

**PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP SUKUK
PERUSAHAAN INDONESIA PERIODE 2011 – 2022**



UIJ
STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

TESIS

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR
MAGISTER EKONOMI ISLAM**

OLEH:

TONI PRIHANDOKO

NIM: 21208012043

PEMBIMBING:

Dr. SUNARYATI, SE., M.Si

NIP. 197511112002122002

**PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA**

2023

**PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP SUKUK
PERUSAHAAN INDONESIA PERIODE 2011 – 2022**



**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
SEBAGAI SALAH SATU SYARAT MEMPEROLEH GELAR
MAGISTER EKONOMI ISLAM**

OLEH:

TONI PRIHANDOKO

NIM: 21208012043

PEMBIMBING:

Dr. SUNARYATI, SE., M.Si

NIP. 197511112002122002

**PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA**

2023



KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

Jl. Marsda Adisucipto Telp. (0274) 550821, 512474 Fax. (0274) 586117 Yogyakarta 55281

PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-1841/Un.02/DEB/PP.00.9/12/2023

Tugas Akhir dengan judul : **PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP SUKUK PERUSAHAAN INDONESIA PERIODE 2011-2022**

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : TONI PRIHANDOKO, S.E
Nomor Induk Mahasiswa : 21208012043
Telah diujikan pada : Rabu, 13 Desember 2023
Nilai ujian Tugas Akhir : A-

dinyatakan telah diterima oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Ketua Sidang
Dr. Sunaryati, SE., M.Si.
SIGNED

Valid ID: 65852ee739c4b



Penguji I
Dr. Miftakul Choiri, S.Sos.I., M.S.I.
SIGNED

Valid ID: 658521e333567



Penguji II
Dr. Taosige Wau, S.E., M.Si.
SIGNED

Valid ID: 65822d54eb3f



Yogyakarta, 13 Desember 2023
UIN Sunan Kalijaga
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
Dr. Afidawaiza, S.Ag., M.Ag.
SIGNED

Valid ID: 65853a5618fa5

HALAMAN PERSETUJUAN TESIS

Hal : Tesis Saudara Toni Prihandoko

Kepada

**Yth. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
Di – Yogyakarta**

Assalammu'alaikum Wr. Wb.

Setelah membaca, meneliti, memberikan petunjuk dan mengoreksi serta mengadakan perbaikan seperlunya, maka kami selaku pembimbing berpendapat bahwa Tesis saudara :

Nama : Toni Prihandoko
NIM : 21208012043
Judul Tesis : Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Sukuk Perusahaan Indonesia Periode 2011-2022

Sudah dapat diujikan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Jurusan Magister Ekonomi Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Ekonomi Islam.

Dengan ini kami mengharap agar Tesis saudara tersebut dapat segera dimunaqasyahkan. Untuk itu kami ucapkan terimakasih.

Wassalammu'alaikum Wr. Wb.

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Yogyakarta, 07 Desember 2023

Pembimbing



Dr. Sunaryati, SE., M.Si
NIP. 197511112002122002

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Assalamu'alaikum Wr. Wb

Saya yang bertandatangan dibawah ini:

Nama : Toni Prihandoko

NIM : 21208012043

Jurusan/Prodi : Magister Ekonomi Syariah

Menyatakan bahwa Tesis saya yang berjudul **“Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Sukuk Perusahaan Indonesia Periode 2011-2022”** adalah benar-benar merupakan hasil karya penulis sendiri, bukan duplikasi ataupun saduran dari karya orang lain kecuali pada bagian yang dirujuk dan disebutkan dalam *bodynote* dan daftar pustaka. Apabila di lain waktu terbukti adanya penyimpangan dalam karya ini, maka tanggung jawab sepenuhnya pada penulis.

Demikian surat pernyataan ini penulis buat agar dapat dimaklumi dan dipergunakan sebagaimana perlunya.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb

Yogyakarta, 07 Desember 2023

Penulis



Toni Prihandoko

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR

Sebagai civitas akademik Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta,

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Toni Prihandoko
NIM : 21208012043
Program Studi : Magister Ekonomi Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, karya ilmiah saya yang berjudul:

**“Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Sukuk Perusahaan Indonesia
Periode 2011-2022”**

Dengan ini menyatakan bahwa sanggup untuk menerbitkan Tesis ke dalam jurnal yang tersitasi Standard DOAJ (*Directory of Open Access Journals*), guna memenuhi salah satu syarat Ujian Tugas Akhir/Tesis di Program Studi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

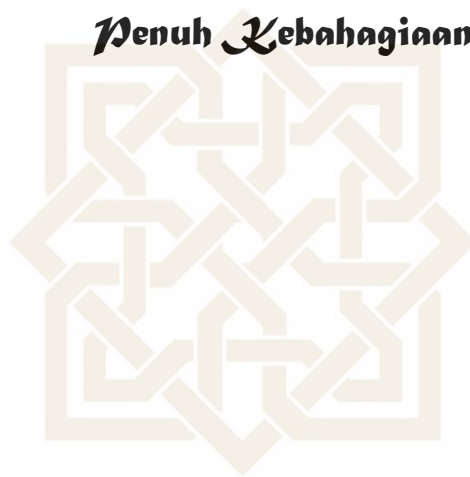
Dibuat di Yogyakarta
Pada tanggal 07 Desember 2023


Toni Prihandoko

HALAMAN MOTTO

"Kridhane Ati Ora Biso Mbedah Kuthaning Pesthi"

***Memulailah dengan Penuh Keyakinan, Menjalankan
dengan Penuh Keikhlasan, Menyelesaikan dengan
Penuh Kebahagiaan***



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

HALAMAN PERSEMBAHAN



Alhamdulillah Segala Puji Syukur atas nikmat Allah SWT dan atas doa orang-orang yang mencintai saya sehingga tesis ini dapat selesai dengan baik.

Karya ini saya persembahkan untuk Bapak Sujapan sosok bapak yang paling saya sayang yang selama ini tiada hentinya membanting tulang demi membahagiakan keluarga. Kemudian untuk Mamak Siti Komaroh sosok ibu yang penuh cinta dengan saya, berkat doa mustajab di setiap sujudnya dan motivasi yang tiada henti

Alhamdulillah anakmu mampu dan kuat melewati perjuangan ini.

Kemudian saudara saya Erna Wati, berkat dukungan serta support system, adikmu selesai meski hampir menyerah di akhir perjuangan yang amat berat ini
Terima kasih atas doa yang selalu mengiringi langkah perjuangan ini, tanpa dukungan dari panjenengan semua, saya hanyalah seorang pemimpi

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB LATIN

Transliterasi kata-kata Arab yang dipakai dalam penyusunan skripsi ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987.

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	Alif	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Bā'	b	be
ت	Tā'	t	te
ث	Šā'	š	es (dengan titik di atas)
ج	Jīm	j	je
ح	Hā'	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	Khā'	kh	ka dan ha
د	Dāl	d	de
ذ	Žāl	ž	zet (dengan titik di atas)
ر	Rā'	r	er
ز	Zāi	z	zet
س	Sīn	s	es
ش	Syīn	sy	es dan ye
ص	Šād	š	es (dengan titik di bawah)
ض	Ḍād	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	Ṭā'	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	Ẓā'	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	'Ain	'	koma terbalik di atas
غ	Gain	g	ge
ف	Fā'	f	ef

ق	Qāf	q	qi
ك	Kāf	k	ka
ل	Lām	l	el
م	Mīm	m	em
ن	Nūn	n	en
و	Wāwu	w	w
هـ	Hā'	h	ha
ء	Hamzah	'	apostrof
ي	Yā'	Y	Ye

B. Konsonan Rangkap karena Syaddah Ditulis Rangkap

متعددة	Ditulis	<i>Muta'addidah</i>
عدة	Ditulis	<i>'iddah</i>

C. *Tā' marbūṭah*

Semua *tā' marbūṭah* ditulis dengan *h*, baik berada pada akhir kata tunggal ataupun berada di tengah penggabungan kata (kata yang diikuti oleh kata sandang “al”). Ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata Arab yang sudah terserap dalam bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat, dan sebagainya kecuali dikehendaki kata aslinya.

حكمة	Ditulis	<i>Ḥikmah</i>
علة	ditulis	<i>'illah</i>
كرامة الأولياء	ditulis	<i>karāmah al-auliā'</i>

D. Vokal Pendek dan Penerapannya

ـَ	Fatḥah	ditulis	A
----	--------	---------	---

_____	Kasrah	ditulis	<i>i</i>
_____	Ḍammah	ditulis	<i>u</i>

فَعَلَ	Faḥah	ditulis	<i>fa'ala</i>
ذَكَرَ	Kasrah	ditulis	<i>ẓukira</i>
يَذْهَبُ	Ḍammah	ditulis	<i>yaẓhabu</i>

E. Vokal Panjang

1. fathāh + alif جَاهِلِيَّة	Ditulis ditulis	<i>Ā</i> <i>jāhiliyyah</i>
2. fathāh + yā' mati تَنْسَى	ditulis ditulis	<i>ā</i> <i>tansā</i>
3. Kasrah + yā' mati كَرِيم	ditulis ditulis	<i>ī</i> <i>karīm</i>
4. Ḍammah + wāwu mati فُرُوض	ditulis ditulis	<i>ū</i> <i>furūd</i>

F. Vokal Rangkap

1. fathāh + yā' mati بَيْنَكُمْ	Ditulis ditulis	<i>Ai</i> <i>bainakum</i>
2. fathāh + wāwu mati قَوْل	ditulis ditulis	<i>au</i> <i>qaul</i>

G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan

Apostrof

أَنْتُمْ	Ditulis	<i>a'antum</i>
أَعَدَّتْ	ditulis	<i>u'iddat</i>

لنن شكرتم	ditulis	<i>la'in syakartum</i>
-----------	---------	------------------------

H. Kata Sandang Alif + Lam

1. Bila diikuti huruf *Qamariyyah* maka ditulis dengan menggunakan huruf awal "al"

القرآن	Ditulis	<i>al-Qur'ān</i>
القياس	Ditulis	<i>al-Qiyās</i>

2. Bila diikuti huruf *Syamsiyyah* ditulis sesuai dengan huruf pertama *Syamsiyyah* tersebut

السَّمَاء	Ditulis	<i>as-Samā</i>
الشَّمْس	Ditulis	<i>asy-Syams</i>

I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat

Ditulis menurut penulisannya

ذوى الفروض	Ditulis	<i>ẓawī al-furūd</i>
أهل السنة	Ditulis	<i>ahl as-sunnah</i>

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wa Rahamatullahi Wa Barakatuhu

Hamdan wa syukron lillah, segala puji dan syukur penulis haturkan kehadiran *Ilahi Rabbi, Allah 'Azza wa Jalla* atas berkat, rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan Tesis ini dengan judul **“Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Sukuk Perusahaan Indoensia Periode 2011-2022”** dengan lancar dan penuh dengan pelajaran serta ilmu baru yang penulis dapatkan. Sholawat dan salam Allah, penulis juga persembahkan kepada Baginda Rasul Muhammad SAW, semoga kita diakui Beliau sebagai ummatnya dan mendapatkan syafa'atnya kelak di hari akhir. *Aamiin*.

Adapun tujuan penyusunan Tesis ini adalah untuk memenuhi syarat untuk memperoleh gelar strata dua Program Studi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta. Dalam penyusunan Tesis ini, penulis menyadari masih banyak sekali kesalahan dan kekurangan. Oleh karena itu, sebagai perbaikan penulis sangat berharap mendapatkan kritik dan saran dari para pembaca.

Dalam penyusunan Tesis ini, penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada pihak-pihak yang telah memberikan arahan, bimbingan serta dukungan baik tenaga, moral, dan spiritual sehingga Tesis ini dapat diselesaikan dengan baik dan tepat waktu. Oleh karena itu, perkenankan penulis untuk mengucapkan terima kasih kepada:

1. Allah SWT dengan segala rahmat dan karunia-Nya yang memberikan kekuatan bagi saya dalam menyelesaikan Tesis ini;
2. Bapak Prof. Dr. Phil. Al Makin, S.Ag., M.A. selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta;
3. Bapak Dr. Afdawaiza, M. Ag. Selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta;
4. Bapak Dr. Muhammad Ghafur Wibowo, S.E., M.Sc. Selaku Ketua Prodi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta; dan Sekretaris Prodi, Bapak Joko Setyono, SE., M.Si.
5. Ibu Dr. Sunaryati, SE.,MSi. selaku dosen pembimbing Tesis saya yang berkenan meluangkan waktu dan tenaganya untuk membimbing dan mengarahkan saya tanpa kenal waktu. Terimakasih sekali untuk dedikasinya; Beliau adalah orang tua saya di perantauan Istimewa.
6. Bapak Dr. Joko Setyono, SE., M.Si. selaku dosen pembimbing akademik saya;
7. Seluruh dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta yang telah ikhlas memberikan ilmu serta pengalaman pengetahuannya kepada penulis selama masa perkuliahan;
8. Seluruh pegawai staf Tata Usaha Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, yang telah banyak membantu dalam memberikan layanan kepada penulis.
9. Kedua orang tua saya, Bapak Sujapan dan Ibu Siti Komaroh, yang telah memberikan segala bentuk dukungan dalam hidup saya, khususnya dalam

pendidikan saya, selalu memberikan semangat dan mengingatkan dalam hal apapun, terimakasih untuk segala doa dan kasih sayang yang tak ternilai, untuk kelancaran pendidikan saya.

10. Untuk saudara saya satu-satunya beserta suami, Erna Wati, SPd.,M.Pd dan Andri Setiawan, S.Tr.Kes terimakasih untuk dukungan semangat dan tenaganya yang telah diberikan untuk kelancaran studi saya. Dari strata 1, dan sampai saat ini.
11. Untuk teman-teman seperjuangan, seluruh mahasiswa Magister Ekonomi Syariah Angkatan 2021, Terimakasih untuk semuanya.
12. Untuk semua pihak yang telah membantu dalam penyelesaian Tesis ini yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu, terimakasih banyak atas segala bantuannya.

Semoga segala kebaikan yang diberikan mendapatkan balasan dari Allah SWT, *Jazakumullah Ahsanal Jaza'*. Terakhir, penulis berharap semoga penelitian ini dapat bermanfaat. Oleh karena itu, segala bentuk respon dari pembaca akan sangat penulis hargai untuk penulisan penelitian ini menjadi lebih baik.

Wassalamu'alaikum wa Rahamtullahi wa Barokatuhu

Yogyakarta, 07 November 2023

Penyusun



Toni Prihandoko

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN TUGAS AKHIR	ii
HALAMAN PERSETUJUAN TESIS	iii
HALAMAN SURAT PERNYATAAN KEASLIAN	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	v
HALAMAN MOTTO	vi
HALAMAN PERSEMBAHAN	vii
PEDOMAN TRANSLITERASI	viii
KATA PENGANTAR	xiii
DAFTAR ISI	xvi
DAFTAR TABEL	xviii
DAFTAR GAMBAR	xix
DAFTAR LAMPIRAN	xx
ABSTRAK	xxi
ABSRTACT	xxii
BAB 1 : PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	8
C. Tujuan Penelitian	9
D. Manfaat Penelitian	9
E. Sistematika Pembahasan	10

BAB II : KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori	12
B. Kajian Pustaka	41
C. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis	48

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

A. Desain Penelitian	59
B. Variabel dan Definisi Operasional Variabel Penelitian	60
C. Pupulasi dan Sampel	61
D. Data, Sumber, dan Teknik Pengumpulan Data	61
E. Metode Pengujian Hipotesis	62

BAB IV : HASIL PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Objek Penelitian	71
B. Analisis Deskriptif	72
C. Pengujian Hipotesis	74
D. Pembahasan	94

BAB V : PENUTUP

A. Kesimpulan	118
B. Implikasi	119
C. Keterbatasan dan Saran	120

DAFTAR PUSTAKA	121
----------------------	-----

LAMPIRAN	132
----------------	-----

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Gap Penelitian Terdahulu	46
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel	60
Tabel 4.1 Analisis Dekskriptif Variabel	73
Tabel 4.2 Uji Akar Unit	75
Tabel 4.3 Hasil Uji Kointegrasi	76
Tabel 4.4 Hasil Uji ECM Jangka Pendek	77
Tabel 4.5 Hasil ECM Jangka Panjang	83
Tabel 4.6 Uji Heteroskedastisitas	90
Tabel 4.7 Uji Autokorelasi	91
Tabel 4.2 Uji Model ECM	66
Tabel 4.3 Asumsi Klasik	67
Tabel 4.4 Uji Multikolineritas	68
Tabel 4.5 Uji Heteroskedastisitas	68
Tabel 4.6 Uji Autokorelasi	69

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Sukuk Korporasi Indonesia	3
Gambar 2.4 Kerangka Teoritis	48
Gambar 4.1 Model ECM.....	77
Gambar 4.2 Emiten Penerbit Sukuk	117



DAFTAR GRAFIK

Grafik 2.1 <i>Demand Pull Inflation</i>	28
Grafik 2.2 <i>Cost Push Inflation</i>	29
Grafik 2.3 <i>Mixed Inflation</i>	30
Grafik 4.1 Perkembangan Sukuk Korporasi 2011- 2022.....	71
Grafik 4.2 Perkembangan Nilai Tukar dan Sukuk Korporasi	102
Grafik 4.3 Tingkat Inflasi Periode 2011-2022	108



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Penelitian	121
Lampiran 2 Statistik Deskriptif Data Penelitian	125
Lampiran 3 Uji Stasioneritas Data	125
Lampiran 4 Hasil Estimasi Model ECM	144
Lampiran 5 Uji Asumsi OLS Model	145



ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh jangka pendek dan jangka panjang dari masing-masing variabel makroekonomi yang meliputi nilai tukar (EXC), suku bunga (IR), inflasi (CPI), jumlah uang beredar (JUB), dan harga minyak dunia (WTI), terhadap nilai *outstanding* sukuk perusahaan di Indonesia (SKK) dari bulan Januari 2011 sampai Desember 2022. Metode regresi yang digunakan yaitu dengan model *Error Corection Model* (ECM). Hasil yang didapatkan dalam penelitian ini bahwa dalam jangka pendek nilai tukar, suku bunga, inflasi, jumlah uang beredar, dan harga minyak dunia tidak berpengaruh terhadap nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia. Dalam jangka panjang ditemukan hasil bahwa nilai tukar berpengaruh negatif signifikan, jumlah uang beredar memiliki pengaruh yang positif signifikan, sedangkan suku bunga, inflasi dan harga minyak dunia tidak berpengaruh terhadap nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia.

Kata Kunci: *Sukuk Perusahaan, Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi, Jumlah Uang Beredar, Harga Minyak Dunia.*



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

ABSTRACT

The purpose of this study is to determine the short-term and long-term influence of each macroeconomic variable which includes exchange rates (EXC), interest rates (IR), inflation (CPI), money supply (JUB), and world oil prices (WTI), on the outstanding value of corporate sukuk in Indonesia (SKK) from January 2011 to December 2022. The regression method used is the Error Corection Model (ECM). The results obtained in this study that in the short term exchange rates, interest rates, inflation, money supply, and world oil prices have no effect on the outstanding value of Indonesian companies' sukuk. In the long run, it was found that the exchange rate had a significant negative effect, the money supply had a significant positive influence, while interest rates, inflation and world oil prices did not affect the outstanding value of sukuk. The purpose of this study is to determine the short-term and long-term influence of each macroeconomic variable which includes exchange rates (EXC), interest rates (IR), inflation (CPI), money supply (JUB), and world oil prices (WTI), on the outstanding value of corporate sukuk in Indonesia (SKK) from January 2011 to December 2022.

Keywords: *Corporate Sukuk, Exchange Rate, Interest, Inflation, Money Supply, World Oil Prices.*



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Perkembangan pasar keuangan syariah dari tahun ke tahun mengalami pertumbuhan yang baik (OJK, 2022). Perkembangan keuangan syariah saat ini tidak hanya terjadi di wilayah yang mayoritas penduduknya beragama Islam saja, namun, pergerakan pembangunan ekonomi berbasis syariah saat ini meningkat di banyak negara di dunia. *The Islamic Financial Services Board*, (2020) melaporkan bahwa industri keuangan Islam pada tahun 2020 mencapai \$2,70 triliun melonjak 10,65% dari tahun 2019. Hal tersebut membuktikan bahwa permintaan terhadap produk dan layanan yang sesuai dengan syariah semakin mendapat perhatian besar di seluruh dunia. *The Islamic Financial Services Board* (2020) melaporkan bahwa keuangan Islam secara global saat ini sudah mencapai lebih dari 600 lembaga yang beroperasi di 70 negara baik di Asia, Afrika, Australia, Eropa, bahkan Amerika Serikat.

Hal ini dibuktikan dengan semakin meluasnya penerapan sistem berbasis syariah khususnya pasar modal yang bergerak di bidang investasi (Mahfiroh & Ratno, 2021). Di beberapa negara maju, pasar modal berperan penting sebagai tumpuan perekonomian negara khususnya dalam menunjang kebutuhan pendanaan perusahaan (Pribadi & Wibowo, 2019). Oleh karena itu, bagi perusahaan, pasar modal merupakan nafas segar untuk meningkatkan produktivitas dalam skala yang lebih besar dan mencapai kemakmuran bagi masyarakat secara luas. Di samping itu keberhasilan industri keuangan Islam

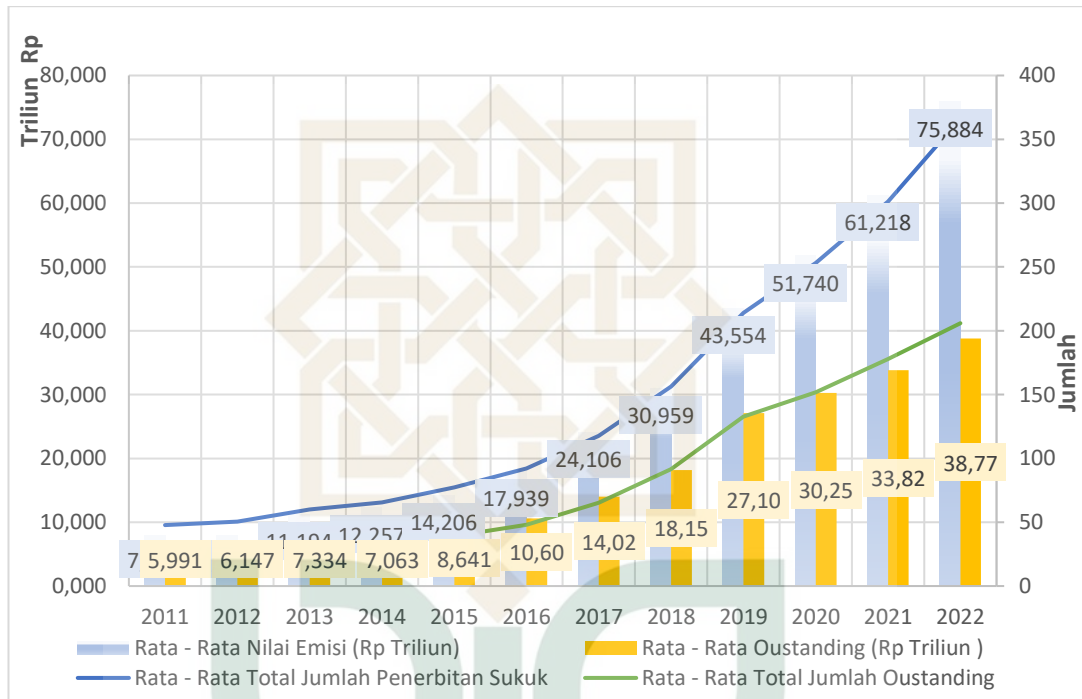
diharapkan dapat menjadi fungsi intermediasi yang dapat menciptakan perekonomian yang lebih baik. Salah satu instrumen keuangan syariah yang kondusif mengalami perkembangan saat ini adalah obligasi syariah yang dikenal dengan sukuk.

Sukuk juga dikenal dengan sertifikat atau bukti kepemilikan suatu aset berwujud (IDX, 2022). Secara luas sukuk mulai diterbitkan pada bulan Februari 1988 di Jeddah, Arab Saudi, penerbitan sukuk merupakan tuntutan emiten dan investor di negara-negara muslim sebagai alternatif kebutuhan pembiayaan dan investasi yang sesuai dengan prinsip syariah (Academy, 1985). Untuk itu sukuk merupakan sertifikat yang menyajikan bukti atas kepemilikan suatu aset berwujud yang memiliki nilai manfaat, jasa atau kepemilikan aset suatu proyek dari kegiatan investasinya (Laila & Anshori, 2021). Berdasarkan POJK Nomor 3 Tahun 2018, Obligasi syariah atau sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atas aset yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah yang menjadi landasan akad, cara pengelolaan, kegiatan usaha, dan penerbitan aset dari akad itu sendiri (POJK Nomor 3, 2018).

The Islamic Finance Development Report (2022) dari segi aset, secara global sukuk menduduki peringkat kedua terbesar dengan nilai \$713 milyar atau 14% dari total aset industri keuangan syariah. Dengan total aset tersebut Indonesia berada pada posisi ketiga sebagai negara yang memiliki kontribusi besar terhadap industri keuangan syariah. Walaupun masih tergolong baru, khususnya di Indonesia dalam 11 tahun terakhir penerbitan sukuk korporasi terus mengalami peningkatan (OJK, 2022). Merujuk pada data Otoritas Jasa

Keuangan (OJK) perkembangan sukuk korporasi di Indonesia dapat dilihat pada Gambar 1.1 berikut:

**Perkembangan Sukuk Korporasi
Periode Januari 2011 – Desember 2022**



Sumber: OJK, 2022 (Data diolah).

Gambar 1.1

Perkembangan Sukuk Korporasi Indonesia

Sebagai sub-sektor dengan kontribusi terbesar kedua terhadap aset keuangan syariah, tren emisi dan penerbitan sukuk terus mengalami peningkatan hingga akhir Desember 2022. Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan, diketahui bahwa nilai akumulasi penerbitan sukuk korporasi mencapai Rp 84,97 triliun, meningkat 22,24% nilai *outstanding* dari tahun sebelumnya (OJK, 2022). Bahkan melalui penawaran umum hingga semester 1 tahun 2022 jumlah sukuk yang dihimpun *Securities Crowdfunding* (SCF)

mencapai Rp 54,32 miliar, meningkat signifikan sebesar 859% akhir tahun 2021. Jumlah sukuk tersebut mencapai 98% dari total seluruh sukuk dan obligasi yang dihimpun melalui SCF per 28 Juni 2022 (Sopacua, Barbara N, 2021). Hal ini menunjukkan bahwa tren penerbitan sukuk konsisten mengalami peningkatan meskipun di tahun 2020 pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami kontraksi akibat pandemi Covid-19.

Sebagai salah satu instrumen investasi yang menarik di pasar modal, sukuk dapat dijadikan alternatif investasi jangka panjang karena memiliki prospek yang bagus, minim risiko (Laila & Anshori, 2021) serta kebal terhadap resesi (Apriani *et al.*, 2023). Untuk itu perkembangan pasar sukuk sangat berperan penting karena membantu negara untuk memobilisasi sumber daya dan menutupi defisit anggaran, terlebih digunakan untuk membiayai proyek-proyek besar (Zulkhibri, 2015; Benbekhti *et al.*, 2019).

Cepatnya perkembangan sukuk di Indonesia didorong oleh penggunaan sukuk sebagai instrumen pembiayaan proyek besar seperti pembangunan jalan tol, jembatan, bandara, rumah sakit, pelabuhan, dan lain sebagainya (Yuliani *et al.*, 2020). Pada akhir tahun 2022, tercatat bahwa 52.94% dari 221 emiten sukuk korporasi merupakan emiten dari sektor infrastruktur, 16.74% dari sektor bahan baku, 15.85% sektor keuangan, serta sektor lainnya di bawah 10% (OJK, 2022).

Meningkatnya jumlah penerbitan sukuk korporasi di setiap negara dapat disebabkan karena berbagai faktor, baik dapat berupa kondisi internal ataupun kondisi perekonomian negara (Benbekhti *et al.*, 2019). Terlebih terjadinya

krisis keuangan dan perekonomian tentunya akan memberi dampak terhadap kinerja sukuk (Asri & Wulandari, 2021). Selain kualitas kelembagaan dan keterbukaan ekonomi, kinerja perkembangan pasar sukuk dapat dipengaruhi oleh faktor makroekonomi (Said & Grassa, 2013). Dengan demikian kestabilan kondisi ekonomi maupun makroekonomi sangat mutlak diperlukan bagi perkembangan instrumen investasi khususnya untuk penerbitan obligasi syariah atau sukuk.

N.F. Chen *et al.*, (1986) juga mengungkapkan jika variabel makroekonomi dapat memberi dampak terhadap kinerja dan perkembangan instrumen keuangan. Pasalnya kondisi makroekonomi yang baik dapat mencerminkan iklim investasi di suatu negara (Ulfah *et al.*, 2022). Untuk itu tidak menutup kemungkinan jika buruknya kondisi makroekonomi suatu negara akan meningkatkan risiko sistematis yang dapat menurunkan kinerja sebuah perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang dikembangkan oleh Ross, (1976) yang menjelaskan bahwa tingkat keuntungan pasar secara umum dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor makro dan kejadian-kejadian/noise dalam perusahaan. Oleh karena itu, guna menciptakan kondisi investasi sukuk yang baik perlu diperhatikan kondisi perekonomian, terutama kondisi makroekonomi dalam negeri sebagai bentuk mitigasi risiko.

Merujuk pada teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT), bahwasanya faktor makroekonomi seperti nilai tukar diperkirakan dapat mempengaruhi kinerja pasar sukuk. Pasalnya nilai tukar yang berlebihan mengakibatkan

ketidakstabilan perekonomian yang akan berdampak terhadap volume penerbitan sukuk (Al-raeai *et al.*, 2018). Terdapat beberapa hasil penelitian yang inkonsisten mengenai pengaruh nilai tukar terhadap perkembangan sukuk, seperti yang dilakukan Alqurnia *et al.*, (2023), bahwasanya nilai tukar memiliki pengaruh positif terhadap perkembangan pasar sukuk. Berbeda dengan hasil penelitian Ardiansyah & Lubis, (2017); Smaoui & Khawaja, (2016) yang menemukan bahwa nilai tukar tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk.

Selanjutnya, tingkat suku bunga yang tinggi akan berdampak terhadap penerbitan dan pengembangan pasar sukuk (Said & Grassa, 2013). Penelitian yang dilakukan Asri & Wulandari, (2021) menemukan pengaruh signifikan antara suku bunga terhadap perkembangan pasar sukuk. Hasil tersebut ditentang Longstaff *et al.*, (2018) dan R *et al.*, (2023) yang menyatakan jika kenaikan suku bunga akan menekan perkembangan pasar sukuk. Kemudian Inflasi, tingginya tingkat laju inflasi dapat menyebabkan rendahnya tingkat pengembalian pasar (Modigliani & Cohn, 1979). Sehingga tingkat inflasi yang tinggi akan berdampak terhadap jumlah sukuk yang diterbitkan perusahaan Smaoui & Khawaja, (2016); Jaafar *et al.*, (2021). Hasil tersebut berbeda dengan temuan Said & Grassa, (2013) yang mengungkapkan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh kuat terhadap perkembangan pasar sukuk.

Selain Inflasi, faktor yang diprediksi dapat mempengaruhi perkembangan sukuk adalah jumlah uang beredar (Hanifa *et al.*, 2015). Pasalnya peningkatan jumlah uang beredar akan mempengaruhi aktivitas

masyarakat dalam berinvestasi, terlebih pada sukuk sebagai salah satu instrumen pasar terbuka. Hasil tersebut didukung penelitian Ardiansyah & Lubis, (2017) dan Afandi & Latif, (2023) yang menunjukkan hasil positif, peningkatan jumlah uang beredar terhadap perkembangan pasar sukuk. Berbeda hasil penelitian yang dilakukan Mulyadi *et al.*, (2022) yang menemukan jumlah uang beredar memiliki pengaruh negatif terhadap perkembangan pasar sukuk.

Kemudian, kenaikan harga minyak dunia diperkirakan dapat mempengaruhi perkembangan pasar sukuk, melalui dampaknya terhadap inflasi yang tinggi akibat kenaikan harga barang dan jasa di suatu negara (Halim *et al.*, 2016). Senada dengan pendapat tersebut, Sadorsky, (1999) mengungkapkan bahwa kenaikan harga minyak berdampak negatif terhadap perkembangan pasar sukuk. Hasil tersebut berbeda dengan penelitian Suciningtias, (2019) yang mengungkapkan bahwa kenaikan harga minyak dunia tidak mempengaruhi kinerja sukuk baik jangka pendek dan maupun jangka panjang.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu seperti yang telah dilakukan, terbukti bahwa variabel makroekonomi seperti nilai tukar, inflasi, suku bunga, jumlah uang beredar, harga minyak dunia, dapat mempengaruhi perkembangan nilai sukuk korporasi. Karena adanya inkonsistensi hasil beberapa penelitian sebelumnya, maka peneliti menilai perlu dilakukannya penelitian ulang terkait topik tersebut dengan menggabungkan beberapa variabel makroekonomi yang sebelumnya di uji secara terpisah, sehingga

dalam penelitian ini variabel yang digunakan lebih banyak dan periode penelitian lebih panjang. Penelitian ini akan menguji pengaruh variabel makroekonomi yang terdiri nilai tukar, suku bunga, inflasi, jumlah uang beredar, dan harga minyak dunia terhadap nilai *outstanding* sukuk perusahaan di Indonesia. Penelitian ini berjudul “Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Sukuk Perusahaan Indonesia Periode Januari 2011- Desember 2022” dengan menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL)

B. Rumusan Masalah

Rumusan masalah yang dikemukakan dalam penelitian ini berdasarkan dari beberapa penjelasan latar belakang sebagai berikut:

1. Apakah nilai tukar mempengaruhi pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011 – 2022?
2. Apakah suku bunga mempengaruhi pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022?
3. Apakah inflasi mempengaruhi pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022?
4. Apakah jumlah uang beredar mempengaruhi pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022?
5. Apakah harga minyak dunia mempengaruhi pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022?

C. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disampaikan, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

- a. Untuk menjelaskan pengaruh nilai tukar terhadap pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022
- b. Untuk menjelaskan pengaruh suku bunga terhadap pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022
- c. Untuk menjelaskan pengaruh inflasi terhadap pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022
- d. Untuk menjelaskan pengaruh jumlah uang beredar terhadap pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022
- e. Untuk menjelaskan pengaruh harga minyak dunia terhadap pertumbuhan nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia periode 2011-2022

2. Manfaat Penelitian

- a. Manfaat Teoritis

penulis berharap temuan dari penelitian ini dapat memberikan tambahan wawasan terkait masalah yang telah dikaji, sehingga pembaca mendapatkan gambaran yang lebih relevan yang berkesinambungan antara realita dan teori. Kemudian, untuk kepentingan akademik dengan harapan hasil dari penelitian ini bisa menyumbangkan kontribusi,

khususnya bermanfaat terhadap pengembangan bidang keilmuan ekonomi syariah.

b. Manfaat Praktis

Penulis mengharapkan penelitian ini dapat menjadi masukan untuk bahan pertimbangan dalam memberi kebijakan serta dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan analisis keuangan syariah, khususnya pasar sukuk.

D. Sistematika Pembahasan

Adapun sistematika pembahasan dalam penelitian ini terdiri dari lima bab yaitu:

BAB I: PENDAHULUAN

Pada bab ini berisi alasan terkait masalah-masalah penelitian yang menjadi penyebab dalam melakukan riset ini, kemudian terdapat rumusan masalah untuk membatasi masalah dalam penelitian ini, serta terdapat tujuan dan manfaat riset ini dilakukan

BAB II: KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pada bab ini berisi landasan teori untuk menjelaskan keterkaitan variabel makroekonomi dengan nilai sukuk perusahaan. Serta dalam bab ini, penulis menguraikan kerangka teoritis dan hipotesis yang dibangun dalam penelitian.

BAB III: METODE PENELITIAN

Pada bab ini menjelaskan langkah untuk menjawab hipotesis yang dibangun dalam penelitian secara terstruktur yang dimulai dari jenis penelitian kemudian sumber data yang diperoleh, baik populasi maupun sampel serta

teknik pengumpulan data, mengidentifikasi variabel, skala yang digunakan untuk pengukuran, dan metode analisis yang digunakan untuk pengujian data

BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini menjelaskan hasil dari *output* pengujian data penelitian untuk menjawab rumusan masalah dari hasil objek yang diteliti. Kemudian, peneliti memaparkan pengaruh dari masing-masing variabel yang memiliki dampak terhadap variabel sukuk baik dalam jangka pendek dan jangka panjang.

BAB V: PENUTUP

Bab ini terdiri atas kesimpulan berdasarkan hasil analisis yang ditemukan, selanjutnya penulis juga memaparkan implikasi, baik keterbatasan yang belum tercapai untuk dilakukan dalam penelitian ini, serta saran-saran yang termuat ide gagasan baru untuk dikembangkan dalam riset atau penelitian selanjutnya.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui dan menjelaskan pengaruh jangka pendek dan jangka panjang variabel makroekonomi yang terdiri dari Nilai Tukar (EXC), Suku Bunga (IR), Inflasi (INF), Jumlah Uang Beredar (JUB), Harga Minyak Dunia (WTI) terhadap nilai *outstanding* sukuk perusahaan Indonesia (SKK). Berdasarkan hasil diperoleh temuan-temuan berikut:

1. Variabel nilai tukar (EXC) dalam jangka pendek tidak memiliki pengaruh terhadap nilai *Outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia, Sedangkan dalam jangka panjang nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai *Outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia.
2. Variabel Suku Bunga (IR) dalam jangka pendek dan jangka panjang tidak memiliki pengaruh terhadap nilai *Outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia.
3. Variabel Inflasi (INF) dalam jangka pendek dan jangka panjang tidak memiliki pengaruh terhadap nilai *Outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia.
4. Variabel Jumlah Uang Beredar (JUB) dalam jangka pendek tidak memiliki pengaruh terhadap nilai *Outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia. Sedangkan dalam jangka panjang jumlah uang beredar

berpengaruh positif signifikan terhadap nilai *Outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia

5. Variabel Harga Minyak Dunia (WTI) dalam jangka pendek dan dalam jangka panjang tidak memiliki pengaruh terhadap nilai *Outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia.

B. Implikasi

Pengujian dampak jangka pendek dan jangka panjang variabel makroekonomi terhadap nilai *outstanding* Sukuk Perusahaan Indonesia dan hasil yang ditemukan dalam penelitian, diharapkan bisa bermanfaat baik secara praktis maupun teoritis. Secara teoritis, dapat dijadikan perbandingan antara teori dan kenyataan terkait pengaruh variabel makroekonomi dalam penelitian ini terhadap nilai perkembangan sukuk bahwa pengaruh dari suatu variabel tidak selalu sejalan dengan teori yang dibangun. Di samping itu, terdapat kemungkinan bahwa dalam suatu periode penelitian, suatu variabel dapat menghasilkan dampak yang berbeda.

Sedangkan secara praktis, hasil penelitian ini dapat dijadikan bahan pertimbangan oleh para pemangku kebijakan untuk membuat keputusan dan kebijakan, begitu juga untuk investor dapat dijadikan acuan sebelum mengambil tindakan dalam melakukan kegiatan investasi. Terutama yang beragama Islam diharapkan lebih bijak mengenai pentingnya memilih instrumen investasi yang terjamin kehalalannya dan memiliki risiko yang rendah. Dengan demikian, Obligasi syariah (sukuk) dapat dijadikan pilihan

instrumen untuk berinvestasi baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

C. Keterbatasan dan Saran

1. Penelitian ini memiliki keterbatasan terhadap objek penelitian yang hanya fokus terhadap satu negara. Oleh karena itu saran untuk menemukan dan menghasilkan temuan yang terbaru, penelitian selanjutnya dapat memasukkan beberapa negara untuk melihat perkembangan instrumen investasi syariah khususnya pasar obligasi syariah (sukuk).
2. Variabel dalam penelitian yang digunakan hanya enam, yaitu SKK, EXC, IR, INF, JUB, dan WTI. Saran, penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel lain seperti Indeks produksi industri, harga emas dunia, dll.
3. Penelitian ini mengkaji pengaruh variabel bebas atas variabel terikat pada periode Januari 2011 sampai Desember 2022 dengan menggunakan model ECM. Saran, penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode lain seperti ARDL, NARDL GMM, VECM, dll.

Daftar Pustaka

- A. Conrad, C. (2021). The Effects of Money Supply and Interest Rates on Stock Prices, Evidence from Two Behavioral Experiments. *Applied Economics and Finance*, 8(2), 33. <https://doi.org/10.11114/aef.v8i2.5173>
- AAOIFI. (2015). *Syari'ah Standards*.
- Academy, I. F. (1985). *Resolutions and Recommendations of the Second Session of the Council of the Islamic Fiqh Academy*.
- Agrawal, G. (2010). A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility. 5(12), 62–73.
- Ahmad, N., & Muda, M. (2013). Exchange Rate Pass-Through Estimates For Sukuk Issuing Countries. *Procedia Economics and Finance*, 7(Icebr), 134–139. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00227-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00227-X)
- Aisyaturrahmah, A. H., & Aji, T. S. (2021). Pengaruh Inflasi Dan Indeks Produksi Industri (IPI) Terhadap Total Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia Periode 2014-2018. *Jurnal Ekonomika Dan Bisnis Islam*, 4(1), 110–123. <https://doi.org/10.26740/jekobi.v4n1.p110-123>
- Al-raeai, A. M., Zainol, Z., & Khilmy, A. (2018). *The Role of Macroeconomic Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries*. April.
- Alqurnia, I., Jember, U., Agama, I., Negeri, I., Abdul, M., & Alwa, A. (2023). *Studi Economic Policy Uncertainty dan Pasar Keuangan terhadap Perkembangan Pasar Sukuk Indonesia*. 8. <https://doi.org/10.21154/muslimheritage.v8i1.6125>
- Alqurnia, I., Musaiyaroh, A., Wahyudi, A., & Alwa, M. A. A. (2023). *Studi Economic Policy Uncertainty dan Pasar Keuangan terhadap Perkembangan Pasar Sukuk Indonesia Institut Agama Islam Negeri Ponorogo , Indonesia Ati Musaiyaroh Amin Wahyudi*. 8. <https://doi.org/10.21154/muslimheritage.v8i1.6125>
- Apriani, E., Afandi, D. R., Latif, A., & Aprilianti. (2023). *Macroeconomic Perspective on the Growth of Corporate Sharia Bonds (Sukuk) in Indonesia Perspektif Makroekonomi Pada Pertumbuhan Obligasi Syariah (Sukuk) Korporasi di Indonesia*. 10(4), 352–364. <https://doi.org/10.20473/vol10iss20234pp352-364>
- Ardiansyah, I. H., & Lubis, D. (2017). The Effect of Macroeconomic Variables to Corporate Sukuk Growth in Indonesia. *Jurnal Al-Muzara'ah*, 5(1), 51–68.

- Arshad, H., Muda, R., & Osman, I. (2017). Impact of exchange rate and oil price on the yield of sovereign bond and sukuk: Evidence from Malaysian capital market. *Journal of Emerging Economies and Islamic Research*, 5(4), 27. <https://doi.org/10.24191/jeeir.v5i4.8834>
- Asri, N. H., & Wulandari, D. (2021). Macroeconomic Variables and Sukuk Outstanding in Indonesia. *Open Access Indonesia Journal of Social Sciences*, 4(1), 132–142.
- Astari, N. P. R. P., & Badjra, I. B. (2018). *Pengaruh Durasi, Konveksitas, Dan Inflasi Terhadap Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek INDONESIA*. 7(5), 2450–2480.
- Atmadja, A. S. (1999). *INFLASI DI INDONESIA* : 1(1), 54–67.
- Basuki, A. T. (2017). *REGRESI MODEL KOREKSI KESALAHAN (Error Correction Model)*. 1936.
- Basyariah, N., Kusuma, H., & Qizam, I. (2021). Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 201–211. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0201>
- Benbekhti, S. E., Boulila, H., & Benbouziane, M. (2019). *The Asymmetric Effect of Sukuk on Government Budget : Dealing with Deficit The Asymmetric Effect of Sukuk on Government Budget : Dealing with Deficit in Malaysia*. May. <https://doi.org/10.15408/sjie.v8i1.8068>
- Berument, H., & Tasc, H. (2002). *In ationary e ect of crude oil prices in Turkey*. 316, 568–580.
- Bhattacharyay, B. N. (2013). Determinants of bond market development in Asia. *Journal of Asian Economics*, 24, 124–137. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2012.11.002>
- Boediono. (2014). *Pengantar Ilmu Ekonomi No. 3 Ekonomi Internasional*. BPFE.
- Boukhatem, J. (2022). Heliyon How does fi nancial risk affect sukuk market development? Empirical evidence from ARDL approach. *Heliyon*, 8(May), e09453. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09453>
- Breitenfellner, A., Cuaresma, J. C., & Keppel, C. (2009). *Determinants of Crude Oil Prices : Supply , Demand , Cartel or Speculation ?* 111–136.
- Brown, S. P. A., & Yu'cel, M. K. (2002). *Energy prices and aggregate economic activity : an interpretative survey*. 42, 193–208.

- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). *Economic Forces and the Stock Market*.
- Cologni, A., & Manera, M. (2008). *Oil prices , inflation and interest rates in a structural cointegrated VAR model for the G-7 countries*. 30, 856–888. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2006.11.001>
- Connor, G., & Korajczyk, R. A. (1995). The arbitrage pricing theory and multifactor models of asset returns. In *Handbooks in Operations Research and Management Science* (Vol. 9, Issue C). [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80048-9](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80048-9)
- Conrad, C. A. (2021). *The Effects of Money Supply and Interest Rates on Stock Prices , Evidence from Two Behavioral Experiments*. 8(2), 33–41. <https://doi.org/10.11114/aef.v8i2.5173>
- Darmawan. (2022). *Manajemen Keuangan Syariah*. UNY Press.
- Dina Diana. (2021). Pengaruh Faktor Makroekonomi terhadap Nilai Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2007-2016. *Journal of Islamic Business and Management*, 1(2), 2–4. <https://manfaat.tazkia.ac.id/index.php/manfaat/article/download/26/10>
- Doğrul, H. G., & Soytaş, U. (2010). *Relationship between oil prices , interest rate , and unemployment : Evidence from an emerging market*. 32, 1523–1528. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2010.09.005>
- Engle, R. F., Granger, C. W. J., Engle, B. Y. R. F., & Granger, C. W. J. (1987). *CO-INTEGRATION AND ERROR CORRECTION: REPRESENTATION, ESTIMATION, AND TESTING*. 55(2), 251–276.
- Ependi, H., & Thamrin, H. (2020). *The Effect Of Macroeconomic Factors On The Number Of Corporate Sukuk Offers In Indonesia*. 1(2), 358–372. <https://doi.org/10.38035/DIJEFA>
- Erawati, N., & Llewelyn, R. (2002). *Analisa Pergerakan Suku Bunga dan Laju Ekspektasi Inflasi Untuk Menentukan Kebijakan Moneter di Indonesia*. 4(2), 98–107.
- Fischer, S. (1993). *THE ROLE OF MACROECONOMIC FACFORS IN GROWTH*. 4565.
- Fisher, I. (1911). *FISHER'S THE PURCHASING POWER OF MONEY*. 12(96), 818–829.

- Fisher, I. (1920). *The purchasing power of money*.
- Fuad, F., & Yuliadi, I. (2021). Determinants of the Composite Stock Price Index (IHSG) on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics Research and Social Sciences*, 5(1), 27–41. <https://doi.org/10.18196/jerss.v5i1.11002>
- Ghazo, A., Abu-Lila, Z., & Ajlouni, S. (2021). The Macroeconomic Determinants of Stock Price Fluctuations in Amman Stock Exchange. *Accounting*, 7(1), 23–32. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.10.018>
- Godfrey, O. U. (2021). Money Supply and Stock Prices – A Case Study of Nigeria. *Journal of Economics, Finance And Management Studies*, 04(10). <https://doi.org/10.47191/jefms/v4-i10-10>
- Halim, Z. A., How, J., & Verhoeven, P. (2016). Agency Costs and Corporate Sukuk Issuance. *Pacific-Basin Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.014>
- Hanifa, M. H., Masih, M., & Bacha, O. I. (2015). Why Do Issuers issue Sukuk or Conventional Bond? Evidence from Malaysian Listed Firms Using Partial Adjustment Models. *Pacific-Basin Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.02.004>
- Hena, E. (2023). *Pengaruh jumlah uang beredar dan kurs terhadap indeks harga konsumen*. 7(2), 320–326. <https://doi.org/10.52362/jisamar.v7i2.765>
- Hong, Z., Niu, L., & Zeng, G. (2019). *US and Chinese yield curve responses to RMB exchange rate policy shocks*. <https://doi.org/10.1108/CFRI-12-2017-0239>
- IDX. (2022). *Surat Utang (Obligasi)*. <https://www.idx.co.id/id/produk/surat-utang-obligasi>
- Jaafar, M. N., Muhamat, A. A., Abdul Karim, N., Basri, M. F., & Hasmadi, A. A. (2021). The Determinants of Sukuk Issuance: Evidence from Top Sukuk Issuing Countries. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 16(1), 21–34. <https://doi.org/10.24191/apmaj.v16i1-02>
- Karim, A. A. (2015). *Ekonomi Makro Islam*. Raja Grafindo Pustaka.
- Kartini, E., & Milawati, M. (2020). How Sukuk and Conventional Bond Affect Economic Growth? Evidence From Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(5), 77–83. <https://doi.org/10.32479/ijefi.10223>

- Kesicki, F. (2010). The third oil price surge – What ' s different this time ? *Energy Policy*, 38(3), 1596–1606. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2009.11.044>
- Keynes, J. M. (1930). *A TREATISE ON MONEY I THE PURE THEORY OF MONEY*.
- Khudari, M. (2017). *THE ROLE OF ECONOMIC AND FINANCIAL FACTORS IN ENHANCING SUKUK MARKET CROSS-SECTIONAL STUDY*. June.
- Kilian, L. (2010). *Oil price volatility : Origins and effects Oil Price Volatility : Origins and Effects*.
- Koti, C. S., & Bixho, T. (2016). *Theories of Money Supply : The Relationship of Money Supply in a Period of Time T -1 and Inflation in Period T- Empirical Evidence from Albania*. 8385, 294–302.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2006). *International Economics: Theory and Policy: International Edition*.
- Kumar, A. (2020). *MONEY IN A MODERN ECONOMY*. 206(March), 1–4.
- Kumar, K. K., & Sahu, B. (2018). *Dynamic Linkages Between Macroeconomic Factors and Islamic Stock Indices in a Non-Islamic Country India*. 51(1), 193–205.
- Kurniati, Y., & Hardiyanto, A. V. (2003). Perilaku Nilai Tukar Rupiah Dan Alternatif Perhitungan Nilai Tukar Riil Keseimbangan. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 2(2), 43–76. <https://doi.org/10.21098/bemp.v2i2.196>
- Kurniawan, K., Masitoh, E., & Fajri, R. N. (2020). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia. *FINANSIA: Jurnal Akuntansi Dan Perbankan Syariah*, 3(1), 87. <https://doi.org/10.32332/finansia.v3i1.1831>
- Laila, N. (2019). *PENGEMBANGAN SUKUK NEGARA DI INDONESIA Analisis Komprehensif dalam Menggali Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia*.
- Laila, N., & Anshori, M. (2021). The Development of Sovereign Sukuk in Indonesia. *Review of International Geographical Education Online*, 11(4), 390–397. <https://doi.org/10.33403/rigeo.800655>
- Lardic, S., & Mignon, V. (2008). *Oil prices and economic activity : An asymmetric cointegration approach*. 30, 847–855. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2006.10.010>

- Latifah, Sari, N., Ayu safitri, S. dewi, & Baidawi, T. (2021). the Effect of Macro Economy on Sukuk Requests in Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 18(1), 74–83. <https://doi.org/10.31849/jieb.v18i1.5603>
- Longstaff, F. A., Schwartz, E. S., Longstaff, F. A., & Schwartz, E. S. (2018). *Interest Rate Volatility and Bond Prices Technical Notes Interest Rate Volatility and Bond Prices*. 3312(1993). <https://doi.org/10.2469/faj.v49.n4.70>
- Luwihono, A., Suherman, B., Sembiring, D., Rasyid, S., Kalbuana, N., Saputro, R., Prasetyo, B., Taryana, Suprihartini, Y., Asih, P., Mahfud, Z., & Rusdiyanto. (2021). Macroeconomic Effect on Stock Price: Evidence from Indonesia. *Accounting*, 7(5), 1189–1202. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2021.2.019>
- Mahfiroh, N., & Ratno, F. A. (2021). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pertumbuhan Nilai Outstanding Sukuk Korporasi Indonesia Tahun 2016–2019. *Jurnal IMARA*, 5(2), 149–165
- Maleki, T., Isfahani, R. D., & Barzaani, M. V. (2015). *Quantity Theory of Money (Allais' viewpoint) The Case Study of Iran Economy*. 2(4), 152–168.
- Mankiw, G. (2010). *Teori Makroekonomi*. Erlangga.
- MANKIW, N. G. (2018). Economics of the public sector. In *Economics of the public sector*. https://doi.org/10.12737/textbook_5a7db7c026e742.59112535
- Martin, F. (1983). Inflation and the Stock Market. *National Bureau of Economic Research*, 1, 186–198.
- Maula Nasrifah. (2019). Sukuk (Obligasi Syariah) dalam Perspektif Keuangan Islam. *Asy-Syari'ah : Jurnal Hukum Islam*, 5(2), 165–179. <https://doi.org/10.36835/assyariah.v5i2.120>
- Mishkin, F. S. (2010). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Mishkin Frederic–Addison Wesley Longman*.
- Modigliani, F., & Cohn, R. A. (1979). Inflation, Rational Valuation and the Market. *Financial Analysts Journal*, 35(2), 24–44. <https://doi.org/10.2469/faj.v35.n2.24>
- Muhammad, Gafur, A., & Ansharullah. (2023). *FACTORS THAT INFLUENCE THE VALUE OF SUKUK IN INDONESIA*. 6, 166–178.

- Muhammad, R., Permana, E. N., & Nugraheni, P. (2019). Tingkat Permintaan Sukuk Ritel: Analisis Faktor Internal Dan Eksternal. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 19(2), 249–264. <https://doi.org/10.25105/mraai.v19i2.4205>
- Mulyadi, S., Apriliza, I., & Suryanto, A. (2022). *Kontribusi Variabel Makroekonomi Terhadap Sukuk Perusahaan Di Indonesia Periode 2011-2021*. 5, 15–28.
- Nafisah, C. D. R., Sujianto, A. E., Latifah, N. A., Anjarsari, K. Y., & Susetyo, A. B. (2020). The Determinants of Sovereign Sukuk Issuance from Organization of Islamic Cooperation Members. *Technium Social Sciences Journal*, 9, 228–297. <https://techniumscience.com/index.php/socialsciences/article/view/332/124>
- Naifar, N., & Hammoudeh, S. (2016). Do global financial distress and uncertainties impact GCC and global sukuk return dynamics? *Pacific Basin Finance Journal*, 39, 57–69. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.016>
- Nizar, M. A. (2015). *The Impact of World Oil Prices Fluctuation on Indonesia 's Economy*. 65601.
- OECD. (2023). *Inflation (CPI)*. <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>
- OJK. (2019). *Buku 2 Perbankan seri Literasi Keuangan Perguruan Tinggi*.
- OJK. (2022). Laporan perkembangan keuangan syariah Indonesia 2022. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952., 3(1), 10–27. <https://medium.com/@arifwicaksanaa/pengertian-use-case-a7e576e1b6bf>
- Othman, A. H. A., Kameel, A., & Aziz, H. A. (2013). Relationship between Macroeconomic Variables and Net Asset Value (NAV) of Islamic Equity Unit Trust Funds: Cointegration Evidence from Malaysian Unit Trust Industry. *GATR Global Journal of Business Social Sciences Review*, 1(3), 02–16. [https://doi.org/10.35609/gjbsr.2013.1.3\(2\)](https://doi.org/10.35609/gjbsr.2013.1.3(2))
- Pigou, A. C. (1917). The Value of Money. *The Quarterly Journal of Economics*, 32(1), 38–65.
- POJK. (2018). *Otoritas jasa keuangan republik indonesia*.
- Pribadi, S. K., & Wibowo, B. (2019). The Analysis of Company Decisions in Choosing Sukuk and Bonds Using Logit Model. *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, 10(1), 141–164.

<https://doi.org/10.21580/economica.2019.10.1.3211>

- Qianqian, Z. (2011). *The Impact of International Oil Price Fluctuation on China's Economy*. 5, 1360–1364. <https://doi.org/10.1016/j.egypro.2011.03.235>
- Qing, Y. K., & Kusairi, S. (2019). The Effect of Money Supply, Exchange Rate, and Interest Spread toward the Performance of Stock Market in Malaysia. *Widyakala Journal*, 6(2), 142. <https://doi.org/10.36262/widyakala.v6i2.217>
- Rahmadita, A., Tamara, D. A. D., & Barnas, B. (2021). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, dan BI Rate terhadap Volume Pertumbuhan Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia Influence of inflation, kurs, and BI Rate on the volume of corporate sukuk emissions growth in. *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*, 1(3), 632–640. <https://jurnal.polban.ac.id/ojs-3.1.2/jaief/article/view/2605>
- Ranto, S. R. (2019). Pengaruh Jangka Pendek Dan Jangka Panjang Variabel Makro Ekonomi Terhadap Ihsq Di Bursa Efek Indonesia Dengan Pendekatan Error Correction Model (ECM). *Jurnal Derivat: Jurnal Matematika Dan Pendidikan Matematika*, 6(1), 12–24. <https://doi.org/10.31316/j.derivat.v6i1.332>
- Revinitiv. (2022). *Refinitiv Islamic Finance Development Report 2022*. 80.
- Roll, R., & Ross, S. A. (1980). *An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory*. 35(5), 1073–1103.
- Roll, R., & Ross, S. A. (1995). The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning. *Financial Analysts Journal*, 51(1), 122–131. <https://doi.org/10.2469/faj.v51.n1.1868>
- Ross, S. A. (1976). *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. 341–360.
- Sadorsky, P. (1999). Oil price shocks and stock market activity. *Energy Economics*, 21(5), 449–469. [https://doi.org/10.1016/S0140-9883\(99\)00020-1](https://doi.org/10.1016/S0140-9883(99)00020-1)
- Sadorsky, P. (2003). *The macroeconomic determinants of technology stock price volatility*. 12, 191–205. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(02\)00071-X](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(02)00071-X)
- Safitri, A. M., Anwar, K., & Abbas, T. (2022). Pengaruh harga minyak dunia, inflasi, dan ekspor neto terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. 05(1), 20–29.
- Said, A., & Grassa, R. (2013). The determinants of sukuk market development:

- Does macroeconomic factors influence the construction of certain structure of sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(5), 251–267.
- Said, A., & Grassa, R. (2013). The determinants of sukuk market development: Does macroeconomic factors influence the construction of certain structure of sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(5), 251–267.
- Sanjaya, K. (2016). *ANALISIS PENGARUH INFLASI DAN SUKU BUNGA SERTIFIKAT BANK INDONESIA TERHADAP NILAI OBLIGASI SYARIAH DARI PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA*. 1–14.
- Sartika, U. (2017). Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga, Kurs, Harga Minyak Dunia Dan Harga Emas Dunia Terhadap Ihsg Dan Jii Di Bursa Efek Indonesia. *BALANCE Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 2(2), 285. <https://doi.org/10.32502/jab.v2i2.1180>
- Sekaran, R. B. & Uma. (2016). Research Methods For Business. In Wiley (Ed.), *Research Methods For Business* (7th ed.).
- Shih, V. hyung, & Hoang, C. (2021). The Impact of Accounting Fundamentals and Macroeconomic Indicators on Manufacturing Companies' Stock Prices. *Journal La Bisecoman*, 2(3), 22–29. <https://doi.org/10.37899/journallabisecoman.v2i3.404>
- Sholiha, I., & Hanifah, N. (2021). *Eksistensi Obligasi Syariah (Sukuk) Korporasi di Indonesia pada Masa Pandemi*. 5. <https://doi.org/10.35316/istidlal.v5i2.346>
- Simorangkir, I. (2002). *Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar*. 12.
- Siram, S. S., & Adams, C. (1999). *Survey of Literature on Demand for Money: Theoretical and Emprical Work with Special Reference to Error-Correction Models*. International Monetary Fund.
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2016). *The Determinants of Sukuk Market Development*. 0938(November). <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1224175>
- Solikin, & Suseno. (2002). *UANG Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian* (Issue 1).
- Sopacua, Barbara N, H. (2021). Market Update Pasar Modal Syariah Indonesia Periode Januari - Juni 2022. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952., 7(2), 2013–2015.

- Suciningtias, S. A. (2019). *Macroeconomic Impacts on Sukuk Performance in Indonesia : Co-integration and Vector Error Correction Model Approach*. 2117, 117–130.
- Sukirno, S. (2010). *Makroekonomi: Teori Pengantar*. Raja Grafindo Pustaka.
- Sukmaningrum, P. S., Airlangga, U., Rani, L. N., Hasib, F. F., & Rusmita, S. A. (2020). *Impact of Macroeconomics on Corporate Sukuk Yield in Indonesia*. 19(4), 693–701. <https://doi.org/10.17051/ilkonline.2020.04.173>
- Sunaryati, S., & Munandar, A. (2023). The COVID-19 pandemic and the exchange rate: a lesson learned from Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 24(1), 1–13. <https://doi.org/10.18196/jesp.v24i1.16110>
- Sutawijaya, A., & Zulfahmi. (2012). PENGARUH FAKTOR-FAKTOR EKONOMI TERHADAP INFLASI DI INDONESIA. *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, Volume 8,.
- Tang, W., Wu, L., & Zhang, Z. (2010). Oil price shocks and their short- and long-term effects on the Chinese economy. *Energy Economics*, 32, S3–S14. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2010.01.002>
- THE ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD. (2020). Islamic Financial Services Industry Stability Report 2021. *RBM Annual Report, June*, 1–81. <https://www.ifsb.org/sec03.php>
- Tijjani, B., Ashiq, M., Siddique, N., Khan, M. A., & Rasul, A. (2020). A bibliometric analysis of quality research papers in Islamic finance: evidence from Web of Science. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 13(1), 84–101. <https://doi.org/10.1108/IJIF-03-2020-0056>
- Ulfah, I. F., Yetm, Y. S., & Khairunnisa, I. (2022). The Effect of Macroeconomic Variables on the Growth of Corporate Sukuk Issuance in Indonesia. *El-Qish: Journal of Islamic Economics*, 2(1), 1–12. <https://doi.org/10.33830/elqish.v2i1.3173.2022>
- Wahidah, W., Haryono, S., & Tahir, M. (2023). *Macroeconomic Effect on Sukuk Growth with Inflation as A Moderation Variable*. 12(Juni), 223–234.
- Widardjono, A. (2020). *Model Autoregressive distributed lag (ARDL) Agus Widarjono*. 1–6.
- Widarjono, A. (2013). Error Corection Model. *NBER Working Papers*, 4, 89. <http://www.nber.org/papers/w16019>
- Widarjono, A. (2018). *Buku Ekonometrika*.

- Wijaya, E. (2020). Analysis of Factors Affecting the Rupiah Exchange Rate for the 1999Q1-2019Q2 Period. *Jurnal Samudra Ekonomi Dan Bisnis*, 11(2), 197–209. <https://doi.org/10.33059/jseb.v11i2.1919>
- Yuliah, Triana, L., & Suhandi. (2020). *FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI YEILD TO MATURITY*. 10(1).
- Yuliani, A. E., Fitrijanti, T., & Sari, P. Y. (2020). *SOVEREIGN SUKUK AS AN ALTERNATIVE OF INFRASTRUCTURE PROJECT FINANCING IN INDONESIA : SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW*. 7(12), 2361–2374. <https://doi.org/10.20473/vol7iss202012pp2361-2374>
- Zorzi, M. C., Cap, A., Mijakovic, A., & Rubaszek, M. (2003). The predictive power of equilibrium exchange rate models. *Review*, 85(6). <https://doi.org/10.20955/r.85.67>
- Zulhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237–248. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2015.10.001>
- Zusryn, A. S., Umar, R., Hashfi, A., & Nasution, A. H. (2019). *Pengaruh Sistem Perbankan , Makroekonomi , Dinamika Pasar Keuangan terhadap Perkembangan Sukuk Korporasi*. 4(2), 109–125.