

*Fakultas Agama Islam  
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta*

**PENGARUH VARIABEL MIKRO DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP NILAI  
OUTSTANDING SUKUK KORPORASI DI INDONESIA PERIODE 2011-2017  
(Analisis pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

**THE INFLUENCE OF MICRO AND MACRO ECENOMICS VARIABLE  
TOWARD THE VALUE OF CORPORATE SUKUK OUTSTANDING OF  
INDONESIA IN 2011-2017 PERIOD**

(Analysis at Companies Listed in Indonesia Stock Exchange)

**Dwi Puspita Lestari Ningsih dan Satria Utama, S.E.I, M.El.**

*Fakultas Agama Islam, Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Bantul, Yogyakarta,  
55183*

*Email : [dwipuspitaln@gmail.com](mailto:dwipuspitaln@gmail.com)*

*Dosen Pembimbing: [satriautama681@gmail.com](mailto:satriautama681@gmail.com)*

***Abstrak***

*Penelitian ini memiliki tujuan untuk meneliti bagaimana pengaruh variabel Mikro Ekonomi yang terdiri dari Debt to Equity Ratio, Current Ratio dan Ukuran Perusahaan, serta variabel Makro Ekonomi yang terdiri dari Inflasi, BI Rate, dan Kurs terhadap Outstanding Sukuk Korporasi. Data yang digunakan dalam bentuk data panel dengan model analisis Fixed Effect Model. Estimasi menggunakan bantuan software Stata 15.0. Metode pemilihan sampel menggunakan purposive sampling. Data yang digunakan dalam bentuk data tahunan dengan kurun waktu 2011 hingga 2017. Hasil temuan menunjukkan bahwa secara simultan atau bersama-sama variabel mikro maupun makro tidak berpengaruh signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi. Sedangkan secara parsial variabel makro ekonomi berupa Inflasi dan BI Rate tidak berpengaruh signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi. Sedangkan variabel Kurs berpengaruh signifikan. Untuk variabel mikro ekonomi Debt to Equity Ratio dan Current Ratio tidak berpengaruh signifikan. Sedangkan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan.*

**Kata Kunci** : *Fixed Effect Model, Stata, Outstanding Sukuk Korporasi.*

***Abstract***

*The objective of this research is to analyze how is the influence of micro economics variable consisting of Debt to Equity Ratio, Current Ratio and Company Size as well as macro economics variable consisting of Inflation, BI rate, and Exchange Rate toward Corporate Sukuk Outstanding. The data used was that of panel with Fixed Effect Model. The estimation was done using Stata 15.0 software. The sampling technique was done through purposive sampling. The data used was the annual data taken during the period of 2011 to 2017. The result indicated that simultaneously both micro and macro variable were not significantly*

*influencing corporate sukuk outstanding. Whereas partially, micro and macro variable of inflation and BI rate were not significantly influencing corporate sukuk outstanding. In other hand, the variable of exchange rate gave significant influence. Further, micro economics variable of Debt to Equity Ratio and Current Ratio didn't give any significant influence. Whereas company size gave significant influence.*

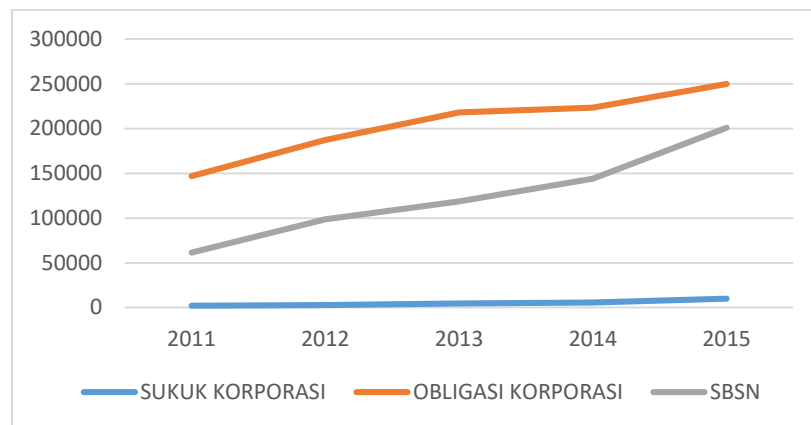
**Keywords:** *Fixed Effect Model, Stata, Corporate Sukuk Outstanding.*

## **PENDAHULUAN**

Bagi perusahaan adanya tambahan pendanaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan sangatlah penting. Perusahaan juga sangat mempertimbangkan instrument pendanaan apa yang tepat digunakan, karena dimasa mendatang yang diharapkan perusahaan dari pendanaan tersebut adalah untuk meningkatkan kinerjanya. Salah satu instrument investasi yang banyak dikenal dan digunakan oleh perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan sekunder adalah melalui surat hutang atau obligasi.

Jenis obligasi yang berkembang di Indonesia tidak hanya berbasis konvensional saja, tetapi turut diwarnai juga oleh obligasi syariah yang dikenal dengan sebutan sukuk. Perkembangan sukuk di Indonesia dimulai pada 2002 setelah PT Indosat Tbk menerbitkan 13 obligasi syariah *mudharabah* dengan nilai mencapai Rp175 miliar di Pasar Modal. Selanjutnya, terbitlah perundang-undangan mengenai Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yakni UU No. 19 Tahun 2008 tentang SBSN yang menjadi sebuah momentum penting bagi perkembangan pasar sukuk. Fatwa lain yang diterbitkan oleh DSN-MUI pada 2010 yakni fatwa No. 76/DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN *Ijarah Asset To Be Leasd* sehingga memperluas struktur penerbitannya.

Perkembangan sukuk, khususnya sukuk korporasi di Indonesia bisa dikatakan cukup baik, namun tidak sebaik perkembangan instrument sejenis lainnya, seperti Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau obligasi korporasi konvensional. Hal ini dapat dilihat dari jumlah outstanding sukuk dari ketiga instrument investasi tersebut. Berikut adalah grafik perbedaan nilai outstanding dari ketiga instrument investasi tersebut:



**Gambar 1.1. Jumlah Nilai Outstanding Sukuk Korporasi, Obligasi Konvensional, dan SBSN Selama 2011- 2015**

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bank Indonesia, data diolah

Dari gambar diatas, kita dapat melihat bahwa outstanding sukuk korporasi memang terus mengalami peningkatan, namun laju pertumbuhannya masih sangat jauh tertinggal dibandingkan dengan obligasi korporasi dan SBSN. Jumlah nilai outstanding sukuk korporasi pada tahun 2011 atau tepat sembilan tahun setelah penerbitan pertama hanya berkisar pada angka dua triliyun rupiah. OJK mencatat nilai outstanding sukuk korporasi per Desember 2011 hanya sebesar Rp2.039,4 miliar. Nilai ini bila dibandingkan dengan nilai outstanding obligasi korporasi masih jauh tertinggal, OJK mencatat nilai outstanding obligasi korporasi pada 2011 sebesar Rp146.969 miliar dan untuk SBSN nilai outstanding pada 2011 sebesar Rp61,452 miliar.

Pertumbuhan yang lambat ini mengingat bahwa pangsa pasar sukuk korporasi sendiri masih kecil bila dibandingkan dengan sukuk Negara. Kondisi perekonomian dimasa mendatang juga akan turut mempengaruhi permintaan terhadap obligasi korporasi syariah. Faktor makroekonomi dapat mempengaruhi kinerja sebuah perusahaan dan perubahan kinerja perusahaan tersebut secara fundamental juga akan mempengaruhi harga saham di pasar modal. Kinerja pasar modal akan bereaksi terhadap perubahan-perubahan ekonomi makro seperti perubahan tingkat suku bunga, inflasi ataupun jumlah uang beredar. Selain faktor makroekonomi, faktor mikroekonomi juga berpotensi mempengaruhi perkembangan outstanding sukuk korporasi. Seperti yang telah dijelaskan diatas, bahwasannya kondisi makroekonomi akan turut mempengaruhi kinerja perusahaan secara fundamental, sehingga

akan berpengaruh juga terhadap keputusan investor dalam berinvestasi, karena bagi investor faktor fundamental perusahaan merupakan salah satu pertimbangan untuk menilai bagaimana prospek perusahaan untuk menghasilkan profit bagi investor atas dana yang diinvestasikannya.

Manfaat dari penelitian ini bagi penulis adalah sebagai tugas akhir perkuliahan untuk memperoleh gelar sarjana. Kemudian bagi akademik diharapkan dapat menambah pundi-pundi pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya kajian mengenai obligasi korporasi. Bagi peneliti, dapat dijadikan rujukan dalam penelitian yang dilakukannya. Bagi perusahaan atau emiten dapat digunakan sebagai bahan kajian untuk pertimbangan dalam pengembangan perusahaan terutama dalam pengambilan keputusan terkait penerbitan obligasi syariah. Bagi pemerintahan dapat turut membantu dalam merancang kebijakan dan pengambilan keputusan untuk pengembangan ekonomi dalam negeri melalui peranan korporasi.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh variabel mikro ekonomi yang terdiri dari *Debt to Equity Ratio* rasio likuiditas (CR), dan variabel makro ekonomi yang terdiri dari inflasi, nilai kurs secara simultan memiliki pengaruh terhadap perkembangan nilai outstanding sukuk korporasi. Serta untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh variabel mikro ekonomi yang terdiri dari *Debt to Equity Ratio* rasio likuiditas (CR), dan variabel makro ekonomi yang terdiri dari inflasi, nilai kurs secara parsial memiliki pengaruh terhadap perkembangan nilai outstanding sukuk korporasi.

Pengertian sukuk, dalam Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk pada Bab I Ketentuan Umum Pasal Satu menjelaskan bahwa, sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'undivided share*), atas aset yang mendasarinya. Sukuk dapat digolongkan ke dalam dua golongan yakni sukuk yang dapat diperdagangkan, yakni diantara sukuk ijarah, sukuk mudharabah, sukuk musyarakah, sedangkan sukuk yang tidak diperdagangkan adalah

sukuk istisna atau murabahah dan sukuk salam.<sup>1</sup> Sukuk korporasi sendiri dapat diartikan sebagai sebuah surat hutang syariah yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau emiten dengan tujuan untuk membiayai kebutuhan dana perusahaan atau proyek-proyek perusahaan.

Teori mikro dan makro ekonomi, dimana dalam teori mikro ekonomi mencakup tiga aspek, yakni kegiatan yang berhubungan dengan konsumsi, produksi dan distribusi. Sehingga dapat dikatakan bahwa dalam ekonomi mikro lebih mencakup segala bentuk aktivitas internal yang mempengaruhi pembuatan keputusan dalam ruang lingkup yang lebih kecil. Sedangkan didalam ekonomi makro lebih kompleks lagi karena dapat mempengaruhi pengambilan keputusan yang berhubungan langsung dalam kegiatan pemerintahan sebuah Negara. Teori mikro dan makro ekonomi tersebut dapat menghasilkan cabang ilmu ekonomi moneter dan peranan pemerintah dalam memutuskan membelanjakan atau menyimpan uangnya dalam jumlah yang sangat besar akan menjadi kajian tersendiri yang kemudian menghasilkan cabang ilmu ekonomi fiskal.<sup>2</sup>

Penelitian yang dilakukan oleh Ivan (2017) tentang Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia. Dimana variabel-variabel yang digunakan antara lain data nilai emisi sukuk korporasi, jumlah uang beredar, inflasi, indeks produksi industri, kurs, oil price, dan bagi hasil deposito *mudharabah*. dengan data berbentuk *time series* dari Januari 2013 sampai Desember 2015. Analisis menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS). Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa variabel makroekonomi mempengaruhi pertumbuhan sukuk korporasi. Variabel tersebut antara lain jumlah uang beredar, indeks produksi industri, dan inflasi berhubungan positif terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia sedangkan variabel oil price, kurs, dan bagi hasil deposito *mudharabah* berpengaruh negatif.

Penelitian yang dilakukan Sholikha Oktavi Khalifaturofi'ah dan Zubaidah Nasution (2016) tentang Analisa Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Penerbitan Sukuk Ijarah Di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan model analisis data regresi

---

<sup>1</sup> Muhammad Iqbal. *Sukuk: Teori dan Implementasi*. Jurnal Studi Ekonomi dan Bisnis Islam, Vol. 1, No. 1. 2016. Hal: 84-85

<sup>2</sup> Karim, Adiwarmanto. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada. 2014. Hal: 1

linier. Penelitian Sholikha ini memperoleh hasil bahwa laba, inflasi dan SBI sama-sama memberikan pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap sukuk ijarah. Namun, pada SBI tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap sukuk ijarah sedangkan laba memberikan pengaruh signifikan secara parsial terhadap sukuk ijarah. Inflasi berpengaruh tetapi tidak terlalu signifikan secara parsial terhadap sukuk ijarah.

Penelitian Faizul Ardi (2016) mengenai Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi dan BI Rate Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005. Dalam penelitian ini, sampel berupa data harga pasar dan volume penjualan bulanan dari sukuk Negara ritel SR-005 periode Maret 2013 hingga Februari 2016. Alat analisis yang digunakan adalah metode analisis regresi linier berganda. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa harga sukuk Negara ritel, inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan serta berpengaruh negatif terhadap permintaan sukuk Negara ritel SR-005. BI rate memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk Negara ritel SR-005.

Penelitian Galih Estu (2017), penelitian ini adalah penelitian yang menggunakan rating sukuk sebagai variabel *dependent* atau terikat dan menggunakan profitabilitas, ukuran perusahaan, produktivitas kemudian reputasi auditor sebagai variabel *independent* atau variabel bebas. Data berbentuk data sekunder berupa laporan keuangan bukan bank dalam tahunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang sudah mendapat sertifikat peringkat dari Pefindo dari 2009-2013. Teknik analisis menggunakan regresi logistik ordinal yang dilanjutkan dengan perhitungan regresi menggunakan program SPSS 16. Hasil dari penelitian ini adalah variabel profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk, kemudian untuk variabel produktivitas dan reputasi auditor berpengaruh negatif signifikan terhadap peringkat sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Oky Oktavian (2015) mengenai pengaruh tingkat inflasi, DER, likuiditas, obligasi dan rating obligasi terhadap yield obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2012. Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan obligasi dari tahun 2009-2012 dan terdaftar di BEI. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan inflasi, DER, likuiditas dan

peringkat obligasi secara bersama-sama (simultan) berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Namun, secara parsial yang berpengaruh signifikan terhadap obligasi adalah rating obligasi. Sedangkan, untuk variabel inflasi, DER, dan likuiditas obligasi tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

Penelitian yang dilakukan Ni Made dan Bagus Bajra (2016) untuk mengetahui pengaruh likuiditas, ukuran perusahaan, *leverage* dan jaminan terhadap peringkat obligasi pada sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Menggunakan data sekunder dengan metode *purposive sampling* dan diperoleh sampel berjumlah 20 obligasi dari perusahaan di sektor keuangan tahun 2012-2014. Analisis regresi logistik dan memakai SPSS 13 untuk pengolahannya. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap peringkat obligasi, *leverage* berpengaruh positif tidak signifikan. variabel jaminan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini termasuk dalam ranah penelitian dengan pendekatan kuantitatif untuk mengetahui hubungan dua variabel atau lebih dengan menggunakan data-data sekunder berupa data panel. Data panel merupakan data yang terdiri dari data *time series* (deret waktu) dan data *cross section* (silang).

Penelitian ini memiliki tujuh hipotesis antara lain: H<sub>1</sub>: Terdapat pengaruh secara simultan dari variabel independen terhadap variabel dependen, H<sub>2</sub> : Inflasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, H<sub>3</sub> : Kurs memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, H<sub>4</sub> : BI rate memiliki pengaruh negative dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, H<sub>5</sub>: *Debt to equity ratio* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, H<sub>6</sub>: *Current ratio* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, H<sub>7</sub> : Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi.

Metode yang digunakan dalam penelitian adalah metode analisis data panel dengan bantuan *software* Stata 15.0. Model analisis penelitian ini menggunakan model estimasi

*Fixed Effect*. Teknik analisis data pada penelitian ini meliputi empat langkah. Pertama; Metode Estimasi Model, Metode estimasi data untuk data panel dapat dilakukan dengan model regresi seperti, *Pooled Least Square* atau biasa disebut metode *Ordinary Least Square* (OLS) kemudian ada *Fixed Effect* (FE) dan *Random Effect* (RE) (Diassatria, 2018). Kedua; Penentuan Model Terbaik, untuk menentukan model terbaik, dilakukan dua uji, yakni *Chow test* yang dilakukan untuk mengetahui model estimasi yang baik untuk dipakai adalah menggunakan *Ordinary Least Square* atau *Fixed Effects* dan *Hausman test* untuk menentukan model estimasi yang baik apakah *Fixed Effects* atau *Random Effect*. Ketiga; Uji Asumsi Klasik, uji ini terdiri dari Uji Multikolinearitas, Uji Heteroskedastisitas, dan Uji Autokorelasi. Keempat; Pengujian Hipotesis, pengujian ini terdiri dari Uji Determinasi ( $R^2$ ) Uji F (Uji Signifikansi Serentak) dan Uji t (Uji Signifikansi Parsial).

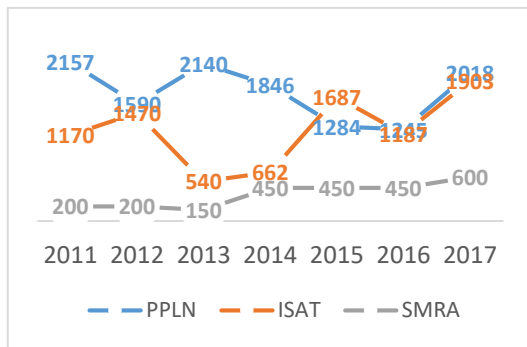
Pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan studi kepustakaan untuk mendapatkan informasi berupa teori-teori yang berkaitan dengan penelitian ini yang diperoleh dari buku, jurnal-jurnal, artikel-artikel baik yang diterbitkan melalui media cetak, surat kabar maupun situs internet dan dokumentasi, dengan pencatatan atas perolehan data-data sekunder yang diperlukan dalam penelitian ini yang didapatkan dari website resmi instansi terkait yang datanya diperlukan dalam penelitian ini.

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini menggunakan data panel dengan model analisis *Fixed Effect*. D ata ketiga perusahaan yang masuk dalam sampel, yakni PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT. Indosat Tbk, PT. Summarecon Agung Tbk, kemudian diperoleh data-data terkait variabel penelitian. Dari hasil pengumpulan data tersebut selanjutnya dilakukan estimasi pada data tersebut menggunakan analisis yang sesuai untuk penelitian ini. Selanjutnya melakukan interpretasi hasil estimasi dan terakhir memberikan penjelasan hasil temuan dari penelitian yang telah dilakukan.

Analisa deskriptif dari variabel penelitian, yang terdiri dari Jumlah Outstanding Sukuk Korporasi, Inflasi, BI Rate, Kurs, *Debt to Equity Ratio*, *Current Ratio* dan Ukuran Perusahaan sebagai berikut;

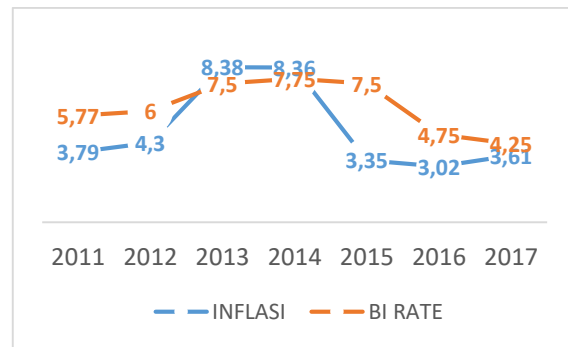




**Gambar4.1**

**Jumlah Outstanding Sukuk Perusahaan**

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, data diolah



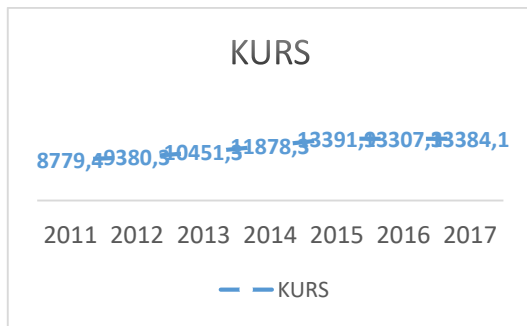
**Gambar 4.2**

**Tingkat Inflasi dan BI rate 2011- 2017**

Sumber: BI dan Badan Pusat Statistik

Pada gambar 4.1 yang menampilkan jumlah outstanding dari ketiga perusahaan, yakni pada PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) jumlah outstanding sukuk terbesar adalah pada 2011, dengan nilai mencapai Rp2.157 miliar, sedangkan jumlah outstanding terkecil pada tahun Rp1.245 miliar. Rata-rata outstanding sukuknya berkisar Rp1754,29 miliar. Pada PT. Indosat Tbk jumlah outstanding terbesar pada tahun 2017 dengan nilai mencapai Rp1.903 miliar, sedangkan jumlah outstanding terkecil pada tahun 2013 dengan nilai Rp540 miliar. Rata-rata outstanding sukuknya berkisar Rp1231,29 miliar. Pada PT. Summarecon Agung Tbk jumlah outstanding terbesar pada 2017 dengan nilai mencapai Rp600 miliar dan outstanding terkecil pada 2013 dengan nilai mencapai Rp150 miliar. Rata-rata outstanding sukuknya berkisar Rp357,14 miliar.

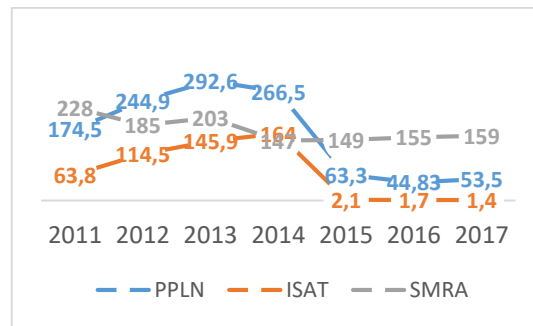
Pada gambar 4.2 yang menampilkan tingkat inflasi dan BI Rate sejak 2011-2017. Untuk tingkat inflasi tingkat inflasi terbesar terjadi pada 2013 dengan nilai mencapai 8,38% sedangkan inflasi terendah pada 2016 dengan nilai mencapai 3,02%. Sedangkan untuk tingkat BI Rate tertinggi terjadi pada 2014 dengan nilai mencapai 7,75% dan terendah pada 2017 dengan nilai mencapai 4,25%.



**Gambar4.3**

**Kurs terhadap USD tahun 2011 s.d 2017**

Sumber: Bank Indonesia



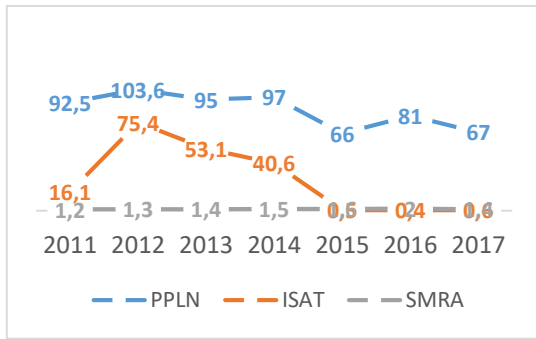
**Gambar 4.4**

**Debt to Equity Ratio 2011 s.d 2017**

Sumber: Lap. Keuangan Perusahaan, data diolah

Pada gambar 4.3 dapat kita lihat nilai kurs rupiah terus terdepresiasi terhadap USD. Depresiasi tertinggi terjadi pada 2017 dengan nilai mencapai Rp13.384 dan nilai kurs terendah pada 2011 dengan nilai mencapai Rp8.779,4. Pada 2013 hingga 2017 nilainya berada pada kisaran sepuluh hingga belasan ribu rupiah. Melemahnya nilai rupiah yang terjadi ditahun-tahun tersebut menurut berita yang dimuat dalam msn.com disebabkan karena terjadinya defisit neraca pembayaran, khususnya pada neraja berjalan.

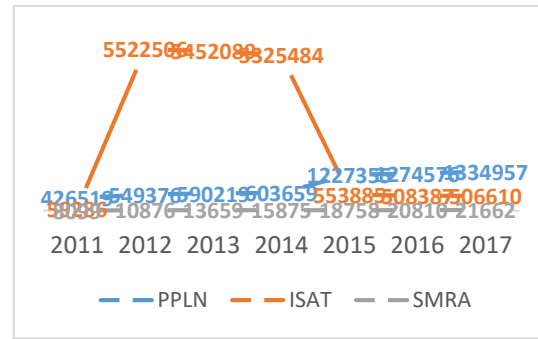
Pada gambar 4.4 yang menyajikan nilai *debt to equity ratio* dari ketiga perusahaan kita bisa melihat pada tahun 2011 DER tertinggi terjadi pada PT. Summarecon Agung Tbk yang sebesar 228,0%, pada tahun 2012-2014 tingkat DER tertinggi pada PT. Perusahaan Listrik Negara yang sebesar 244,9%, 292,6%, 266,5%. Sedangkan di tahun 2015-2017 DER tertinggi kembali dialami oleh PT. Summarecon Agung Tbk, dengan nilai 149,0%, 155,0%. Dan 159,0%. Sedangkan untuk nilai DER terendah selama tahun 2011 sampai 2012 terjadi pada PT. Indosat Tbk dengan nilai sebesar 63,8%, 114,5% dan 145,9%. Pada 2015 nilai DER terendah terjadi pada PT. Summarecon Agung Tbk sebesar 147%. Selanjutnya pada 2016 hingga 2017 nilai DER terendah kembali terjadi pada PT. Indosat Tbk sebesar 2,1%, 1,7% dan 1,4%.



**Gambar 4.5**

**Current Ratio 2011 s.d 2017**

Sumber: Lap. Keuangan Perusahaan, data diolah



**Gambar 4.6**

**Ukuran Perusahaan 2011 s.d 2017**

Sumber: Lap. Keuangan Perusahaan, data diolah

Pada gambar 4.5 yang menyajikan nilai *current ratio* dari ketiga perusahaan diperoleh nilai *current ratio* tertinggi dari tahun-tahun penelitian terjadi pada PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dengan nilai CR yang fluktuatif, yakni sebesar 92,5%, 103,6%, 95%, 97%, 66%, 81% dan 67%. Pada PT. Indosat Tbk tahun 2012 yang naik menjadi 75,4% dari tahun sebelumnya yang hanya 16,1%. Kemudian pada 2013 kembali menurun hingga 2017, yakni sebesar 53,1%, 40,6%, 0,5%, 0,4% dan 0,6%. Untuk PT. Summarecon Agung Tbk nilai CR nya adalah yang paling rendah dibandingkan kedua perusahaan lainnya. Nilai tersebut dari tahun 2011 sampai 2015 berada pada kisaran 1%, dan hanya pada 2016 nilainya sebesar 2% saja.

Pada gambar 4.6 yang menyajikan ukuran perusahaan yang dilihat dari jumlah total asetnya, pada tahun 2011 jumlah tertinggi dimiliki PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dengan jumlah Rp426.519 miliar. Pada tahun 2012 sampai 2014 total aset terbesar dimiliki PT.Indosat Tbk dengan jumlah rata-rata ketiga tahun tersebut sebesar Rp5.433.360 miliar, kemudian tahun 2015 sampai 2017 total aset terbesar dimiliki PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dengan jumlah rata-rata sebesar Rp424.858,7 miliar. Sedangkan total aset terkecil di tahun 2011 sampai 2017 dimiliki oleh PT. Summarecon Agung Tbk dengan jumlah rata-rata hanya sebesar Rp15.677 miliar.

Dalam mengestimasi data panel terdapat tiga pendekatan yakni, pendekatan *Common Effect Model* (CEM), pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM), dan pendekatan *Random Effect Model* (REM). Untuk memperoleh model terbaik dalam mengestimasi data panel pada penelitian ini , perlu dilakukan dua uji yakni, Uji Chow dan Uji Hausman. Uji Chow

digunakan untuk menentukan apakah model terbaik adalah *Ordinary Least Square* atau *Fixed Effects*, dengan hipotesis sebagai berikut:  $H_0$  : Model OLS dan  $H_1$  : Model FE. Dari pengujian ini diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.1**  
**Hasil Uji Chow**

<i>Effect Test</i>	Prob
F(2,12)	9,99
Prob > F	0,0028

Sumber: Hasil Pengolahan menggunakan Stata

Berdasarkan hasil uji tersebut, diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.0028 atau nilainya kurang dari 0.05, sehingga hasil tersebut menolak hipotesis nol atau menerima hipotesis satu. Maka model terbaik yang akan digunakan adalah model *fixed effect*. Selanjutnya memilih antara model FE atau RE. Selanjutnya, dilakukan Uji Hausman untuk menentukan apakah model terbaik adalah *Fixed Effects* atau *Random Effect*, dengan hipotesis sebagai berikut:  $H_0$  : Model *Random Effects* dan  $H_1$  : Model *Fixed Effects*. Dari pengujian ini diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Uji Hausman**

<i>Chi</i> <sup>2</sup>	Prob> <i>chi</i> <sup>2</sup>
25.02	0.0003

Sumber: Hasil Pengolahan menggunakan Stata

Dari hasil uji tersebut yang menunjukkan nilai prob>  $\chi^2$  sebesar 0.0003 atau kurang dari 0.05, sehingga hasil tersebut menolak hipotesis nol atau menerima hipotesis satu. Maka model yang tepat digunakan adalah *Fixed Effects*.

Setelah diperoleh model terbaik untuk analisis selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik pada data. Uji tersebut meliputi Uji Multikolinearitas untuk melihat apakah terjadi korelasi yang sempurna antara beberapa variabel atau keseluruhan variabel. Cara melihat adanya multikolinearitas dapat melalui nilai VIF, bila tidak lebih besar dari 10 maka tidak terjadi multikolinearitas. Pada data penelitian ini terjadi multikolinearitas, karena pada beberapa variabel nilai VIF nya lebih dari 10, untuk itu pada kasus seperti ini dapat dilakukan perbaikan atau tetep membiarkannya. Pertimbangan untuk tidak memperbaikinya karena

dampak dari multikolinearitas adalah kesulitan memperoleh estimator dengan standar error yang kecil dan jumlah observasi yang sedikit dalam penelitian.<sup>3</sup> Dikarenakan pada penelitian ini jumlah observasinya sedikit atau kecil, maka diputuskan untuk tetap membiarkan terjadi multikonilearitas. Kemudian uji asumsi klasik lainnya adalah Uji Heteroskedastisitas untuk melihat apakah dalam suatu model terdapat varian residual atas observasi yang berbeda. Pembangunan hipotesis dalam uji heteroskedastisitas ini adalah  $H_0$  : Tidak ada heteroskedastisitas dan  $H_1$  : ada heteroskedastisitas Dari pengujian yang dilakukan diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Chi <sup>2</sup>	Prob > Chi <sup>2</sup>
0,063	0,4258

Sumber: Hasil Pengolahan Data Panel menggunakan Stata

Berdasarkan hasil tersebut didapatkan nilai prob > Chi<sup>2</sup> lebih dari alpha (0.05), hasil tersebut mengartikan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji selanjutnya adalah Uji Autokorelasi, Menurut Kuncoro (2011) kasus autokorelasi sering muncul disebabkan karena residual antar satu observasi ke observasi lainnya tidak bebas. Ada tidaknya autokorelasi dapat dilihat dari nilai (prob>Chi2) apabila nilainya kurang dari alpha (0.05), mengindikasikan adanya autokorelasi<sup>4</sup>. Dari pengujian yang dilakukan diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

F(1,2)	Prob > F
0,170	0,7204

Sumber: Hasil Pengolahan Data Panel menggunakan Stata

Berdasarkan hasil tersebut didapatkan nilai prob > F lebih dari alpha (0.05), hasil tersebut mengartikan bahwa tidak terjadi autokorelasi. Kemudian dilakukan Uji Hipotesis, dari hasil pengujian yang dilakukan maka model terbaik yang digunakan dalam penelitian ini

<sup>3</sup> Agus Tri B. *Uji Multikolinearitas dan Perbaikan Uji Multikolinearitas*. Internet. Diakses tanggal 25 Februari 2019. 2017. Hal: 1

<sup>4</sup> Diassatria. *Panel Data With Stata*. Internet. Diakses tanggal 24 Februari 2019. 2018. Hal: 6

adalah *Fixed Effect Model*. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat diukur melalui *goodness of fit* fungsi regresinya. Secara statistik t, nilai statistic F, dan koefisien determinasi yang tujuannya untuk mengetahui secara parsial maupun simultan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.<sup>5</sup> Dari pengujian tersebut diperoleh hasil estimasi sebagai berikut:

**Tabel 4.6**  
**Hasil Estimasi *Fixed Effect Model***

	Koefisien	Standar Error	T	P >  t
Inflasi	-0.0468467	0.639733	-0,73	0.478
BI rate	-0,0412993	0,0844984	-0,49	0,634
Log(Kurs)	2,642942	0.8742777	3,02	0.011
DER	0.0000536	0.0024046	0.02	0.983
CR	0.0227517	0.0110808	2,05	0.063
Ukuran Perusahaan	-0,3914916	0,1568849	-2,50	0,028
Konstanta	-13,48539	7.289567	-1,85	0.089
R <sup>2</sup>		0,5315		
Prob (F-Statistik)		0,1070		

Sumber: Hasil Pengolahan Data Panel menggunakan Stata

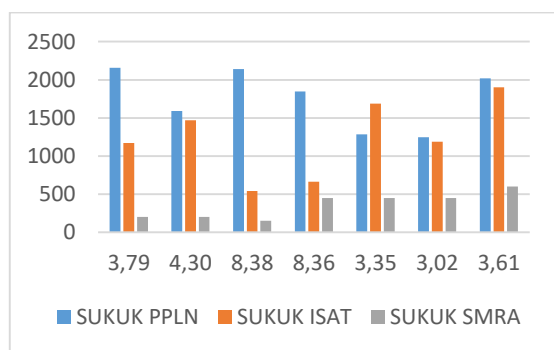
Dari hasil tersebut diperoleh nilai *Adjusted R-square* sebesar 0,5315 yang artinya menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen yakni, Inflasi, Kurs, DER, CR, dalam menjelaskan variabel dependen yakni Outstanding Sukuk Korporasi hanya sebesar 53,15% sedangkan sisanya 46,85% dipengaruhi oleh variabel lainnya yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

Kemudian dilakukan Uji F untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen secara serentak. Hasil yang diperoleh adalah nilai F sebesar 0,1070 atau lebih besar dari alpha (0,05), maka H<sub>0</sub> yang menyatakan tidak ada pengaruh secara simultan (bersama-sama) diterima dan H<sub>1</sub> ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel Inflasi, Kurs, DER, dan CR tidak memiliki pengaruh terhadap Outstanding Sukuk Korporasi secara simultan.

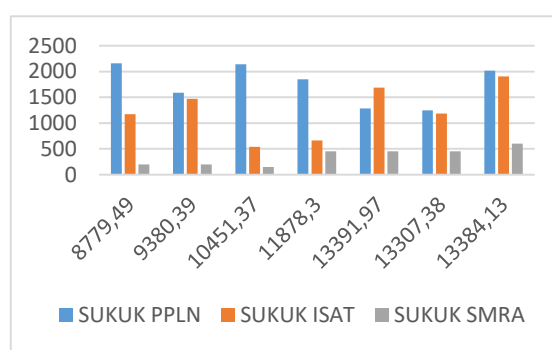
<sup>5</sup> Ibid. Hal: 14

Kemudian Uji t untuk melihat pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial atau individu. Hasil yang diperoleh adalah: 1) Nilai signifikansi variabel inflasi sebesar 0.478, dan koefisien sebesar  $-0.0468467 > 0.05$ . Sehingga  $H_2$  ditolak dan menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi. 2) Nilai signifikansi variabel kurs sebesar 0.011 dan koefisien sebesar  $2,642942 < 0.05$ . Sehingga  $H_2$  ditolak dan menyatakan bahwa kurs memiliki pengaruh positif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi. 3) Nilai signifikansi variabel BI rate sebesar 0.634 dan koefisien sebesar  $-0,0412993 > 0.05$ . Sehingga  $H_2$  ditolak dan menyatakan bahwa BI rate memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan outstanding sukuk korporasi. 4) Nilai signifikansi variabel *debt to equity ratio* sebesar 0,983 dan koefisien sebesar  $0.0000536 > 0.05$ . Sehingga  $H_3$  ditolak dan menyatakan bahwa *debt to equity ratio* memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi. 5) Nilai signifikansi *current ratio* sebesar 0.063 dan koefisien sebesar  $0.0227517 > 0.05$ . Sehingga  $H_2$  ditolak, maka hasil yang ditunjukkan adalah terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara *current ratio* dengan outstanding sukuk korporasi. 6) Nilai signifikansi variabel ukuran perusahaan sebesar 0,028 dan koefisien sebesar  $-0,3914916 < 0.05$ . Sehingga  $H_3$  ditolak dan menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi.

Penelitian ini menghasilkan temuan bahwa hubungan antara variabel independen dengan dependennya adalah sebagai berikut:



**Gambar 4.7**  
Tingkat Inflasi dengan Outstanding Sukuk



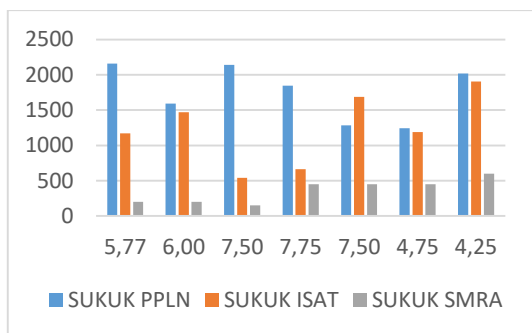
**Gambar 4.9**  
Tingkat Kurs dengan Outstanding Sukuk

Berdasarkan hasil yang diperoleh bahwa terdapat pengaruh dengan arah negatif tetapi tidak signifikan antara tingkat inflasi dengan outstanding sukuk korporasi. Hal tersebut dikarenakan saat terjadi perubahan tingkat inflasi, akan selalu dibarengi dengan perubahan tingkat suku Bunga acuan BI. Apabila terjadi inflasi dibawah maupun diatas koridor penentuan Bank Indonesia, maka pemerintah lewat kebijakan moneternya akan membuat keputusan untuk menaikkan maupun menurunkan suku bunga acuan, demi menjaga agar inflasi tetap stabil. Hal tersebut nantinya akan diikuti oleh penurunan atau kenaikan suku bunga SBI, tabungan dan juga deposito perbankan. Sehingga, saat keuntungan yang didapat investor dari tabungan atau deposito lebih besar maka investor akan lebih memilih berinvestasi pada kedua instrumen tersebut, ketimbang pada obligasi atau sukuk. Kemudian hasil yang tidak signifikan pada periode penelitian ini tingkat inflasi berada pada taraf yang dapat dikendalikan sehingga tidak banyak mempengaruhi gejolak dalam pasar modal dan mempengaruhi perusahaan dalam memutuskan jumlah penerbitan sukuknya. Selain itu masih terkendalnya inflasi yang terjadi memberikan banyak pilihan investasi bagi masyarakat untuk memilih sukuk, tabungan, ataupun deposito. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Faizul (2016) dan memiliki kesamaan arah yang negatif seperti penelitian Oky (2016).

Kemudian untuk variabel kurs diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara tingkat kurs dengan outstanding sukuk korporasi. Hal tersebut disebabkan karena masih tingginya permintaan terhadap instrument tersebut. Menurut I Made Saputra selaku Analis Fixed Income MNC Sekuritas yang dimuat dalam Kontan.co.id menuturkan penerbitan sukuk selalu dalam tren yang meningkat karena permintaan dari industri keuangan syariah juga meningkat. Selain itu adanya kelangkaan pada penawaran sukuk tersebut yang kemudian dimanfaatkan emiten untuk dapat menyerap permintaan yang ada. Ditengah pelemahan nilai tukar Rupiah, investor cenderung was-was untuk membeli obligasi konvensional, pasalnya penawaran obligasi konvensional yang cukup banyak, sehingga investor khawatir akan terjadi penurunan harga baik disebabkan karena pasokan yang banyak dari obligasi konvensional maupun dari pelemahan nilai tukar Rupiah tersebut. Kemudian hasil yang tidak signifikan karena masih banyaknya pihak seperti perusahaan yang

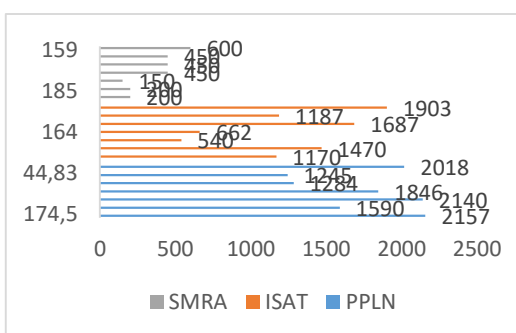


masih membutuhkan dana serta memanfaatkan pasar modal sebagai sumber pendanaannya, maka pelemahan yang terjadi pada nilai tukar rupiah terhadap dollar ini tidak akan berpengaruh pada penurunan penerbitan obligasi korporasi. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Dung P. le (2016), yang menyatakan adanya pengaruh positif dari nilai tukar terhadap pasar obligasi.



**Gambar 4.8**

**Tingkat BI Rate dengan Outstanding Sukuk**



**Gambar 4.10**

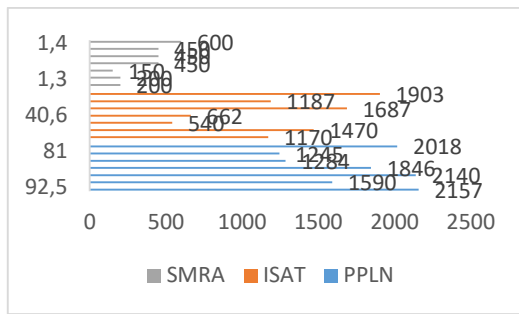
**Tingkat DER dengan Outstanding Sukuk**

Berdasarkan hasil yang diperoleh bahwa terdapat pengaruh dengan arah negatif tetapi tidak signifikan antara tingkat BI Rate dengan outstanding sukuk korporasi. Hubungan tersebut sesuai dengan teori yang digunakan untuk pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa kenaikan tingkat suku bunga merupakan sentiment negatif terhadap harga saham.<sup>6</sup> Sehingga terjadi penurunan harga-harga saham, karena banyaknya investor yang ingin menjual sahamnya, hal yang sama juga akan terjadi pada obligasi dan turut membebani biaya modal yang ditanggung perusahaan. Harga obligasi juga menurun karena investor yang memiliki obligasi tersebut dalam kenyataannya hanya dapat tingkat kupon tetap. Sehingga, investor akan beralih kepada instrument investasi seperti deposito dan hal tersebut akan berpengaruh pada penurunan outstanding sukuk korporasi. Kemudian tidak signifikan karena saat terjadi perubahan tingkat BI rate, hal tersebut merupakan respon dari kurang stabilnya tingkat inflasi. Tetapi, saat tingkat inflasi dapat terkendali, maka akan mendorong kegiatan perekonomian untuk tumbuh dan kegiatan di pasar modal dapat berkembang cukup baik.

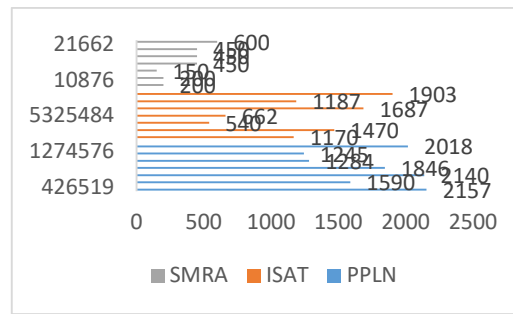
<sup>6</sup> Eduardus Tandelilin. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta. 2001.

Seperti yang terjadi pada 2016 dan 2017 saat BI rate mengalami penurunan, maka merupakan signal positif bagi perusahaan melirik menerbitkan obligasi, hal tersebut karena *cost of funding* menjadi lebih murah. Namun, disebabkan peningkatan yang terjadi hanya pada dua tahun tersebut, sehingga tidak dapat secara signifikan mempengaruhi hasil selama periode penelitian ini. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Faizul (2016).

Kemudian untuk variabel DER diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh dengan arah positif tetapi tidak signifikan antara tingkat DER dengan outstanding sukuk korporasi. Dari teori yang digunakan dalam pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa nilai DER yang tinggi mengindikasikan perusahaan tersebut dalam keadaan yang kurang sehat, karena berisiko mengalami gagal bayar. Namun, pada penelitian ini besarnya tingkat DER belum tentu mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki risiko gagal bayar. Faktanya tidak semua perusahaan dengan tingkat DER tinggi mengindikasikan perusahaan tidak dapat membayar kembali hutang-hutang yang dimilikinya. Jika perusahaan dapat mengelola dana pinjamannya dengan baik, seperti menggunakan dana pinjaman tersebut untuk menambah produk baru atau melakukan ekspansi maka tidak menutup kemungkinan laba yang akan diperoleh perusahaan tersebut lebih besar dari total hutang yang dimilikinya. Menurut Ni Made (2016) terjadinya perubahan arah dari negatif menjadi positif dalam penelitian ini disebabkan karena adanya pertukaran anatara risiko dengan mafaat dari penggunaan hutang tersebut oleh perusahaan. Pada satu sisi, peningkatan hutang yang tinggi dapat meningkatkan peluang kerugian bagi perusahaan atau perusahaan dapat mengalami kebangkrutan yang tidak dapat dihindari. Namun disisi lain, peningkatan hutang juga dapat memberi peluang bagi perusahaan dalam mengembangkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang diperoleh oleh Ni Made (2016), Oky (2015), dan Hamida (2017).



**Gambar 4.12**



**Gambar 4.13**

**Tingkat CR dengan Outstanding Sukuk Tingkat Size Corp dengan Outstanding Sukuk**

Berdasarkan hasil yang diperoleh bahwa terdapat pengaruh positif tetapi tidak signifikan antara tingkat CR dengan outstanding sukuk korporasi. Pengaruh positif tersebut berdasarkan pada teori yang menyatakan bahwa *current ratio* adalah bagian dari rasio likuiditas yang dipakai untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. *Current ratio* digunakan untuk menilai bagaimana sebuah perusahaan menggunakan aktiva-aktiva yang dimilikinya agar dapat diubah dalam waktu yang singkat sehingga dapat digunakan untuk melunasi hutang hutang jangka pendeknya dan dalam jangka panjang rasio likuiditas ini dapat mempengaruhi solvabilitas perusahaan. Maka, hubungan yang terjadi antara tingkat CR dengan outstanding sukuk korporasi adalah positif. Karena dengan tingginya tingkat *current ratio* perusahaan semakin baik respon investor bagi perusahaan yang menerbitkan obligasi, maka akan mempengaruhi juga outstanding sukuk korporasi. Perusahaan-perusahaan dalam sampel penelitian ini memiliki tingkat likuiditas yang baik, meskipun tidak signifikan mempengaruhi penerbitan sukuk perusahaan tersebut. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Oky Otavian (2015).

Kemudian untuk variabel ukuran perusahaan hasil yang menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan dari ukuran perusahaan terhadap outstanding sukuk korporasi hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang besar belum tentu mempengaruhi penerbitan hutangnya seperti menerbitkan obligasi atau sukuk. Karena bagi perusahaan dengan skala yang besar, mengindikasikan return yang ditawarkan perusahaan tersebut dari penerbitan obligasinya malah semakin kecil. Berbeda halnya dengan ukuran perusahaan berskala yang lebih kecil yang cenderung memiliki keterbatasan dalam melakukan produksi. Sehingga perusahaan dengan skala yang lebih kecil akan memiliki risiko yang lebih besar,

oleh sebab itu return yang ditawarkan oleh perusahaan tersebut akan lebih besar yang kemudian menarik investor untuk berinvestasi. Sehingga saat perusahaan menerbitkan obligasi akan direspon positif oleh investor. Maka dapat disimpulkan bahwa semakin rendah total aset perusahaan atau ukuran perusahaan akan semakin memudahkan perusahaan dalam memperoleh pendanaan, sehingga mempengaruhi pertumbuhan outstanding sukuk perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Melati (2013) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan.

## **KESIMPULAN**

Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa variabel independen yang terdiri dari inflasi, kurs, BI rate, *debt to equity ratio*, *current ratio* dan ukuran perusahaan secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen yakni, outstanding sukuk korporasi. Sedangkan secara parsial variabel inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, variabel BI rate berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, variabel kurs memiliki pengaruh positif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, variabel *debt to equity ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi, variabel *current ratio* memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi dan variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi.

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini dikarenakan beberapa hal, yakni keterbatasan data terkait outstanding sukuk korporasi, sehingga pada penelitian hanya menggunakan data yang diterbitkan pada akhir tahun yakni catatan perbulan Desember dengan ranta waktu dari tahun 2011 hingga 2017 dan variabel mikro maupun makro ekonomi yang digunakan hanya sebatas *debt to equity ratio* atau rasio *leverage*, *current ratio* atau rasio likuiditas, ukuran perusahaan, inflasi, suku bunga acuan (BI rate), dan nilai tukar terhadap USD.

Dari hasil temuan penelitian ini, saran yang dapat disampaikan yakni, bagi perusahaan hendaknya lebih memperhatikan faktor-faktor yang ditimbulkan oleh tidak stabilnya inflasi yang akan diikuti oleh tidak stabilnya tingkat suku bunga acuan Bank

Indonesia, sehingga mempengaruhi pengalokasian dana untuk kegiatan produksi, dan dari sisi internal perusahaan adalah perlu memperhatikan kembali proposi penggunaan hutangnya, meskipun pada Badan Usaha Milik Negara sekalipun, karena risiko yang akan diterima dimasa yang akan datang serta harus juga memperhatikan likuiditas perusahaan agar dapat menambah kepercayaan investor terhadap pembiayaan yang diinvestasikan. Bagi investor, dalam memutuskan untuk berinvestasi dapat lebih mempertimbangkan faktor-faktor baik dari sisi fundamental perusahaan maupun dari sisi ekonomi makro, agar tidak terjebak pada pengambilan keputusan yang tidak tepat sehingga mempengaruhi keuntungan dari investasi yang dilakukannya. Bagi penelitian selanjutnya yang ingin mengangkat permasalahan terkait sukuk korporasi khususnya outstanding sukuk korporasi, diharapkan dapat menambahkan variabel-variabel yang memiliki relevansi yang kuat dan memperpanjang periode penelitian guna menghasilkan temuan yang keakuratannya lebih baik.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Ardiansyah IH, dan Lubis D. 2017. *The Effect of Macroeconomic Variable to Corporate Sukuk Growth in Indonesia*. Jurnal Al-Muzara'ah, Vol. 5, No. 1
- Arum, Melati. 2013. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk Ijarah*. Accounting Anlysis Journal 2 (2)
- Diassatria. 2018. *Panel Data With Stata*. Internet. Diakses tanggal 24 Februari 2019. Tersedia pada <http://www.diassatria.com/wp-content/uploads/2018/05/Modul-PanelData-Eviews.pdf>
- Estu, Galih. 2017. *Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Produktivitas, dan Reputasi Auditor Terhadap Peringkat Sukuk*. Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi, Vol. 12, No.01
- Hamida, Leily. 2017. *Pengaruh Likuiditas dan Leverage Terhadap Yield Sukuk dengan Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Interfaizaveninng*. Ekobis, Vol. 18, No. 1

- Iqbal, Muhammad. 2016. *Sukuk: Teori dan Implementasi*. Jurnal Studi Ekonomi dan Bisnis Islam, Vol. 1, No. 1
- Karim, Adiwarmanto. 2014. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada
- Khalifaturrofi'ah, SO., dan Z. Nasution . 2016. *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Penerbitan Sukuk Ijarah di Indonesia*. Jurnal Akuntansi dan Manajemen, Vol VI, No. 22
- Oktavian, Oky, dkk. 2015. *Pengaruh Tingkat Inflasi, Debt To Equity Ratio, Likuiditas Obligasi dan Rating Obligasi Terhadap Yield Obligasi Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009-2012*. Jom Fekon, Vol. 2, No. 1
- Rahman, Faizul, dkk. 2016. *Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi dan BI Rate Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-005*. Jurnal Manajemen, Vol. 8, No. 1
- Sri, Ni Made, dkk. 2016. *Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Leverage dan Jaminan Terhadap Peringkat Obligasi Pada Sektor Keuangan*. E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No.8
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Tri, Agus B. 2017. *Uji Multikolinearitas dan Perbaikan Uji Multikolinearitas*. Internet. Diakses tanggal 25 Februari 2019. Tersedia pada <https://ekonometrikblog.wordpress.com/2017/04/16/uji-multikolinearitas-dan-perbaikan-multikolinearitas/>

## LAMPIRAN

1. Hasil Uji Chow

```
49 . *uji chow
50 . reg lSUKUK INFLASI BIRATE lKURS DER CR lSIZECORP
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	21
Model	9.93850228	6	1.65641705	F(6, 14)	=	5.43
Residual	4.27041777	14	.305029841	Prob > F	=	0.0043
				R-squared	=	0.6995
				Adj R-squared	=	0.5707
Total	14.2089201	20	.710446003	Root MSE	=	.5523

lSUKUK	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INFLASI	-.0230847	.0962861	-0.24	0.814	-.2295979	.1834285
BIRATE	-.0345075	.1275392	-0.27	0.791	-.3080518	.2390368
lKURS	.6256384	.855677	0.73	0.477	-1.209606	2.460883
DER	-.0038419	.0030619	-1.25	0.230	-.0104089	.0027252
CR	.0154975	.0063747	2.43	0.029	.0018251	.0291699
lSIZECORP	.0365444	.1215241	0.30	0.768	-.2240988	.2971877
_cons	.7145906	8.192078	0.09	0.932	-16.85567	18.28485

```
81 . xtreg lSUKUK INFLASI BIRATE lKURS DER CR lSIZECORP, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    21
Group variable: KODE                  Number of groups =     3

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.5315                    min           =     7
    between = 0.0013                    avg           =    7.0
    overall  = 0.0155                    max           =     7

corr(u_i, Xb) = -0.6083                F(6,12)         =    2.27
                                          Prob > F         =    0.1070
```

lSUKUK	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INFLASI	-.0468467	.0639733	-0.73	0.478	-.1862324	.0925391
BIRATE	-.0412993	.0844984	-0.49	0.634	-.2254055	.142807
lKURS	2.642942	.8742777	3.02	0.011	.738055	4.54783
DER	.0000538	.0024046	0.02	0.983	-.0051853	.0052929
CR	.0227517	.0110808	2.05	0.063	-.0013914	.0468947
lSIZECORP	-.3914916	.1568849	-2.50	0.028	-.7333144	-.0496688
_cons	-13.48539	7.289567	-1.85	0.089	-29.36799	2.397212
sigma_u	1.1850197					
sigma_e	.36546968					
rho	.91314563	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(2, 12) = 9.99          Prob > F = 0.0028
```

## 2. Hasil Uji Hausman

```
60 . hausman fe re
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
INFLASI	-.0468467	-.0230847	-.023762	.
BIRATE	-.0412993	-.0345075	-.0067918	.
lKURS	2.642942	.6256384	2.017304	.1793829
DER	.0000538	-.0038419	.0038957	.
CR	.0227517	.0154975	.0072541	.0090635
lSIZECORP	-.3914916	.0365444	-.428036	.0992208

```
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```
chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 25.02
Prob>chi2 = 0.0003
(V_b-V_B is not positive definite)
```

## 3. Hasil Uji Multikolinearitas

30 . vif, uncentered

Variable	VIF	1/VIF
lSIZECORP	<b>156.50</b>	<b>0.006390</b>
lkURS	<b>145.74</b>	<b>0.006862</b>
BIRATE	<b>44.98</b>	<b>0.022231</b>
INFLASI	<b>18.25</b>	<b>0.054796</b>
DER	<b>13.96</b>	<b>0.071617</b>
CR	<b>8.45</b>	<b>0.118339</b>
Mean VIF	<b>64.65</b>	

#### 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

72 . hettest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity  
H0: Constant variance  
Variables: fitted values of lSUKUK

chi2(1) = **0.63**  
Prob > chi2 = **0.4258**

#### 5. Hasil Uji Autokorelasi

81 . xtreg lSUKUK INFLASI BIRATE lkURS DER CR lSIZECORP, fe

Fixed-effects (within) regression Number of obs = **21**  
Group variable: KODE Number of groups = **3**  
R-sq: Obs per group: min = **7**  
within = **0.5315** between = **0.0013** avg = **7.0**  
overall = **0.0155** max = **7**  
corr(u\_i, Xb) = **-0.6083** F(6,12) = **2.27**  
Prob > F = **0.1070**

lSUKUK	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
INFLASI	<b>-0.0468467</b>	<b>.0639733</b>	<b>-0.73</b>	<b>0.478</b>	<b>-1.1862324</b> <b>.0925391</b>
BIRATE	<b>-0.0412993</b>	<b>.0844984</b>	<b>-0.49</b>	<b>0.634</b>	<b>-1.2254055</b> <b>.142807</b>
lkURS	<b>2.642942</b>	<b>.8742777</b>	<b>3.02</b>	<b>0.011</b>	<b>.738055</b> <b>4.54783</b>
DER	<b>.000538</b>	<b>.0024046</b>	<b>0.02</b>	<b>0.983</b>	<b>-.0051853</b> <b>.0052929</b>
CR	<b>.0227517</b>	<b>.0110808</b>	<b>2.05</b>	<b>0.063</b>	<b>-.0013914</b> <b>-.0468947</b>
lSIZECORP	<b>-.3914916</b>	<b>.1568849</b>	<b>-2.50</b>	<b>0.028</b>	<b>-.7333144</b> <b>-.0496688</b>
_cons	<b>-13.48539</b>	<b>7.289567</b>	<b>-1.85</b>	<b>0.089</b>	<b>-29.36799</b> <b>2.397212</b>
sigma_u	<b>1.1850197</b>				
sigma_e	<b>.36546968</b>				
rho	<b>.91314563</b>	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F(2, 12) = **9.99** Prob > F = **0.0028**

82 . xtserial lSUKUK INFLASI BIRATE lkURS DER CR lSIZECORP

Wooldridge test for autocorrelation in panel data  
H0: no first order autocorrelation  
F( 1, 2) = **0.170**  
Prob > F = **0.7204**

#### 6. Hasil Uji Fixed Effect



27 . xtreg lSUKUK INFLASI BIRATE lKURS DER CR lSIZECORP, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      21
Group variable:  KODE                  Number of groups =       3

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.5315                    min =           7
    between = 0.0013                   avg =          7.0
    overall = 0.0155                    max =           7

corr(u_i, Xb) = -0.6083                 F(6,12)         =       2.27
                                          Prob > F        =       0.1070

```

lSUKUK	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INFLASI	-.0468467	.0639733	-0.73	0.478	-.1862324	.0925391
BIRATE	-.0412993	.0844984	-0.49	0.634	-.2254055	.142807
lKURS	2.642942	.8742777	3.02	0.011	.738055	4.54783
DER	.0000538	.0024046	0.02	0.983	-.0051853	.0052929
CR	.0227517	.0110808	2.05	0.063	-.0013914	.0468947
lSIZECORP	-.3914916	.1568849	-2.50	0.028	-.7333144	-.0496688
_cons	-13.48539	7.289567	-1.85	0.089	-29.36799	2.397212
sigma_u	1.1850197					
sigma_e	.36546968					
rho	.91314563	(fraction of variance due to u_i)				

UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH YOGYAKARTA  
FAKULTAS AGAMA ISLAM

FORMULIR PERSETUJUAN NASKAH PUBLIKASI

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Satria Utama, S.EI, M.SI  
NIK : 19890721201610113071

adalah Dosen Pembimbing Skripsi dari mahasiswa :

Nama : Dwi Puspita Lestari Ningsih  
NPM : 20150730156  
Fakultas : Agama Islam  
Program Studi : Ekonomi Syariah  
Judul Naskah Ringkas : Pengaruh Variabel Mikro dan Makro Ekonomi Terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi di Indonesia Periode 2011 - 2017

Hasil Tes Turnitin\* : 8%

Menyatakan bahwa naskah publikasi ini telah diperiksa dan dapat digunakan untuk memenuhi syarat tugas akhir.

Yogyakarta, 5 April 2019

Mengetahui,  
Ketua Program Studi

Dosen Pembimbing Skripsi,

.....

  
(Dr. Maesyaroh .M.A)

  
(Satria Utama, S.EI., M.SI)

\*Wajib menyertakan hasil tes Turnitin atas naskah publikasi.