk ritel sering digunakan untuk pembiayaan infrastruktur. Untuk peningkatan infrastruktur Indonesia maka pengeluaran sukuk ritel dapat diperbanyak dengan catatan sistem pengeluaran dan promosi yang digunakan lebih ditinjau kembali karena jika dilihat dari perkembangan sukuk ritel dari tahun 2009 sampai tahun 2016 selalu mengalami peningkatan tetapi ketika memasuki tahun 2017 sukuk Indonesia menurun. Berdasarkan penelitian Derry serta yang tertera didalam website CNN Indonesia hal ini terjadi karena kupon yang diberikan menurun serta adanya tren peningkatan suku bunga acuan Amerika Serikat membuat tingkat tingkat pengembalian sukuk ritel tidak menarik bagi investor.