

Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Bank Muamalat Periode Juli 2008 - Desember 2014

Rosida Dwi Ayuningtyas
Program Studi Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomi
Universitas Wahid Hasyim

Rindang Nuri Isnaini Nugrohowati
Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia

Abstract

The paper attempts to analyze the influence of deposit interest rate, profit sharing, exchange rate, Jakarta islamic index, financing debt ratio, and return on equity to sharia bond price of Indonesia muamalat bank period july2008 until December 2014. The model used is error correction model (ECM), with monthly time series data sourced from Indonesia stock exchanges, central bank, and financial services authorities. The result of the analysis show that in the short run, the rupiah exvchange rate against the US dollar has a significant influence on the sharia bond price of Indonesia muamalat bank with its probability value 0.0068, while the long term Jakarta Islamic index has significant effect with the probability value 0.0150 to the sharia bond price of the Indonesia muamalat bank in july period 2008 until December 2014

Keywords: Islamic bond, Islamic bank, macroeconomic, ECM model

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Total asset keuangan global pada tahun 2013 mencapai 1.658 US triliun dengan total jumlah institusi sebanyak 993, asset keuangan syariah tersebar di berbagai negara dan urutan 3 (tiga) diduduki oleh Malaysia dengan asset 423 US miliar, arab saudi 338 US miliar dan Iran 323 US miliar, sedangkan sisanya dimiliki oleh negara-negara muslim dan negara mayoritas muslim dengan asset dibawah 150 miliar US, termasuk negara Indonesia (karim consulting, 2014). Sistem keuangan di Indonesia mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi pada tahun 2013 sebesar 21,4% dibandingkan dengan tahun 2012 mencapai 23.2%. Penurunan pertumbuhan ekonomi diakibatkan oleh penerapan kenaikan inflasi, kebijakan *loan to value* pada kredit konsumsi. Meski demikian, kinerja intermediasi masih positif tercermin dari peningkatan kontribusi pembiayaan ke sektor produktif (OJK), 2014).

Peningkatan *market share* pasar modal syariah di Indonesia menunjukkan presentase yang cukup baik sebesar 2.79% pada tahun 2013. Sedangkan sukuk korporasi mengalami perlambatan sebesar 72.62% dari tahun 2012 sampai 2014 dengan *market share* 3.31%. Sukuk negara mengalami kenaikan yang signifikan dari tahun 2010 awalnya 44.34 menjadi 208.4 pada tahun 2014 dengan jumlah *market share* sebesar 11.81%. Pada tabel 1.1 perkembangan *market share* sukuk korporasi jauh lebih rendah dibandingkan *market share* saham syariah dan sukuk negara, padahal jika melihat dari jumlah outstanding sukuk korporasi sampai tahun 2014 meningkat dari 24 seri menjadi 36 seri, dengan total nilai 7.391 miliar.

Tabel 1. Perkembangan Pasar Modal Syariah (Triliun Rupiah)

Jenis	2010	2011	2012	2013	2014	Market share
Saham syariah	na	1.968.10	2.451.38	2.557.85	2.946.89	56.48%
Sukuk korporasi	7.81	7.92	9.79	7.55	7.11	3.31%
Sukuk negara	44.34	77.73	124.36	169.29	208.4	11.81%

Sumber: OJK, 2014

Bank Muamalat Indonesia merupakan lembaga keuangan syariah yang pertama kali menerbitkan obligasi syariah dengan nama sukuk Subordinasi Bank Muamalat pada tahun 2003 dan berakhir pada tahun 2010, sedangkan pada tahun 2008, Bank Muamalat kembali menawarkan obligasi syariah subordinasi mudharabah tahap 1 pada pertengahan tahun yaitu 30 juni 2008, dengan nilai nominal Rp 400.000.000.000 menggunakan akad *Profit sharing*. Presentase bagi hasil yang di berikan bank muamalat kepada investor besar 17.17% pada tahun pertama sampai tahun ke enam, sedangkan tahun ke tujuh sampai tahun kesepuluh sebesar 28.73%.

Menurut hasil penelitian Nugrohowati, Rindang (2014) penerbitan sukuk berpengaruh terhadap pembiayaan dan pendapatan margin dan *profit sharing* di bank muamalat. Penerbitan sukuk, pembiayaan dan pendapatan margin bagi hasil menunjukkan korelasi pengaruh positif dimana jika semakin banyak bank atau perusahaan menerbitkan sukuk maka akan mengakibatkan jumlah pembiayaan, pendapatan dan bagi hasil semakin meningkat dan apabila jumlah pembiayaan semakin meningkat akan mengakibatkan kemampuan lembaga keuangan untuk menghasilkan laba juga semakin meingkat.

Sedangkan dari hasil penelitian Rahayu, dkk (2013) faktor yang mempengaruhi bagi hasil investor obligasi syariah mudharabah di Indonesia yaitu variabel *Return on asset* dengan angka probabilitas sebesar 0.044 pada nilai signifikansi α 5%. Jadi tidak hanya banyaknya sukuk yang diterbitkan oleh suatu lembaga keuangan atau perusahaan yang dapat mempengaruhi bagi hasil investor melainkan ROE juga dapat mempengaruhi bagi hasil investor, yang artinya jika ROE meningkat maka suatu perusahaan mampu menghasilkan laba yang banyak sehingga perusahaan mampu untuk membayar *profit sharing* obligasi syariah, dimana hal tersebut akan mempengaruhi tinggi rendahnya harga obligasi syariah pada perusahaan.

Bank Indonesia menjelaskan bahwa kebijakan moneter dapat mempengaruhi perkembangan harga aset finansial seperti obligasi dan saham. Kebijakan moneter diantaranya adalah *bi rate* dan *profit sharing* deposito bank syariah. Menurut Wahyu Widodo (2009) dalam Wafa (2010) menjelaskan faktor yang mempengaruhi secara negatif permintaan obligasi di Indonesia yaitu suku bunga deposito, yang artinya apabila suku bunga deposito bank mengalami peningkatan maka akan berpengaruh terhadap penurunan permintaan obligasi secara langsung akan berpengaruh terhadap naik turunnya harga obligasi di Indonesia.

Banyaknya variabel-variabel internal dan eksternal yang bisa mempengaruhi harga obligasi syariah baik obligasi syariah yang dikeluarkan pemerintah atau yang obligasi syariah yang dikeluarkan oleh perusahaan, maka perlu adanya penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi syariah secara *short term* dan *long term* khususnya di perbankan syariah yaitu bank muamalat Indonesia periode Juli 2008 sampai Desember 2014, sehingga diharapkan penelitian ini bisa digunakan untuk alat analisa para investor ketika mereka akan menginvestasikan dana mereka di lembaga keuangan syariah khususnya di bank

muamalat. dan sebagai bahan pertimbangan perusahaan penerbit obligasi syariah ketika akan menerbitkan obligasi syariah di pasar modal syariah.

KAJIAN PUSTAKA DAN LANDASAN TEORI

Kajian Pustaka

Menurut syafirdi (2006) dalam penelitiannya tentang pengaruh Suku bunga BI, Kurs rupiah terhadap dollar, IHSG, Inflasi, Kinerja Perusahaan (Laba), Likuiditas Perusahaan, dan Leg1 harga obligasi syariah terhadap obligasi syariah studi kasus PT Indosat.Tbk, tahun 2002, bahwa hanya kurs rupiah terhadap dollar yang mempengaruhi obligasi syariah di PT indosat, sedangkan menurut hasil penelitian Wafa (2010) dengan menggunakan analisis Metode Regresi VAR, faktor yang mempengaruhi investor membeli sukuk ritel milik pemerintah yaitu harga sukuk negara ritel itu sendiri, harga obligasi ritel ORI003, prosentase nisbah bagi hasil deposito perbankan syariah, dan suku bunga deposito bank konvensional. Penelitian Wafa sejalan dengan penelitian Fitriana dan Rohayati (2013) menunjukkan hasil dimana hanya variabel suku bunga yang mempengaruhi harga obligasi, yang artinya bahwa ketika suku bunga bank naik maka investor lebih memilih untuk meminjamkan dananya ke sector perbankan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas. Semakin banyak investor yang tertarik pada sector perbankan maka akan mengakibatkan menurunnya minat investor ke pasar modal khususnya obligasi, sehingga menyebabkan menurunnya harga obligasi pada pasar modal, sebaliknya jika suku bunga bank mengalami penurunan maka investasi pada pasar modal khususnya obligasi akan meningkat, hal ini dikarenakan investor lebih suka spekulatif di pasar modal dibanding menginvestasikan dana mereka di sector perbankan, sehingga harga obligasi menjadi naik.

Hasil penelitian Ramadhani, Ikromi (2013) menyatakan bahwa antara penerbitan obligasi syariah dengan tingkat profitabilitas perusahaan yang terdaftar di *Indonesian stock exchange* tidak terdapat pengaruh yang signifikan, dikarenakan tidak adanya dampak langsung dari penerbitan obligasi syariah terhadap tingkat profitabilitas perusahaan. Penelitian Ramadhani, Ikromi (2013), sedangkan didalam penelitian Nugrohowati, Rindang (2014) menunjukkan hasil dimana variabel penerbitan sukuk berpengaruh positif signifikan terhadap pembiayaan dan pendapatan margin dan bagi hasil Bank syariah studi kasus Bank Muamalat Indonesia, yang artinya apabila penerbitan sukuk semakin tinggi, maka jumlah pembiayaan serta pendapatan margin dan bagi hasil bank muamalat semakin meningkat. Sehingga ketika pendapatan suatu perusahaan naik maka akan mempengaruhi naik turunnya harga obligasi syariah.

Menurut hasil penelitian Rahayu, dkk (2013) faktor yang mempengaruhi tingkat bagi hasil investor obligasi syariah yaitu return on asset dan pendapatan perusahaan, dengan nilai probabilitas sebesar 4% lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi pada α 0.05 atau 5%

LANDASAN TEORI

Harga Sukuk

Menurut fatwa DSN MUI No 32 tahun 2002, sukuk adalah sertifikat berharga jangka panjang yang diterbitkan oleh emiten berdasarkan prinsip-prinsip syariah, dimana nantinya emiten akan memberikan bagi hasil atau *fee* atau margin kepada pemegang obligasi syariah serta membayar kembali dana obligasi syariah pada saat jatuh tempo, sedangkan sukuk akan dijual pada harga nominal pelunasan jatuh tempo di pasar perdana. Pada hakikatnya para mudharab berkewajiban membayar hutang kepada shahibul maal pada saat jatuh tempo berupa pokok dan bagi hasil sesuai akad yang digunakan didalam penerbitan obligasi syariah.

Suku Bunga

Suku bunga deposito merupakan biaya tambahan yang harus dikeluarkan oleh bank karena telah menggunakan uang nasabah, sedangkan deposito merupakan tabungan yang dapat diambil sesuai dengan perjanjian atau kesepakatan berdasarkan jangka waktu yang disepakati. (Ismail, 2011). Hasil penelitian Fitriana dan Rohayati (2013) Suku bunga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi naik turunnya harga obligasi. Dimana ketika bank menaikkan suku bunga tabungan akan mempengaruhi minat investor pasar modal berkurang, karena investor bisa jadi akan tertarik meninvestasikan dana nya ke perbankan, sedangkan apabila suku bunga bank diturunkan maka minat investor ke pasar modal akan naik, hal ini akan berdampak bagus untuk para emiten mendapatkan modal segar dari penerbitan surat berharga khususnya obligasi syariah. Pengaruh suku bunga pada obligasi syariah bersifat tidak langsung, dikarenakan perusahaan penerbit obligasi syariah dalam operasional perusahaannya sulit tidak bersinggungan dengan perusahaan lain yang dijadikan mitra usahannya.

Bagi Hasil Deposito Mudharabah

Menurut fatwa Dewan Syariah Nasional MUI no 03/DSN-MUI/IV/2000 tertanggal 01 April 2000, deposito mudharabah merupakan tabungan berjangka dengan menggunakan akad mudharabah dimana *shahibul maal* mempercayakan dananya ke *mudharib* dengan bagi hasil sesuai dengan nisbah yang disepakati sejak awal. Apabila *profit sharing* atau bagi hasil deposito pada bank syariah tinggi maka akan menyebabkan daya beli masyarakat turun yang berakibat secara langsung kenaikan pada jumlah depositan pada bank syariah, sehingga akan menyebabkan turunnya minat masyarakat atau investor berinvestasi ke pasar modal khususnya obligasi syariah, hal tersebut akan mengakibatkan turunnya harga obligasi syariah, dan sebaliknya *ceteris paribus* (faktor lain tetap).

Kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika

Exchange rate adalah faktor penting didalam perekonomian terbuka, karena naik turunnya *exchange rate* ditentukan oleh adanya keseimbangan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar, mengingat pengaruhnya sangat besar bagi neraca transaksi berjalan maupun bagi variabel-variabel makro ekonomi lainnya (Triyono, 2008).

Menurut Salvator (1997) jika suatu negara mengalami pertumbuhan nilai mata uang yang stabil, hal ini menunjukkan bahwa negara tersebut memiliki kondisi ekonomi yang relatif stabil. Maka dapat diartikan bahwa ketika kurs rupiah terhadap dollar amerika menguat maka pertumbuhan pada negara indonesia mengalami penguatan pula, yang mengakibatkan kepercayaan investor luar negeri dan dalam negeri untuk menginvestasikan dana mereka dinegara Indonesia khususnya pasar modal juga akan meningkat, secara langsung harga pada instrument pasar modal negara indonesia, khususnya obligasi akan meningkat pula dan sebaliknya.

Jakarta Islamic Index

Berdasarkan pada Undang-Undang tanggal 3 juli 2000, PT Bursa Efek Indonesia bekerja sama dengan PT Danareksa *investment management* meluncurkan indeks saham yang dibuat berdasarkan syariah islam yaitu *Jakarta Islamic Index*. (Buku Panduan Harga Saham BEI, 2008). Kriteria pemilihan saham Jakarta Islamic index yaitu:

- a. Pemilihan saham-saham berdasarkan dari daftar efek yang dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK)
- b. Saham yang dipilih oleh OJK (60 saham) berdasarkan urutan kapitalisasi pasar dalam satu tahun terakhir.

- c. Hanya 30 perusahaan yang terpilih untuk bisa masuk ke *Jakarta Islamic index*, penilaian ini berdasarkan nilai likuiditas. (Sudarsono, Heri, 2004).

Jakarta Islamic Index merupakan tolok ukur dari semua kinerja emiten yang berdasarkan prinsip syariah. Jika kinerja keuangan syariah meningkat akan mengakibatkan meningkatnya saham *Jakarta Islamic index* secara langsung akan mengakibatkan kepercayaan masyarakat terhadap pasar keuangan syariah meningkat, hal tersebut akan berimbas pada tingginya harga instrument pasar modal syariah, dikarenakan banyaknya masyarakat menginvestasikan dana mereka di keuangan syariah khususnya di pasar modal syariah.

Financing Debt Ratio

Financing debt ratio (FDR) adalah kesanggupan bank untuk mengembalikan dana nasabah melalui penarikan uang dengan mengandalkan bagi hasil pembiayaan yang diberikan oleh nasabah peminjam, dimana pembiayaan merupakan salah satu sumber likuiditas. Kegiatan utama perbankan adalah penyaluran pembiayaan ke pihak ketiga, sedangkan penyaluran pembiayaan merupakan salah satu sumber utama pendapatan bank. Jika semakin tinggi penyaluran pembiayaan akan mengakibatkan risiko yang ditanggung oleh bank semakin tinggi, karena beban yang ditanggung untuk membayar penarikan dana yang dilakukan oleh nasabah semakin banyak. FDR merupakan indikator penting untuk mengetahui tingkat kerawanan suatu bank, jadi dengan melihat perhitungan dan penilaian FDR bank, para nasabah dapat mengalisa kondisi kesehatan bank dalam menjalankan usahanya. (Widiantara, 2013).

Return On Equity (ROE)

Kinerja keuangan merupakan salah satu tolok ukur penilaian perusahaan. Penilaian dalam kinerja keuangan secara garis besar dapat digunakan untuk alat analisa nasabah dan perusahaan dalam melihat seberapa besar kapabilitas perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki sehingga dapat menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Selain untuk alat analisa, ROE bisa digunakan untuk mengevaluasi kinerja manajemen suatu perusahaan, sehingga ketika kinerja perusahaan mengalami kenaikan dalam menghasilkan laba, diharapkan pengembalian tingkat bagi hasil kepada investor juga akan tinggi, secara langsung akan berdampak pada kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut juga akan tinggi. (Ramadhani, 2013).

KERANGKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

Berdasarkan landasan teori dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- a. Suku bunga deposito berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-Desember2014
- b. Suku bunga deposito berpengaruh jangka pendek terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-Desember2014
- c. Bagi Hasil Deposito berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desmber2014
- d. Bagi Hasil Deposito berpengaruh jangka pendek terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desmber2014
- e. Kurs rupiah terhadap dollar amerika berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desember2014
- f. Kurs rupiah terhadap dollar amerika berpengaruh jangka pendek terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desember2014

- g. *Jakarta islamic index* berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah periode juli2008-desember2014
- h. *Jakarta Islamic Index* berpengaruh jangka pendek terhadap harga obligasi syariah periode juli2008-desember2014
- i. FDR berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desember2014
- j. FDR berpengaruh jangka pendek terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desember2014
- k. ROE berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desember2014
- l. ROE berpengaruh jangka pendek terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli2008-desember2014

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data deret bulanan (*time series*) dari bulan juli 2008-desember2014. Data yang digunakan yaitu data harga obligasi syariah Bank Muamalat Indonesia, suku bunga deposito, bagi hasil deposito mudharabah, kurs rupiah terhadap dollar, *jakarta islamic index*, *financing debt ratio*, dan *return on equity*. Adapun data-data yang diperoleh, yaitu:

- a. Data harga penutupan obligasi syariah bank muamalat Indonesia dari bulan juli 2008 sampai desember 2014 (pelaporan *daily and fair value Indonesia corporate bonds PT. Indonesia Capital Market Electronic Libabry*)
- b. Data bunga deposito dari bulan juli 2008 sampai desember 2014 (pelaporan statistic perbankan konvensional Otorias Jasa Keuangan)
- c. Data *profit sharing* deposito mudharabah dari bulan juli 2008 sampai desember 2014 (pelaporan statistik perbankan syariah otoritas jasa keuangan)
- d. Data kurs rupiah terhadap dollar amerika dari bulan juli 2008 sampai desember 2014 (laporan *exchange rate on transaction* Bank Indonesia)
- e. Data *jakarta islamic index* dari bulan juli 2008 sampai desember 2014 (laporan JII di Bursa Efek Indonesia)
- f. Data *financing debt ratio* dari bulan juli 2008 sampai desember 2014 (laporan keuangan publikasi bank di Bank Indonesia)
- g. Data *return on equity* dari bulan juli 2008 sampi dengan 2014 (laporan keuangan publikasi bank di bank Indonesia)

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode Analisis *Error Correction model* (ECM). ECM merupakan metode permalan yang dapat melakukan spesifikasi model atas bentuk umumnya, mendapatkan informasi *long term* dan *short term* dari data, dapat diketahui konsisten tidaknya model empiric dengan teori ekonomi. Adapun tahapan ECM sebagai berikut:

- A. Uji Asumsi Klasik
 - *Normality test*
 - *Heteroskedasticity test*
 - *Autocorrelation test*
- B. *Unit Root Test*
- C. Estimasi Persamaan Jangka Panjang
- D. Uji Kointegrasi
- E. Estimasi Persamaan Jangka Pendek

Adapun persamaan ECM (Koop, 2004), sebagai berikut:

$$DY_t = \beta_0 + \beta_1 DX_{1t} + \beta_2 DX_{2t} + \beta_3 DX_{3t} + \beta_4 DX_{4t} + \beta_5 DX_{5t} + \beta_6 DX_{6t} + \beta_7 ECT_t + \gamma u_{t-1} + e_t$$

$$-1 < \gamma < 0$$

Model dapat juga dianalisis dengan mengeluarkan koefisien dalam u menjadi

$$DY_t = \beta_0 + \beta_1 DX_{1t} + \beta_2 DX_{2t} + \beta_3 DX_{3t} + \beta_4 DX_{4t} + \beta_5 DX_{5t} + \beta_6 DX_{6t} + \beta_7 Y_{t-1} + \beta_8 X_{1t-1} + \beta_9 X_{2t-1} + \beta_{10} X_{3t-1} + \beta_{11} X_{4t-1} + \beta_{12} X_{5t-1} + \beta_{13} X_{6t-1} + \beta_{14} ECT_t + e_t$$

Dimana:

- D = Perbedaan pertama (*First Difference*)
- Y_t = Harga Obligasi Syariah Bank Muamalat Indonesia bulan ke- t
- X_{1t} = Suku Bunga deposito bulan ke -t
- X_{2t} = Bagi Hasil Deposito Mudharabah bulan ke -t
- X_{3t} = Indeks Islamic Indeks bulan ke-t
- X_{4t} = Kurs Rupiah terhadap dollar amerika bulan-t
- X_{5t} = Rasio Likuiditas bulan ke - t
- X_{6t} = Rasio Profitabilitas bulan ke - t
- ECT = $X_1 (-1) + X_2 (-1) + X_3 (-1) + X_4 (-1) + X_5(-1) + X_6 (-1) - Y (-1)$
- e_t = *error distribunce* bulan ke- t

Error correction term merupakan model yang digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model ECM yang digunakan sudah valid atau belum, dengan kata lain jika pengujian terhadap koefisien ECT berpengaruh signifikan, maka spesifikasi model yang diamati *valid* dan ECM bisa digunakan didalam penelitian ini.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Diskripsi Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan data deret waktu bulanan. Data harga obligasi syariah Bank Muamalat Indonesia dimulai pada periode juli 2008 sampai desember 2014. Penelitian ini menggunakan enam variabel independen yaitu suku bunga deposito, bagi hasil deposito mudharabah, kurs rupiah terhadap dollar amerika, indeks pada *Jakarta Islamic index*, *financing debt ratio*, dan *return on equity* sedangkan variabel dependennya adalah harga penutupan obligasi syariah pada Bank Muamalat Indonesia.

HASIL ANALISIS

Uji Asumsi Klasik

A. Normality Test

Normality test merupakan pengujian untuk melihat apakah data sudah terdistribusi secara normal atau belum pada suatu penelitian. Apabila nilai probabilitas Jerque-Bera lebih besar dibanding tingkat signifikansi α 5 %, maka artinya penelitian tersebut menerima hipotesis nol yang artinya data berdistribusi normal, dan sebaliknya apabila nilai probabilitas Jerque-Bera lebih kecil dari tingkat signifikansi α 5%, maka artinya penelitian tersebut menolak hipotesis nol dengan kata lain data tidak terdistribusi normal (Widarjono, 2015). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas Jerque Bera 0.060 lebih besar dibanding nilai signifikansi α 5%, yang artinya data berdistribusi normal, karena menerima hipotesis nol.

B. Heteroskedasticity test

Heteroskedasticity test merupakan pengujian untuk melihat apakah model regresi terjadi kesamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain.

Heteroskedasticity test didalam penelitian ini menggunakan uji white. Apabila nilai probabilitas *chi squares* lebih besar dibanding nilai signifikansi α 0.05 atau 5% artinya penelitian tersebut tidak mengandung heteroskedastisitas, dan apabila nilai *chi-squares* lebih kecil dibanding nilai signifikansi α 0.05 atau 5%, artinya penelitian tersebut mengandung heteroskedastisitas (Widarjono, 2015). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas *chi-squares* 0.183433 lebih besar dari tingkat signifikansi α 5 %, yang artinya bahwa hasil uji heteroskedastisitas tidak signifikan berarti model regresi yang digunakan tidak mengandung Heteroskedastisitas.

C. Autocorrelation Test

Hubungan antara satu residual dengan residual yang lain disebut *autocorrelatin test*, Pengujian terhadap gejala autokorelasi dapat dilakukan dengan uji serial *correlation LM test* dengan lag (kelambanan) yang dikembangkan oleh Brueschgodfrey. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas *chi-squares* lebih besar dari tingkat signifikansi α 5 persen sebesar 0.093540, sehingga dapat diartikan bahwa hasil tidak signifikan. Dengan kata lain model yang digunakan tidak mengandung autokorelasi.

ANALISIS UJI ERROR CORRECTION MODEL (ECM)

A. Unit Root test

Langkah pertama dalam penelitian ini adalah menguji akar-akar unit untuk mengetahui apakah suatu variabel stasioner atau tidak didalam suatu variabel, sehingga hubungan variabel menjadi valid. Penelitian ini menggunakan uji *Augmented Dickey Fuller (ADF)*, dimana dalam pengujian ini melihat ada tidaknya unit root dalam variabel pada tingkat level *atau first difference*. Apabila nilai statistic ADF lebih besar dari *Mackinnon Critical Value* maka data yang diamati menunjukkan stasioner dan sebaliknya.

Tabel 2: Hasil Pengujian Akar Unit

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis <i>MacKinnon</i>			Keterangan
		1%	5%	10%	
P	-10.28634	-3.544063	-2.910860	-2.593090	stasioner
I	-4.624197	-3.544063	-2.910860	-2.593090	stasioner
Bg	-6.318896	-3.552666	-2.914517	-2.595033	stasioner
Kurs	-8.690678	-3.544063	-2.910860	-2.593090	stasioner
JII	-6.793049	-3.544063	-2.910860	-2.593090	stasioner
FDR	-8.653053	-3.548208	-2.912631	-2.594027	stasioner
ROE	-8.114562	-3.548208	-2.912631	-2.594027	stasioner

Keterangan: stasioner pada 1st difference (data diolah, 2015)

Berdasarkan hasil tabel diatas bahwa semua variabel yang digunakan pada penelitian ini yaitu harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia, suku bunga deposito, bagi hasil deposito mudharabah, kurs rupiah terhadap dollar amerika, indeks pada *Jakarta Islamic index*, *financing debt ratio*, dan *return on equity* stasioner pada first difference dikarenakan nilai ADF semua variabel lebih besar dibandingkan nilai kritis Mackinnon pada taraf 1, 5 dan 10 persen.

Estimasi Jangka Panjang

Langkah selanjutnya adalah estimasi persamaan jangka panjang. Berdasarkan hasil pengolahan data menunjukkan bahwa kurs rupiah terhadap dollar amerika berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah bank Muamalat Indonesia dengan nilai probabilitas 0.05 dengan nilai signifikansi α 5 % yang artinya jika kurs rupiah terhadap dollar amerika mengalami apresiasi 1% mengakibatkan harga obligasi syariah turun sebesar 0.002011 lembar.

Variabel Jakarta Islamic Index berpengaruh jangka panjang terhadap harga obligasi syariah dengan nilai probabilitas sebesar 0.04 lebih kecil dibanding nilai signifikansi α 5% yang artinya jika saham Jakarta Islamic index mengalami apresiasi 1% maka mengakibatkan harga obligasi syariah naik sebesar 0.0016 lembar.

Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi merupakan pengujian dengan melihat keberadaan hubungan jangka panjang. Syarat yang dibutuhkan untuk menunjukkan perilaku residual dari regresi persamaan yang digunakan, dimana residualnya harus stationer. Hasil uji kointegrasi menunjukkan bahwa nilai residual stasioner pada ordo nol hal ini didapat dari nilai mutlak ADF yang lebih besar dari nilai kritis mutlak pada α 1 persen sebesar -3.635264 dengan nilai kritis -3.544063. Dengan terpenuhinya tujuan utama dari kointegrasi, maka langkah selanjutnya adalah melakukan analisis regresi ECM.

Estimasi Jangka Pendek

Model koreksi kesalahan (ECM) merupakan pengujian data yang digunakan untuk mencari model keseimbangan jangka panjang dan jangka pendek. Berdasarkan hasil ECM menunjukkan bahwa jika nilai *error correction term* (ECT) signifikan pada tingkat kepercayaan 5 persen, maka spesifikasi model dinyatakan *valid* dan model dapat dijelaskan variasi variabel tak bebas. ECT merupakan *indicator valid* suatu model pada penelitian analisis ECM. Berdasarkan hasil probabilitas nilai ECT pada estimasi ECM menunjukkan angka sebesar 0.0019 kurang dari nilai signifikansi α 5 persen, artinya bahwa spesifikasi model yang digunakan adalah valid.

Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan *evIEWS* menunjukkan bahwa variabel kurs rupiah terhadap dollar dan *Jakarta Islamic Index* bulan sebelumnya berpengaruh jangka pendek terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli 2008 sampai desember 2014 dengan nilai probabilitas sebesar 0.0068 dan 0.0150 lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi α 5%, sedangkan variabel suku bunga deposito, bagi hasil, FDR dan ROE tidak berpengaruh terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia.

Nilai Probabilitas F statistic sebesar 0.000131 menunjukkan bahwa secara simultan variabel suku bunga, bagi hasil deposito, kurs rupiah terhadap dollar amerika, JII, FDR, dan ROE berpengaruh terhadap harga obligasi syariah karena nilai probabilitas F statistic lebih kecil dibanding nilai signifikansi α 5 persen.

Nilai R^2 adalah sebesar 0.563794 yang berarti variabel suku bunga deposito, bagi hasil deposito mudharabah, kurs rupiah terhadap dollar amerika, *Jakarta Islamic index*, FDR, dan ROE dapat menjelaskan variasi mempengaruhi harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli 2008 sampai desember 2014 sebesar 56.3794 %, sedangkan sisanya sebesar 43.6206 % dipengaruhi oleh faktor lain diluar model.

ANALISIS EKONOMI

Setelah dilakukan beberapa tahapan dalam estimasi ECM maka tahap selanjutnya adalah melakukan analisa secara ekonomi terhadap semua variabel dalam *short term* dan *long term*

Kurs rupiah terhadap dollar amerika mempunyai pengaruh negatif terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia secara jangka pendek dan panjang dengan koefisien sebesar

-0.005401 dan -0.002011, artinya apabila kurs rupiah terhadap dollar mengalami penurunan 1% maka akan mengakibatkan harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia mengalami apresiasi sebesar 0.5% dan 0.2% . Hal ini menandakan bahwa pasar obligasi syariah terjadi keseimbangan jangka pendek yaitu kelebihan permintaan obligasi syariah. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Amir (2007) dimana kurs rupiah terhadap dollar amerika berpengaruh negatif terhadap harga obligasi konvensional dan syariah pada Bank Bukopin.

Jakarta Islamic Index (JII) bulan sebelumnya dan *Jakarta Islamic Index* dalam jangka pendek dan jangka panjang berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia dengan nilai koefisien sebesar 0.041682 dan 0.016491, artinya apabila JII mengalami apresiasi sebesar 1 persen maka akan mengakibatkan harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia mengalami apresiasi sebesar 4 % dan 1% Hal ini diakibatkan oleh tingkat kepercayaan investor yang tinggi terhadap investasi syariah baik itu berbentuk saham syariah (JII) maupun berbentuk obligasi syariah, dikarenakan Bank Muamalat bukan hanya bank islam pertama di Indonesia tetapi bank islam yang pertama masuk didalam 30 perusahaan yang diperhitungkan didalam penghitungan *Jakarta Islamic Index* di Indonesia.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan dari analisis yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara bersama-sama faktor independen yang terdiri dari suku bunga deposito, deposito mudharabah, kurs rupiah terhadap dollar amerika, *Jakarta Islamic index*, *financing debt ratio*, dan *return on equity* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli 2008 sampai desember 2014
2. Secara jangka pendek variabel kurs rupiah terhadap dollar amerika dan saham Jakarta Islamic index bulan sebelumnya mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia dengan menganggap variabel independen lain konstan.
3. Secara jangka panjang variabel kurs rupiah terhadap dollar dan saham Jakarta Islamic index mempengaruhi harga obligasi syariah bank muamalat Indonesia periode juli 2008 sampai desember 2014 secara signifikan dengan menganggap variabel independen lain konstan.

Saran

Diperlukan penelitian lebih lanjut dengan menambahkan variabel internal maupun eksternal dan menambah data dengan runtu waktu yang lebih lama sehingga hasil penelitian lebih maksimal dan mendukung untuk pengambilan keputusan dan kebijakan para investor dan perusahaan terkait.

DAFTAR PUSTAKA

- Bursa Efek Indonesia, 2008, Buku Panduan Harga Saham BEI
- Fitriana, Rohayati, Pengaruh suku bunga terhadap harga obligasi melalui yield obligasi, jurnal ilmu manajemen, Vol 1 Nomer 3 mei 2013
- Karim, Consulting Indonesia, 2014, Diakses pada bulan januari 2015
<http://karimconsulting.com/wpcontent/uploads/2014/12/Outlook-Keuangan-Syariah-2015>
- Koop, Gary, 2004, *Analysis Of Economic Data Second Edition*, British Libabry Cataloguing in Publication Data.
- Ismail, 2011, *Perbankan Syariah*, Prenada, Media Group, Jakarta

- Nugrohowati, Rindang, 2014, pengaruh penerbitan sukuk terhadap struktur permodalan bank dan kinerja Bank Syariah di Indonesia yaitu Bank Muamalat Indonesia dan Bank Syariah Mandiri, Thesis tidak dipublikasikan, Program Magister Ekonomi dan Keuangan, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia
- Putra,2008www.http://3kh4.wordpress.com/2008/05/06/obligasisyariah/?e_pi_=7%2CPAGE_1D10%2C5623013027, diakses 17 juli 2013
- Rahayu, dkk, 2013, Analisis pengaruh faktor internal emiten terhadap bagi hasil investor pada obligasi syariah mudharabah di Indonesia, JEAM Vo; XIII, No 1
- Ramadhani, Ikromi, 2013 Pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap profitabilitas, Jurnal Etikonomi Vol 12 no 2 oktober 2013
- Sudarsono, Heri, 2004, Bank dan Lembaga keuangan syariah, Deskripsi dan ilustrasi, Cet II Yogyakarta, Ekonisia, 2004.
- Salvator, 1997, Ekonomi Internasional, alih Bahasa oleh Haris Munandar edisi5 cetak 1, Erlangga, Jakarta
- Syafirdi, Rio Hartanto, 2006, “Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Kurs Rupiah, Indeks Harga Saham Gabungan, Kinerja Perusahaan, Dan Likuiditas Perusahaan Terhadap Harga Obligasi Syariah di Pasar Sekunder (Studi Kasus Obligasi Indosat Syariah Mudharabah 2002)”, Tesis s2, Program Studi Kajian Timur Tengah Dan Islam, Universitas Indonesia, Jakarta, Tidak Dipublikasikan
- Triyono, 2008, Analisis Perubahan Kurs Rupiah terhadap dollar Amerika, jurnal ekonomi pembangunan Vol 9 No 2 Desember 2008, hal 156-167.
- Widiantara, 2013, <http://alanwidiantara.blogspot.com>, diaskes 12 juli 2013.
- Wafa, Mohammad Agus Khoirul, 2010, Analisa Faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat permintaan sukuk ritel-1, periode maret 2009 sampai juni 2010, Jurnal La_Riba, Volume IV, No.2, Desember 2010.
- Widarjono, 2015, Analisis Multivariat Terapan dengan program SPSS, AMOS, dan SMART PLS, Edisi 2, UPP STM YKPN, Yogyakarta.
www.BI.go.id, diakses pada tanggal 14 Januari 2015
www.IDX.co.id diakses pada tanggal 5 Januai 2015
www.OJK.go.id diakses pada tanggal 25 Januari 2015.