

# Analisis Perdagangan Sukuk Ritel dan Determinannya di Indonesia

Safaruddin<sup>1\*</sup>, Anwar<sup>2</sup>, Aryati<sup>3</sup>, Ismi Amalia<sup>4</sup>

<sup>1,2,3</sup> Jurusan Bisnis Politeknik Negeri Lhokseumawe

<sup>4</sup> Jurusan Teknik Mesin Politeknik Negeri Lhokseumawe  
Jln. B. Aceh Medan Km.280 Buketrata 24301 INDONESIA

<sup>1\*</sup>safaruddin@pnl.ac.id (penulis korespondensi)

**Abstrak**— Sukuk Ritel (SR) hadir sebagai salah satu instrumen pembiayaan syariah yang ditawarkan pemerintah untuk mengurangi defisit APBN sekaligus memperluas basis investor domestik. Instrumen ini memiliki karakteristik imbal hasil tetap, pembayaran kupon bulanan, serta dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Sejak 2009 hingga 2024, pemerintah telah menerbitkan 21 seri SR. Namun, tingkat literasi masyarakat dan volume perdagangan di pasar sekunder masih rendah dibandingkan potensi pasar, sehingga diperlukan kajian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhinya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh inflasi, BI Rate, kurs Rupiah/USD, volume perdagangan Obligasi Ritel, dan bagi hasil deposito mudharabah terhadap volume perdagangan SR. Data yang digunakan berupa data runtun waktu bulanan sejak Januari 2019–Desember 2024 (72 observasi). Analisis dilakukan dengan metode *Vector Auto Regression (VAR)* dan *Vector Error Correction Model (VECM)*, disesuaikan dengan sifat stasioneritas dan kointegrasi antar variabel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi dan volume perdagangan obligasi ritel berpengaruh negatif signifikan, kurs Rupiah/USD berpengaruh positif signifikan terhadap perdagangan Sukuk Ritel di Indonesia. Sementara itu, BI Rate dan bagi hasil deposito mudharabah tidak berpengaruh signifikan. Temuan ini dapat memberikan kontribusi empiris bagi literatur akademik sekaligus masukan bagi pemerintah dalam memperkuat peran Sukuk Ritel sebagai instrumen pembiayaan negara dan sarana investasi syariah Masyarakat.

**Kata kunci**— Sukuk Ritel, Inflasi, BI Rate, Kurs, Deposito, Obligasi Ritel.

**Abstract**— Retail Sukuk is a sharia financing instrument offered by the government to reduce the state budget deficit while expanding the domestic investor base. This instrument has the characteristics of a fixed yield, monthly coupon payments, and can be traded on the secondary market. From 2009 to 2024, the government has issued 21 SR series. However, public literacy and trading volume in the secondary market are still low compared to market potential, so a study of the influencing factors is needed. This study aims to determine the effect of inflation, the BI Rate, the Rupiah/USD exchange rate, Retail Bond trading volume on SR trading volume, and profit sharing on mudharabah deposits. The data used is monthly time series data from January 2019–December 2024 (72 observations). The analysis was conducted using the *Vector Auto Regression (VAR)* and *Vector Error Correction Model (VECM)* methods, adjusted for stationarity and cointegration between variables. The results show that inflation and retail bond trading volume have a significant negative effect, while the Rupiah/USD exchange rate has a significant positive effect on Retail Sukuk trading in Indonesia. Meanwhile, the BI Rate and profit sharing on mudharabah deposits had no significant impact. This finding can provide empirical contributions to the academic literature and provide input for the government in strengthening the role of Retail Sukuk as a state financing instrument and a means of sharia-compliant investment for the community.

**Keywords**— Retail Sukuk, Inflation, BI Rate, Exchange Rate, Deposits, Retail Bonds.

## I. PENDAHULUAN

Defisit APBN yang semakin besar diatasi pemerintah melalui berbagai sumber pembiayaan, antara lain pinjaman dari dalam dan luar negeri serta penerbitan Surat Berharga Negara (SBN). SBN terdiri atas Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara. Selain berfungsi sebagai salah satu alternatif pembiayaan APBN, Sukuk Negara juga berperan sebagai katalisator dalam pengembangan industri keuangan syariah, sekaligus memberikan alternatif investasi bagi masyarakat dengan imbal hasil yang menarik.

Salah satu jenis Sukuk Negara adalah Sukuk Ritel (SR) yang pertama kali diterbitkan tahun 2009. Hingga akhir tahun 2024, SR telah diterbitkan sebanyak 21 seri. Sukuk Ritel (SR) di pasar perdana ditujukan terutama bagi investor individu atau investor kecil, karena nilai nominalnya yang terjangkau, yaitu Rp1 juta per unit. Hal ini memberikan kesempatan luas kepada masyarakat untuk berinvestasi dalam instrumen syariah milik negara. Setelah investor membeli SR di pasar perdana, mereka akan memperoleh imbal hasil tetap (*fixed return*) yang dibayarkan setiap bulan hingga jatuh tempo. Ini memberikan kepastian pendapatan bagi investor, berbeda dengan instrumen lain yang mungkin bersifat fluktuatif.

Sukuk Ritel juga dapat diperjualbelikan di pasar sekunder, artinya investor tidak harus menunggu hingga jatuh tempo untuk mencairkan investasinya. Investor bisa menjual SR

miliknya kepada pihak lain jika membutuhkan dana tunai lebih awal. Namun, perlu dipahami bahwa jika investor menjual SR di pasar sekunder, maka ia tidak lagi berhak atas imbal hasil bulanan (kupon) di bulan-bulan berikutnya. Imbal hasil tetap hanya akan diterima selama SR masih dimiliki oleh investor tersebut. Setelah dijual, hak atas imbal hasil akan berpindah kepada pembeli (pemilik baru) SR tersebut. Keputusan untuk menjual SR sebelum jatuh tempo perlu dipertimbangkan dengan baik, terutama jika investor masih ingin menikmati pendapatan rutin dari kupon bulanan.

Semakin tinggi tingkat likuiditas suatu Sukuk Ritel (SR), maka semakin aktif instrumen tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Kondisi ini memudahkan investor untuk menjual kembali kepemilikannya dan memperoleh dana tunai sebelum jatuh tempo. Likuiditas yang tinggi mencerminkan kemudahan transaksi, karena investor tidak mengalami kesulitan dalam menemukan pembeli. Namun demikian, tingkat likuiditas SR tidak bersifat konstan. Volume perdagangan dapat berfluktuasi, dipengaruhi oleh berbagai faktor baik mikro maupun makro.

Penelitian mengenai volume perdagangan Sukuk Ritel (SR) penting untuk dilakukan karena beberapa alasan. Pertama, tingkat literasi masyarakat mengenai SR masih relatif rendah. Kedua, dengan mayoritas penduduk Indonesia beragama Islam, potensi pasar SR sangat besar, namun jumlah investor pada seri terakhir baru mencapai 63.622 investor [1]. Ketiga, penerbitan SR merupakan bagian dari upaya pemerintah dalam mengembangkan kinerja keuangan syariah nasional. Keempat, kajian empiris mengenai SR, khususnya di Jurusan Bisnis PNL,

belum pernah dilakukan sehingga hasil penelitian ini akan bermanfaat bagi civitas akademika sebagai referensi perkuliahan maupun penelitian selanjutnya. Kelima, hasil penelitian ini dapat memberikan masukan kepada pemerintah dalam rangka pengembangan instrumen SR di masa mendatang.

Perdagangan Sukuk Ritel dapat dipengaruhi oleh berbagai determinan atau faktor eksternal. Dalam penelitian ini, determinan yang dipilih meliputi: inflasi, BI Rate, kurs Rupiah terhadap Dolar AS, volume perdagangan obligasi ritel dan bagi hasil deposito mudharabah. Pemilihan faktor-faktor tersebut didasarkan pada rujukan teori ekonomi dan keuangan yang menunjukkan adanya keterkaitan dengan minat dan perilaku investor di pasar keuangan syariah termasuk SR. Secara teoritis, masing-masing variabel tersebut memiliki relevansi yang kuat terhadap volume perdagangan SR. Namun, temuan empiris dari berbagai penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak selalu konsisten. Beberapa studi menemukan pengaruh signifikan, sementara yang lain tidak. Ketidakesesuaian antara teori dan realitas empiris inilah yang menciptakan gap penelitian, sehingga diperlukan kajian lebih lanjut untuk menguji kembali hubungan antara faktor-faktor tersebut dengan volume perdagangan SR, khususnya dalam konteks pasar keuangan syariah di Indonesia. Beberapa penelitian tentang perdagangan Sukuk Ritel pernah dilakukan oleh [2][3][4][5][6][7].

Perbedaan utama penelitian ini dibandingkan dengan penelitian sebelumnya terletak pada aspek objek, jenis data, dan metode analisis yang digunakan. Objek penelitian ini adalah seluruh seri Sukuk Ritel (SR) yang tercatat dan diperdagangkan di pasar sekunder pada periode 1 Januari 2019 sampai dengan 31 Desember 2024. Cakupan data yang lebih lama ini diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai perilaku perdagangan SR, serta memungkinkan analisis terhadap pengaruh determinan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Sebaliknya, sebagian besar penelitian terdahulu umumnya hanya menggunakan satu seri SR saja, sehingga hasil yang diperoleh bersifat terbatas dan hanya merepresentasikan kondisi dalam satu periode penerbitan. Selain itu, pendekatan yang digunakan sebelumnya lebih banyak berfokus pada estimasi hubungan jangka pendek, tanpa memperhatikan kemungkinan hubungan jangka panjang antar variabel. Dari sisi metodologi, penelitian ini menerapkan pendekatan *Vector Auto Regression* (VAR) apabila seluruh variabel data bersifat stasioner pada level yang sama. Namun, jika terdapat variabel yang tidak stasioner dan ada kointegrasi antar variabel, maka digunakan pendekatan *Vector Error Correction Model* (VECM). Pendekatan ini lebih tepat untuk menggambarkan hubungan dinamis antar variabel dalam jangka pendek dan jangka panjang secara simultan.

Permasalahan utama dalam penelitian ini adalah apakah faktor-faktor yang dipilih sebagai determinan, yaitu inflasi, BI Rate, nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS, bagi hasil deposito mudharabah dan volume perdagangan obligasi ritel berpengaruh secara signifikan terhadap volume perdagangan Sukuk Ritel (SR) di Indonesia, baik dalam jangka pendek maupun jangka Panjang.

Tujuan yang ingin dicapai adalah untuk memperoleh bukti empiris pengaruh berbagai determinan terhadap volume perdagangan Sukuk Ritel (SR) di Indonesia baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Determinan yang dimaksud meliputi inflasi, BI Rate, nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS, bagi hasil deposito mudharabah, dan volume perdagangan obligasi ritel.

## Pengertian Sukuk

Sukuk merupakan salah satu bentuk transaksi terobosan baru dalam dunia keuangan Islam, meskipun memiliki akar sejarah yang panjang, namun dinilai sebagai instrumen yang inovatif dalam pengembangan sistem keuangan syariah kontemporer [8]. Sukuk berasal dari bahasa Arab, yaitu sakk dengan bentuk jamak sukuk yang secara harfiah diartikan dokumen atau sertifikat [9].

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) mendefinisikan Sukuk sebagai sertifikat yang bernilai sama yang mewakili kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset berwujud, nilai manfaat (*lawqaaq*) dan jasa-jasa (*services*) atau kepemilikan atas aset dari proyek tertentu atau kegiatan investasi tertentu. Sukuk bukanlah surat utang sebagaimana obligasi. Sukuk tidak memberikan bunga, melainkan imbalan, margin atau bagi hasil. Penerbitan sukuk memerlukan *underlying asset* sehingga aman dari sisi riba, gharar, dan maysir. *Underlying asset* merupakan salah satu karakteristik dari syarat penerbitan sukuk yang membedakannya dengan obligasi [10].

Berdasarkan POJK Nomor 18/POJK.04/2015, Sukuk didefinisikan sebagai 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 [11]. Sifat dasar sukuk bukanlah surat utang, namun bentuk investasi bersama dengan seluruh pemegang sukuk atas kepemilikan aset yang menjadi dasar penerbitannya.

Aset yang mendasari Sukuk wajib tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal yang terdiri atas: a. aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*); b. nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiu' a'yan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada; c. jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada; d. aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*); dan/atau e. kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*) [11].

## Jenis Sukuk

Penerbitan sukuk dapat dilakukan melalui penawaran umum, tanpa penawaran umum, maupun melalui layanan urun dana. Pemilihan mekanisme tersebut bergantung pada sasaran investor serta jumlah dana yang ingin dihimpun oleh penerbit (*issuer*) [12].

Berdasarkan penerbitnya (*issuer*) sukuk terdiri dari: 1) Sukuk Korporasi, diterbitkan oleh perusahaan swasta, Badan Umum Milik Negara (BUMN) dan anaknya, serta Badan Umum Milik Daerah (BUMD) untuk meningkatkan pendanaan. Penerbitan sukuk korporasi berada di bawah pengawasan OJK. 2) Sukuk Negara atau Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing [13]. Sukuk Negara terdiri dari beberapa jenis yaitu [13]:

1. Surat Perbendaharaan Negara-Syariah (SPN-S) ditujukan untuk memenuhi arus kas jangka pendek pemerintah dan instrumen likuiditas pasar keuangan syariah dengan tenor 6 bulan dan *non tradable* di pasar sekunder.
2. Islamic Fixed Rate (IFR), yaitu seri pertama sukuk negara, namun tahun 2011 tidak diterbitkan lagi dan diganti dengan PBS.
3. *Project-Based Sukuk* (PBS), untuk membiayai pembangunan proyek pemerintah melalui Kementerian/ Lembaga, tenor menengah hingga panjang dan *tradable*.

4. Sukuk Ritel (SR), ditujukan kepada investor individu dalam negeri melalui agen penjual serta memiliki nilai strategis terhadap mobilisasi dana masyarakat untuk APBN dengan tenor menengah dan *tradable*.
5. Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI), kesepakatan Kementerian Keuangan dan Kementerian Agama menempatkan Dana Haji dan Dana Abadi Umat secara terencana.
6. Sukuk Tabungan (ST), yaitu varian sukuk ritel dengan tenor menengah namun *nontradable*.
7. Sukuk Negara Indonesia (SNI) atau Sukuk Global, yaitu Sukuk negara dalam denominasi valuta asing di pasar perdana internasional.
8. Sukuk Daerah, yaitu diterbitkan Pemerintah Daerah untuk peningkatan dan alternatif sumber pembiayaan infrastruktur selain APBD.

### Sukuk Ritel

Sukuk Ritel (SR) memiliki target pasar yang spesifik yaitu investor individu dalam negeri melalui agen penjual. Sukuk Ritel memiliki nilai strategis untuk mendorong dan memberi fasilitas terhadap mobilisasi dana masyarakat umum kepada pemerintah dalam rangka pembiayaan APBN. Pertama kali SR diterbitkan tahun 2009 dengan akad *Ijarah sale and lease back* melalui metode *bookbuilding*. Tenor yang ditawarkan adalah jangka menengah dengan nilai nominal Rp 1.000.000 per unit serta tingkat kupon tetap (*fixed*). Sukuk Ritel bisa diperdagangkan di pasar sekunder (*tradable*) [13].

Dana SR digunakan oleh pemerintah untuk investasi berupa pembelian hak manfaat Barang Milik Negara serta pengadaan proyek yang disewakan kepada Pemerintah. Imbalannya berasal dari keuntungan hasil investasi tersebut. Manfaat berinvestasi di SR adalah: 1) Pokok dan imbalan dijamin oleh negara; 2) Tingkat imbalan kompetitif, lebih tinggi dari rata-rata bunga deposito Bank BUMN; 3) Tingkat imbalan tetap; 4) Imbalan dibayar tiap bulan; 5) Dapat diperdagangkan di pasar sekunder antar investor domestik; 6) Cukup Rp 1 Juta investor sudah bisa berinvestasi; 7) Mendukung pembiayaan pembangunan nasional; dan 8) Sesuai prinsip syariah. Pemerintah Republik Indonesia hingga akhir Desember 2024 telah menawarkan SR sebanyak 21 seri [14].

### Volume Perdagangan Sukuk

Volume perdagangan merupakan salah satu indikator penting dalam analisis perdagangan di pasar. Volume perdagangan dapat menggambarkan kekuatan antara minat jual dan beli pada transaksi pasar. Volume perdagangan sukuk diperoleh dengan menghitung jumlah sukuk yang diperdagangkan di pasar sekunder dalam kurun waktu tertentu [5]. Volume perdagangan juga merupakan parameter pergerakan aktivitas berbagai sekuritas termasuk sukuk di pasar modal. Sukuk Ritel dapat diperdagangkan di pasar sekunder dengan mekanisme transaksi di bursa efek melalui sistem ETP (*Electronic Trading Platform*) dan/atau transaksi di luar bursa efek (*over the counter*) [15]. Volume perdagangan SR dalam penelitian ini adalah total nilai perdagangan dari semua seri SR pada setiap bulan di pasar sekunder. Angka ini kemudian ditransformasi menjadi logaritma (*Log TSR*).

Semakin likuid suatu sukuk, semakin mudah instrumen tersebut dipindahtangankan sehingga investor dapat dengan cepat membeli atau menjualnya. Sukuk yang likuid umumnya memiliki volume perdagangan yang besar, meskipun volume tersebut dapat berfluktuasi akibat perubahan berbagai variabel ekonomi yang memengaruhinya [2].

## Faktor yang Diperkirakan Mempengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Ritel

### A. Inflasi

Inflasi adalah kenaikan pada harga barang secara umum dan terjadi secara terus menerus [16]. Inflasi memicu kenaikan harga barang dan jasa sehingga daya beli riil masyarakat menjadi turun. Masyarakat akan cenderung mendahulukan kebutuhan pokok dibandingkan melakukan investasi termasuk membeli sukuk. Inflasi juga dapat menyebabkan return sukuk menjadi turun karena pendapatan riil yang diterima oleh investor tergerus oleh inflasi. Hal ini yang berimbas pada penurunan minat membeli sukuk sehingga tingkat permintaannya turun [17]. Inflasi tinggi biasanya dikaitkan dengan ketidakstabilan ekonomi makro yang terkadang disertai gagal bayar pemerintah, maka dapat menghambat perkembangan pasar sukuk [18]. Inflasi yang stabil dan terkontrol berdampak bagi investor untuk menempatkan dananya pada sukuk sehingga volume perdagangan akan meningkat. Inflasi dapat dihitung dengan menggunakan rumus: 
$$\text{Inflasi} = \frac{(\text{IHKt} - \text{IHKt-1})}{\text{IHKt-1}} \times 100\% \quad (1)$$

Hasil penelitian sebelumnya sebahagian menyimpulkan inflasi berpengaruh negatif terhadap permintaan Sukuk Ritel [7] [18][19] [20]. Namun penelitian lain menyimpulkan inflasi berpengaruh positif terhadap permintaan Sukuk Ritel [5][21][22]. Penelitian lainnya lagi menyimpulkan inflasi pada jangka pendek tidak memiliki pengaruh terhadap volume perdagangan sukuk ritel di pasar sekunder [3].

### B. BI Rate

BI rate digunakan untuk menjaga stabilitas kegiatan ekonomi dan pengendalian inflasi. BI rate adalah suku bunga acuan Bank Indonesia untuk transaksi *reverse repurchase agreement (reverse repo)* dengan jangka waktu 7 hari. Tujuannya untuk penguatan kerangka operasi moneter dan diharapkan berhubungan lebih kuat pada pasar uang. Penggunaan basis 7 hari *reverse repo rate* diharapkan lebih mampu memperdalam dan mempengaruhi pasar uang. Perubahan permintaan sukuk juga diperkirakan dipengaruhi oleh BI rate [23]. Apabila BI rate naik, maka suku bunga simpanan bank juga naik sehingga masyarakat lebih berminat menyimpan uangnya di bank karena lebih menguntungkan. Hal ini membuat minat masyarakat berinvestasi pada sukuk ritel turun sehingga volume perdagangannya juga turun.

Beberapa hasil penelitian sebelumnya merekomendasikan kesimpulan beragam tentang pengaruh BI Rate terhadap perdagangan sukuk. Sebahagian menyimpulkan BI Rate berpengaruh negatif terhadap perdagangan SR-005 [17], dalam jangka panjang BI Rate berpengaruh positif terhadap perdagangan SR-007 [5] dan performa SR-008 [20]. Penelitian lainnya menyimpulkan BI rate tidak berpengaruh signifikan terhadap perdagangan SBSN melalui transaksi di pasar sekunder [21][22].

### C. Kurs

Konsekuensi dari sistem perekonomian terbuka adalah berlakunya nilai tukar uang dalam transaksi jual-beli barang/jasa antar negara. Nilai tukar (kurs) merupakan nilai mata uang negara lain dinyatakan dalam unit mata uang nasional [24]. Penguatan nilai tukar rupiah pada mata uang asing memberikan dampak positif terhadap peningkatan jumlah investor. Apabila kurs rupiah meningkat, maka banyak investor yang akan berinvestasi pada sekuritas karena mencerminkan keadaan perekonomian yang bagus. Sebaliknya, jika kurs rupiah melemah merupakan cerminan kondisi ekonomi negara

yang kurang bagus sehingga menurunkan minat investor untuk berinvestasi [25]. Kurs dalam penelitian ini adalah nilai tukar mata uang Rupiah terhadap US\$ yang dihitung dengan rumus:  $KURS = (Kurs\ Jual + Kurs\ Beli) / 2$  (2)

Beberapa hasil penelitian sebelumnya merekomendasikan kesimpulan beragam. Nilai tukar rupiah terhadap US dollar dalam jangka panjang berpengaruh negatif terhadap performa SR-008 [20] dan SBSN secara umum [21] serta pada beberapa negara Arab di Teluk GCC [6]. Hasil penelitian lain menyimpulkan pengaruh yang tidak signifikan pada jangka pendek namun positif dan signifikan terhadap volume perdagangan SR-007 dalam jangka panjang [5]. Sementara penelitian lain hasilnya tidak berpengaruh signifikan terhadap perdagangan sukuk [18][22].

**D. Volume Perdagangan Obligasi Ritel**

Harga adalah jumlah uang yang diperlukan sebagai penukar berbagai kombinasi produk dan jasa, oleh karena itu harga harus dihubungkan dengan bermacam-macam barang dan atau pelayanan yang akhirnya sama dengan suatu baik produk dan jasa [19]. Harga obligasi dinyatakan dalam bentuk persentase, yaitu persentase dari nilai nominal Sukuk dan obligasi memiliki hubungan seperti barang substitusi, dimana jika terjadi peningkatan permintaan salah satunya, maka seharusnya akan menurunkan permintaan barang lainnya. Oleh karena itu, harga Obligasi Ritel (ORI) diperkirakan berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan Sukuk Ritel [4]. Hal ini ini juga sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan pada volume perdagangan SR-008 [4]. Namun pada penelitian lain hasilnya tidak signifikan [26]. Volume Perdagangan Obligasi Ritel dalam penelitian dihitung merupakan logaritma dari jumlah ORI (TORI) yang diperdagangkan di pasar sekunder per bulan.

**E. Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah**

Masyarakat memiliki berbagai pilihan instrumen investasi di sektor keuangan, diantaranya saham, obligasi, sukuk dan dapat pula menyimpan dananya di bank dalam bentuk deposito dengan tingkat risiko yang sangat rendah. Salah satu deposito yang banyak diminati adalah deposito mudharabah milik bank syariah. Bagi hasil yang ditawarkan berdasarkan nisbah yang sudah disepakati. Perbandingan antara bagi hasil deposito dengan *return* sukuk dapat menjadi pertimbangan calon investor untuk memilih produk investasi yang diminati. Apabila deposito mudharabah menawarkan bagi hasil yang tinggi maka dapat berpengaruh pada penurunan tingkat permintaan sukuk [17]. Bagi Hasil Deposito Mudharabah (BHDM) dalam penelitian dihitung dengan rumus:

$$BHDM = (Laba\ Bersih\ Bank \times Nisbah) / Jumlah\ Deposit \quad (3)$$

Beberapa hasil penelitian sebelumnya merekomendasikan kesimpulan beragam tentang bagi hasil deposito mudharabah. Penelitian [17] hasilnya tidak signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR-005. Namun, penelitian [4] hasilnya berpengaruh negatif signifikan terhadap perdagangan SR-008.

**II. METODOLOGI PENELITIAN**

**Ruang Lingkup Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, yaitu pendekatan yang bersifat objektif untuk meneliti sampel atau populasi tertentu dengan pengumpulan data. Selanjutnya dianalisis menggunakan pendekatan statistik yang relevan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui determinan yang mempengaruhi perdagangan Sukuk Ritel di Indonesia. Determinan yang digunakan adalah inflasi, BI rate, kurs Rupiah

terhadap US\$, volume perdagangan obligasi ritel, dan bagi hasil deposito mudharabah.

Data yang digunakan adalah data runtun waktu (*time series*) selama 5 tahun, mulai 1 Januari 2019 s.d. 31 Desember 2024 berupa data bulanan sehingga diperoleh sebanyak 72 periode. Data berasal dari beberapa sumber yaitu: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Bursa Efek Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, Bank Indonesia dan sumber lainnya yang relevan.

**Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi adalah keseluruhan subjek, objek, individu, kelompok, peristiwa, atau hal yang memiliki karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya [27]. Populasi penelitian ini adalah semua seri Sukuk Ritel (SR) yang diperdagangkan di BEI sejak 1 Januari 2019 s.d. 31 Desember 2024 sebanyak 13 seri. Penelitian ini menggunakan metode sensus sehingga semua elemen populasi digunakan sebagai sampel. Data perdagangan Sukuk Ritel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan nilai total perdagangan bulanan dari seluruh seri SR, bukan per seri, sehingga analisis dilakukan pada tingkat agregat untuk menangkap dinamika pasar secara keseluruhan.

**Jenis dan Sumber Data**

Data penelitian ini merupakan data kuantitatif, yaitu data berbentuk angka atau bilangan dan dapat diukur secara objektif dengan periode bulanan sejak 1 Januari 2019 s.d. 31 Desember 2024 yang terdiri dari:

1. Data perdagangan Sukuk Ritel diperoleh dari PT Bursa Efek Indonesia.
2. Data inflasi diperoleh dari Badan Pusat Statistik.
3. Data BI rate diperoleh dari Bank Indonesia.
4. Data kurs Rupiah terhadap US\$ diperoleh dari Bank Indonesia.
5. Data bagi hasil deposito mudharabah diperoleh dari Otoritas Jasa Keuangan.
6. Data perdagangan Obligasi Ritel diperoleh dari PT Bursa Efek Indonesia.

**Operasionalisasi Variabel Penelitian**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan variabel endogen, yaitu variabel yang dijelaskan oleh model dalam sistem persamaan ekonometrik. Berdasarkan kajian teoritis dan studi terdahulu, operasionalisasi variabel dirangkum dalam Tabel 1.

Tabel.1 Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Skala
Volume Perdagangan Sukuk Ritel (TSR)	Total nilai perdagangan semua seri SR setiap bulan di pasar sekunder	Log (TSR)	Rasio
Inflasi (INF)	Inflasi adalah kenaikan harga barang secara umum dan terjadi terus menerus	$Inflasi = [(IHK_t - IHK_{t-1}) / IHK_{t-1}] \times 100\%$	Rasio
BI Rate (BI)	Suku bunga acuan Bank Indonesia untuk transaksi <i>reverse repurchase agreement</i> jangka waktu 7 hari	BI Rate	Rasio
Kurs Rupiah terhadap US\$ (KURS)	Nilai tukar mata uang Rupiah terhadap US\$	$KURS = (Kurs\ Jual + Kurs\ Beli) / 2$	Rasio

Volume Perdagangan Obligasi Ritel (TORI)	Total nilai perdagangan semua seri ORI setiap bulan di pasar sekunder	Log (TORI)	Rasio
Bagi Hasil Deposito Mudharabah (BHDM)	Nisbah atau pembagian keuntungan sesuai kesepakatan antara bank dan nasabah	BHDM = (Laba Bersih Bank x Nisbah) / Jumlah Deposito	Rasio

**Teknis Analisis Data**

Penelitian ini menggunakan model *Vector Auto Regression* (VAR) jika datanya bersifat stasioner. Namun, jika tidak stasioner dan atau antar variabel memiliki kointegerasi, maka digunakan *Vector Error Correction Model* (VECM). Seluruh variabel dalam VAR dianggap endogen sehingga bisa diestimasi bersama-sama. VAR menganalisa hubungan antar variabel data runtun waktu (*time series*). Model VAR/VECM memiliki beberapa kelebihan yaitu: 1. Semuanya variabel dianggap endogen. 2. Estimasi OLS bisa digunakan. c. Peramalan model ini pada banyak kasus lebih baik daripada model lain. Model persamaan penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut:

$$\begin{bmatrix} \text{Ln VPSR} \\ \text{INF} \\ \text{BI7} \\ \text{KURS} \\ \text{BHDM} \\ \text{ORI} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_0 \\ b_0 \\ c_0 \\ d_0 \\ e_0 \\ f_0 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{1.1} & a_{1.2} & a_{1.3} & a_{1.4} & a_{1.5} & a_{1.6} \\ a_{2.1} & a_{2.2} & a_{2.3} & a_{2.4} & a_{2.5} & a_{2.6} \\ a_{3.1} & a_{3.2} & a_{3.3} & a_{3.4} & a_{3.5} & a_{3.6} \\ a_{4.1} & a_{4.2} & a_{4.3} & a_{4.4} & a_{4.5} & a_{4.6} \\ a_{5.1} & a_{5.2} & a_{5.3} & a_{5.4} & a_{5.5} & a_{5.6} \\ a_{6.1} & a_{6.2} & a_{6.3} & a_{6.4} & a_{6.5} & a_{6.6} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{Ln VPSR}_{t-1} \\ \text{INF}_{t-1} \\ \text{BI7}_{t-1} \\ \text{KURS}_{t-1} \\ \text{BHDM}_{t-1} \\ \text{ORI}_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \\ e_{3t} \\ e_{4t} \\ e_{5t} \\ e_{6t} \end{bmatrix}$$

Penggunaan VAR/VECM, membutuhkan beberapa uji sebagai berikut:

1. Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas untuk mengetahui manakala hubungan antar variabel secara statistik sangat signifikan namun secara apriori tidak ada (*nonsense regression*). Stasioneritas diuji dengan uji akar unit melalui pendekatan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) pada *level different* yang sama sampai diperoleh data yang stasioner. Data stasioner jika variansnya tidak terlalu besar dan cenderung mendekati nilai rata-rata. Apabila  $ADF > Mackinnon Critical Value$  maka data tersebut stasioner karena tidak mengandung akar unit [28]. Data yang tidak stasioner memerlukan *differencing* agar menjadi stasioner pada derajat yang sama di *first different* caranya mengurangi data dengan periode sebelumnya.

2. Uji Lag Optimal

Selanjutnya menentukan lag optimal, yaitu panjang lag yang memberikan pengaruh signifikan. Lag yang terlalu sedikit tidak menampilkan proses *white noise* sehingga model tidak dapat mengestimasi *actual error* dengan baik. Namun, jika terlalu panjang dapat mengurangi derajat bebas sehingga  $H_0$  sulit ditolak [28]. Ada 3 kriteria menentukan lag optimal yaitu: *Akaike Information Criterion* (AIC), *Hannan and Quinn Criterion* (HQC), dan *Schwarz Criterion* (SWC). Lag yang dipilih adalah yang mempunyai *Final Prediction Error Correction* (FPE) atau nilai AIC, HQC, dan SWC terkecil, pada

aplikasi Eviews adalah yang paling banyak tanda asteriknya (\*) [28].

3. Uji Stabilitas VAR

Uji stabilitas VAR dilakukan untuk mengetahui validitas hasil *Impuls Respons Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Metode yang digunakan untuk menguji stabilitas VAR adalah dengan mengukur akar-akar dari fungsi polinomial dan jika seluruh akar memiliki nilai absolutnya lebih kecil dari 1 maka VAR dianggap stabil [28].

4. Uji Kointegrasi

Hubungan jangka panjang antar variabel dapat diketahui melalui uji kointegrasi. Apabila dua variabel terkointegrasi berarti terdapat hubungan jangka panjang (ekuilibrium) di antara keduanya [28]. Apabila nilai trace statistic lebih besar dibanding critical values, maka variabel-variabel yang digunakan memiliki kointegrasi. Pengujian kointegrasi menggunakan Johansen Cointegration Test [28].

5. *Vector Error Correction Model* (VECM)

VECM dapat digunakan untuk mengetahui perilaku jangka pendek dari suatu variabel terhadap nilai jangka panjangnya jika pada model VAR ditemukan hubungan kointegrasi. VECM juga digunakan untuk menghitung hubungan jangka pendek antar variabel melalui koefisien standar dan mengestimasi hubungan jangka panjang dengan menggunakan lag residual dari residual yang terkointegrasi. Jika nilai t-statistik > nilai t-tabel, maka terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek [28].

6. *Impuls Respons Function* (IRF)

IRF menggambarkan ekspektasi k-periode ke depan dari kesalahan prediksi suatu variabel akibat inovasi dari variabel yang lain. Lamanya pengaruh dari *shock* suatu variabel terhadap variabel lain sampai pengaruhnya hilang atau kembali ke titik keseimbangan dapat dilihat atau diketahui [28].

7. *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD)

FEVD disebut juga *Variance Decomposition* (VD) merupakan perangkat VAR yang memisahkan variasi sejumlah variabel yang diestimasi menjadi komponen-komponen *shock* atau menjadi variabel *innovation*. Asumsinya variabel-variabel *innovation* tidak saling berkorelasi. Kemudian, VD memberikan informasi tentang proporsi pergerakan pengaruh *shock* pada sebuah variabel terhadap variabel lainnya saat ini dan periode yang akan datang [28].

**III. HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Gambaran Umum Sukuk Ritel**

Sukuk Ritel pertama kali ditawarkan ke masyarakat di pasar perdana. Masyarakat dapat membelinya melalui mitra distribusi (midis) resmi, yang terdiri dari bank syariah, bank konvensional, perusahaan sekuritas, dan *platform online fintech* yang bekerja sama dengan Kementerian Keuangan RI. Harga perdananya bersifat tetap sesuai nilai nominal yaitu Rp 1 juta/unit. Waktu pemesanan hanya saat masa penawaran ( $\pm 2$  minggu per seri). Sukuk Ritel pertama kali ditawarkan oleh pemerintah pada tahun 2009 yaitu SR001 dan hingga akhir Desember 2024 telah ditawarkan sebanyak 21 seri.

Tabel 2 memperlihatkan emisi SR di pasar perdana sejak seri pertama hingga seri ke-21. Nilai emisi SR secara umum memiliki tren positif meskipun pada seri-seri tertentu mengalami penurunan. Begitu pula dengan jumlah investor secara umum juga memiliki tren positif. Dari 21 seri yang telah ditawarkan diketahui bahwa SR01 menawarkan imbal hasil yang fantastis yaitu 12,00% per tahun. Informasi lain yang dapat diperoleh adalah sejak seri pertama sampai dengan tahun

2019 (SR011) pemerintah hanya melakukan emisi satu seri per tahun dengan tenor 3 tahun. Setelah itu, mulai tahun 2020 emisi SR dilakukan dua seri per tahun dengan tenor 3 tahun. Selanjutnya, pemerintah melakukan inovasi kembali sejak tahun 2023 dengan menawarkan dua variasi tenor pada setiap seri SR yang terdiri dari tenor 3 tahun dan 5 tahun sebagaimana yang terlihat pada SR018 sampai dengan SR021. Pemerintah memberikan stimulus kepada masyarakat dengan menawarkan imbal hasil yang lebih tinggi untuk tenor 5 tahun dibandingkan dengan tenor 3 tahun. Sebagai contoh untuk SR018 dengan tenor 3 tahun (SR018T3) imbal hasilnya 6,25%, sedangkan tenor 5 tahun (SR018T5) imbal hasilnya 6,40% per tahun.

Tabel 2 Penerbitan Sukuk Ritel Indonesia

Seri Sukuk	Tanggal Penerbitan	Imbal Hasil Awal	Tenor (Tahun)	Nilai Emisi (Rp. Juta)	Jumlah Investor
SR 001	25 Feb 2009	12,00%	3	5.556.290	14.295
SR 002	10 Feb 2010	8,70%	3	8.033.860	17.231
SR 003	23 Feb 2011	8,15%	3	7.341.410	15.487
SR 004	21 Mar 2012	6,25%	3	13.613.805	17.606
SR 005	27 Feb 2013	6,00%	3	14.968.875	17.783
SR 006	05 Mar 2014	8,75%	3	19.323.345	34.692
SR 007	11 Mar 2015	8,25%	3	21.965.035	29.706
SR 008	10 Mar 2016	8,30%	3	31.500.000	48.444
SR 009	22 Mar 2017	6,90%	3	14.037.310	29.838
SR 010	21 Mar 2018	5,90%	3	8.436.570	17.922
SR 011	28 Mar 2019	8,05%	3	21.117.570	35.026
SR 012	26 Mar 2020	6,30%	3	12.142.572	23.952
SR 013	30 Sep 2020	6,05%	3	25.665.971	44.803
SR 014	24 Mar 2021	5,47%	3	16.705.080	35.626
SR 015	22 Sep 2021	5,10%	3	27.000.639	49.027
SR 016	23 Mar 2022	4,95%	3	18.409.546	44.579
SR 017	21 Sep 2022	5,90%	3	26.974.976	65.362
SR 018	05 Apr 2023	6,25%	3	16.949.759	62.743
SR 018	05 Apr 2023	6,40%	5	4.544.818	
SR 019	27 Sep 2023	5,95%	3	17.543.813	62.083
SR 019	27 Sep 2023	6,10%	5	7.790.600	
SR 020	27 Mar 2024	6,30 %	3	17.784.237	63.009
SR 020	27 Mar 2024	6,40 %	5	3.575.013	
SR 021	08 Sep 2024	6,35 %	3	19.276.188	63.622
SR 021	08 Sep 2024	6,45 %	5	4.948.222	

Sumber : Direktorat Jendral Pengeolaan Pembiayaan dan Risiko (2025, diolah)

Masyarakat yang telah membeli SR di pasar perdana selanjutnya akan memperoleh imbal hasil per bulan sesuai dengan akad yang telah ditetapkan. Pembayaran imbal hasil dilakukan pada tanggal 10 setiap bulannya jika tanggal tersebut merupakan hari kerja atau bukan hari libur nasional. Apabila tanggal 10 bertepatan dengan hari libur nasional maka akan dibayarkan pada hari kerja berikutnya.

Setelah masa penawaran perdana (*primary offering*) selesai, SR baru bisa diperdagangkan (diperjualbelikan) setelah Masa Holding Periode (MHP) minimal tiga bulan. Perdagangannya dilakukan di pasar sekunder yaitu Bursa Efek Indonesia dan *Over the Counter* (OTC) melalui mitra distribusi yang menyediakan fasilitas tersebut. Harga yang terjadi di pasar sekunder bersifat fluktuatif, artinya bisa naik atau turun sehingga berpotensi terjadinya *capital gain* atau *capital loss*. Tujuan perdagangan di pasar sekunder untuk memberikan fleksibilitas kepada investor dalam mencairkan investasinya sebelum jatuh tempo serta memberikan peluang bagi investor lain yang tidak sempat membeli di masa penawaran. Namun, harga jual di pasar sekunder tidak selalu sama dengan nilai nominalnya, bisa lebih tinggi atau lebih rendah tergantung pada kondisi pasar awal.

### Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik deskriptif merupakan metode yang digunakan untuk menyajikan, merangkum, dan menggambarkan karakteristik suatu kumpulan data secara sistematis melalui ukuran-ukuran statistik tertentu. Beberapa ukuran statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata hitung (mean), nilai maksimum, minimum, range, dan standar deviasi. Hasil statistik deskriptif dari variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3 Hasil Statistik Deskriptif dari Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TSR	72	.00	18,495.92	5,657.31	3,759.62
INF	72	-.21	1.17	.23	.27
BI	72	3.50	6.25	4.89	1.07
KURS	72	13,662	16,421	14,860.14	712.08
TORI	72	.00	17,304.34	5,864.79	3,315.75
BHDM	72	2.86	5.57	4.45	.79
Valid N	72				

Sumber: Hasil Penelitian (2025, diolah)

### 1. Statistik deskripsi dari perdagangan Sukuk Ritel (SR)

Data pada Tabel 3 menunjukkan bahwa perdagangan SR di pasar sekunder selama periode pengamatan secara rata-rata sebesar Rp 5.657,31 milyar. Nilai tertingginya yaitu Rp 18.485,92 milyar terjadi pada bulan Januari 2022 dan terendah terjadi pada bulan Februari 2020 serta Januari dan Februari 2021 dengan nilai transaksi nol. Pada bulan Februari 2020 SR yang bisa diperdagangkan adalah SR009, SR010 dan SR011. Penyebab nihilnya transaksi pada Februari 2020 diduga karena merupakan periode awal pandemi COVID-19 yang mulai menyebar secara global sehingga investor cenderung menahan portofolionya dan menghindari transaksi di pasar sekunder. Selain itu, Februari 2020 juga bertepatan dengan akan diterbitkannya SR012 yang masa penawaran mulai 24 Februari 2020 sehingga investor menunggu seri baru. Peristiwa serupa terjadi kembali pada Januari dan Februari 2021 dengan nilai transaksi nol, sehingga hal ini dapat dikatakan sebagai efek kalender serta momentum penerbitan SR baru dimana 26 Februari 2021 pemerintah menerbitkan SR seri baru yaitu SR013. Ada beberapa alasan investor tidak bertransaksi SR di pasar sekunder menjelang terbitnya SR seri baru antara lain adalah SR seri baru memberikan kupon yang pasti, harga par (100%), tenor masih utuh, serta tidak ada risiko *capital loss* di awal pembelian.

Fenomena nol transaksi jelang penerbitan SR baru tidak terjadi pada tahun 2022, 2023, dan 2024. Ada beberapa alasan yang menyebabkan hal ini tidak terulang kembali yaitu:

1. Likuiditas pasar sekunder SR mulai meningkat dimana ada peningkatan pemahaman investor bahwa SR bisa dijual kembali di pasar sekunder. Perusahaan sekuritas juga lebih aktif memfasilitasi perdagangan sekunder SR dengan menyediakan harga *bid-offer* secara *daring*.
2. Peningkatan basis investor dan digitalisasi, mulai tahun 2022 jumlah investor ritel meningkat pesat, seiring dengan kampanye SBN Ritel berbasis digital oleh DJPPR dan mitra distribusi. Investor generasi baru lebih aktif memperjualbelikan SR di pasar sekunder, terutama melalui aplikasi investasi sehingga transaksi lebih merata sepanjang tahun, tidak hanya saat masa penawaran SBN baru.
3. Kondisi ekonomi & suku bunga lebih dinamis, tahun 2022-2024, terdapat kenaikan suku bunga acuan BI rate, yang mendorong investor untuk menjual SR dengan kupon rendah. Hal ini dilakukan untuk *switching* ke SR baru atau instrumen dengan imbal hasil lebih tinggi.

4. Penerbitan SR tidak selalu pada bulan Februari lagi sehingga tidak ada lagi "bulan mati" yang bisa diprediksi secara kalender seperti sebelumnya sehingga efek kalender dapat tereliminasi.

**2. Statistik deskripsi dari inflasi (INF)**

Statistik deskripsi dari inflasi pada Tabel 3 menunjukkan bahwa selama periode penelitian ini secara rata-rata sebesar 0,23% per bulan. Nilai tertinggi adalah 1,17% per bulan terjadi pada bulan September 2022 dan terendah sebesar -0,21% terjadi pada bulan Agustus 2022. Inflasi rata-rata sebesar 0,23% per bulan jika dikonversi menjadi inflasi tahunan dapat dihitung dengan rumus:  $(1+r)^{12}-1$  sehingga inflasi/tahun adalah 2,79%. Inflasi 2,79%/tahun termasuk kategori moderat dan sehat menurut banyak standar internasional, termasuk Bank Indonesia yang menargetkan inflasi tahunan sekitar  $2,5\% \pm 1\%$  dengan beberapa asumsi antara lain:

1. Ekonomi sedang tumbuh stabil dan tanpa gejolak harga.
2. Daya beli masyarakat tidak tergerus secara signifikan.
3. Harga barang dan jasa naik wajar, mencerminkan permintaan yang sehat.
4. Kebijakan moneter dan fiskal efektif.

**3. Statistik deskripsi BI rate (BI)**

Statistik deskripsi dari BI rate pada Tabel 3 menunjukkan bahwa selama periode penelitian ini secara rata-rata sebesar 4,88% per tahun. Nilai tertinggi adalah 6,25% terjadi pada bulan September 2022 dan terendah sebesar 3,50% terjadi pada bulan Agustus 2022.

**4. Statistik deskripsi Kurs Rupiah terhadap US\$ (KURS)**

Nilai rata-rata Kurs Rupiah terhadap US\$ (KURS) selama periode penelitian ini adalah Rp 14.860/US\$. Nilai tertinggi adalah Rp 16.421/US\$ terjadi pada bulan Juni 2024. Secara ekonomi, hal ini menunjukkan bahwa Rupiah sedang melemah terhadap Dolar AS, sehingga bisa membawa sejumlah dampak ekonomi yang penting termasuk terhadap perdagangan Sukuk Ritel di pasar sekunder. Beberapa dampaknya secara teori antara lain adalah: minat beli bisa turun (sentimen negatif), harga SR di pasar sekunder bisa tertekan, investor bisa menunda beli di BEI dan menunggu penerbitan seri baru yang lebih menguntungkan dari segi kupon sehingga aktivitas jual beli di BEI bisa melambat. Adapun nilai kurs terendah sebesar Rp 13.662/US\$ terjadi pada bulan Januari 2020 menunjukkan Rupiah sedang menguat terhadap Dolar AS dibandingkan dengan nilai rata-ratanya. Rupiah yang menguat memberikan sejumlah dampak terhadap perdagangan SR di pasar sekunder (BEI) antara lain investor ritel merasa lebih aman memegang instrumen jangka menengah seperti SR karena risiko makro mengecil sehingga permintaan meningkat baik oleh investor baru maupun yang ingin reinvestasi, namun investor yang telah memilikinya cenderung *hold* hingga jatuh tempo.

**5. Statistik deskripsi perdagangan Obligasi Ritel (ORI)**

Data pada Tabel 3 menunjukkan bahwa perdagangan ORI di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan secara rata-rata sebesar Rp. 5.657,31 milyar. Nilai tertinggi yaitu Rp. 18.485,92 milyar terjadi pada bulan Juli 2024 dan terendah terjadi pada bulan Februari 2020 serta Januari dan Februari 2021 dengan nilai transaksi nol. Penyebab nihilnya transaksi dikatakan sebagai efek kalender serta momentum penerbitan ORI baru dimana 26 Februari 2021 pemerintah menerbitkan ORI seri baru.

**6. Statistik deskripsi Bagi Hasil Deposito Mudharabah (BHDM)**

Statistik deskripsi dari Bagi Hasil Deposito Mudharabah (BHDM) pada Tabel 3 selama periode penelitian ini secara rata-rata sebesar 4,45% per tahun. Nilai tertinggi adalah 5,57% per tahun terjadi pada bulan Januari 2020 dan terendah sebesar 2,86% per tahun terjadi pada bulan Juli 2022. Angka rata-rata BHDM berbeda dengan imbal hasil Sukuk Ritel yaitu 6,57% per tahun untuk periode yang sama. Secara nominal, terdapat selisih sebesar 2,12%, artinya Sukuk Ritel menawarkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan deposito mudharabah. Namun, bagi investor perbedaan dari sisi likuiditas juga perlu diperhatikan. Deposito mudharabah umumnya memiliki tenor lebih pendek (misalnya 1, 3, atau 12 bulan), dan dapat dicairkan dengan lebih fleksibel sesuai kesepakatan awal, meskipun terkadang dikenakan penalti jika dicairkan sebelum jatuh tempo. Di sisi lain, Sukuk Ritel memiliki tenor yang lebih panjang (3 hingga 5 tahun) dan tidak dapat dicairkan sebelum jatuh tempo, kecuali dijual di pasar sekunder. Namun, pasar sekunder untuk Sukuk Ritel di Indonesia masih belum terlalu likuid, dan harga jual bisa berada di bawah nilai nominal tergantung kondisi pasar.

**Model Penelitian**

Penelitian ini menggunakan *Vector Auto Regression* (VAR) jika data bersifat stasioner. Namun, jika tidak stasioner dan atau antar variabel memiliki kointegrasi, maka digunakan *Vector Error Correction Model* (VECM). Penggunaan VAR/VECM, membutuhkan beberapa uji. Uji Stasioneritas merupakan uji pertama yang dilakukan. Hasil pengolahan data dengan Eviews diperoleh output sebagaimana yang terdapat pada Tabel 4.

Tabel 4 Hasil Uji Stasioneritas pada Level

Variabel	ADF-test		Keterangan
	t-Statistic	Prob.*	
TSR	-6,249658	0,0000	Stasioner pada level
INF	-7,046116	0,0000	Stasioner pada level
BI	-1,324604	0,6138	Tidak stasioner pada level
KURS	-2,133775	0,2324	Tidak stasioner pada level
TORI	-5,991630	0,0000	Stasioner pada level
BHDM	-1,298154	0,6262	Tidak stasioner pada level

*Test critical values* (5%) = -2,902953  
 Sumber: Hasil Penelitian (2025, diolah)

Hasil uji stasioneritas pada level menunjukkan bahwa ada tiga variabel yang tidak signifikan dimana *p-value* > 0,05 dan t-statistik absolutnya < *critical values* (0,05) sehingga dinyatakan tidak stasioner pada level. Variabel tersebut adalah BI rate (BI), Kurs Rupiah/US\$ (KURS) dan Bagi Hasil Deposito Mudharabah (BHDM). Oleh karena itu, perlu dilakukan uji stasioner pada *first difference*. Jika ada variabel yang tidak stasioner maka model *vector* belum dapat digunakan. Hasil pada *first difference* dengan menggunakan Eviews dapat dilihat pada Tabel 5. Hasil uji menunjukkan bahwa semua variabel dinyatakan telah signifikan karena semuanya memiliki *p-value* < 0,05 dan t-statistik absolutnya > *critical values* (0,05) sehingga data semua variabel stasioner pada *first difference* dan model VAR sampai dengan tahap ini masih dapat digunakan.

Tabel 5 Hasil Uji Stasioneritas pada *First Difference*

Variabel	ADF-test		Keterangan
	t-Statistic	Prob.*	
TSR	-9,203760	0,0000	Stasioner pada <i>first difference</i>
INF	-10,83165	0,0001	Stasioner pada <i>first difference</i>
BI	-3,844035	0,0040	Stasioner pada <i>first difference</i>
KURS	-9,670952	0,0000	Stasioner pada <i>first difference</i>
TORI	-7,071575	0,0000	Stasioner pada <i>first difference</i>
BHDM	-9,385675	0,0000	Stasioner pada <i>first difference</i>

*Test critical values* (5%) = -2,902953  
 Sumber: Hasil Penelitian (2025, diolah)

Tahap selanjutnya adalah menentukan lag optimal, yaitu panjang lag yang memberikan pengaruh (respons) signifikan. Hasil pengolahan data dengan menggunakan Eviews dapat diketahui bahwa lag optimal adalah lag yang paling banyak tanda asteriknya (\*) yaitu Lag 2 sehingga menjadi Lag paling tepat digunakan dalam model agar model fit.

Tabel 6 Hasil Uji Stabilitas

Root	Modulus
0,021028 - 0,693691i	0,694009
0,021028 + 0,693691i	0,694009
-0,394815 - 0,569889i	0,693291
-0,394815 + 0,569889i	0,693291
0,667425	0,667425
-0,069517 - 0,545133i	0,549547
-0,069517 + 0,545133i	0,549547
-0,498022 - 0,204573i	0,538402
-0,498022 + 0,204573i	0,538402
0,484014	0,484014
-0,417631	0,417631
-0,065398	0,065398

No root lies outside the unit circle,  
VAR satisfies the stability condition.

Sumber: Hasil Penelitian (2025, diolah)

Selanjutnya adalah melakukan uji stabilitas VAR untuk mengetahui validitas hasil *Impuls Respons Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Metode yang digunakan untuk menguji stabilitas VAR adalah dengan mengukur akar-akar dari fungsi polinomial dan jika seluruh akar memiliki nilai absolut lebih kecil dari 1 maka VAR dinyatakan stabil. Hasil pengolahan data untuk uji ini dapat dilihat pada Tabel 6. Hasilnya menunjukkan bahwa seluruh akar dari fungsi polinomial memiliki nilai absolut lebih kecil dari 1 sehingga VAR dinyatakan stabil.

Tahapan berikutnya adalah melakukan uji kointegrasi untuk mengetahui hubungan jangka panjang antar variabel. Apabila dua variabel terkointegrasi berarti terdapat hubungan jangka panjang (ekuilibrium) di antara keduanya. Pengujiannya dilakukan menggunakan *Johansen Cointegration Test* dimana jika nilai *trace statistic* lebih besar dibanding *critical values*, maka variabel-variabel yang digunakan memiliki kointegrasi.

Tabel 7 Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0,585124	192,1894	95,75366	0,0000
At most 1 *	0,486502	132,3647	69,81889	0,0000
At most 2 *	0,404777	87,04208	47,85613	0,0000
At most 3 *	0,350390	51,76237	29,79707	0,0000
At most 4 *	0,195585	22,42831	15,49471	0,0038
At most 5 *	0,106124	7,628806	3,841466	0,0057

Trace test indicates 6 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Sumber: Hasil Penelitian (2025, diolah)

Hasil pengujian kointegrasi dapat dilihat pada Tabel 7 Berdasarkan hasil uji kointegrasi dapat diketahui bahwa *p-value* yang dihasilkan lebih kecil dari 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi kointegrasi di antara variabel-variabel dalam model. Hal ini menunjukkan adanya hubungan jangka panjang yang stabil antar variabel, sehingga model *Vector Autoregressive* (VAR) tidak lagi sesuai untuk digunakan. Dengan kata lain, model yang lebih tepat digunakan adalah *Vector Error Correction Model* (VECM), karena

VECM mampu menangkap dinamika jangka pendek sekaligus memperhatikan hubungan jangka panjang antar variabel.

Hasil VECM untuk pengaruh jangka pendek dapat dilihat pada Tabel 8. Angka pada tabel ini dibandingkan dengan nilai kritis distribusi normal standar (Z) pada  $\alpha = 0,05$  untuk uji dua arah (*two-tailed test*) dan untuk penelitian ini nilainya = 1,997.

Tabel 8 Model VECM Jangka Pendek

Error Correction:	D(TSR,2)	Error Correction:	D(TSR,2)	Error Correction:	D(TSR,2)
CointEq1	0,361 (0,336) [ 1,075]	D(BI(-1),2)	-59,699 (28,063) [-2,128]	D(TORI(-1),2)	1,223 (0,372) [ 3,284]
D(TSR(-1),2)	-1,595 (0,353) [-4,515]	D(BI(-2),2)	18,946 (28,469) [ 0,665]	D(TORI(-2),2)	0,126 (0,267) [ 0,470]
D(TSR(-2),2)	-0,743 (0,245) [-3,039]	D(KURS(-1),2)	16,190 (33,032) [ 0,490]	D(BHDM(-1),2)	-19,058 (18,059) [-1,055]
D(INF(-1),2)	0,626 (0,931) [ 0,673]	D(KURS(-2),2)	65,949 (22,636) [ 2,913]	D(BHDM(-2),2)	-17,717 (18,237) [-0,971]
D(INF(-2),2)	0,043 (0,669) [ 0,064]			C	-0,016 (0,267) [-0,063]

Sumber: Hasil Penelitian (2025, diolah)

Hasil VECM untuk pengaruh jangka pendek dapat dilihat pada Tabel 8. Angka pada tabel ini dibandingkan dengan nilai kritis distribusi normal standar (Z) pada  $\alpha = 0,05$  untuk uji dua arah (*two-tailed test*) dan untuk penelitian ini nilainya = 1,997. Berikut ini penjelasan dari hasil estimasi VECM j.pendek:

1. ECT (0,361;  $t=1,075$ ) → Tidak signifikan; penyesuaian j. pendek thd keseimbangan lemah.
2. TSR(-1) (-1,595;  $t=-4,52$ ) → Negatif signifikan; ada efek koreksi diri (*self-correcting*).
3. TSR(-2) (-0,743;  $t=-3,04$ ) → Negatif signifikan; fluktuasi akibat *profit taking* investor.
4. BI Rate(-1) (-59,700;  $t=-2,13$ ) → Negatif signifikan; BI rate naik => TSR turun.
5. TORI(-1) (1,223;  $t=3,28$ ) → Positif signifikan; aktivitas ORI mendorong perdagangan Sukuk Ritel.
6. KURS(-2) (65,949;  $t=2,91$ ) → Positif signifikan; pelemahan Rupiah => minat TSR naik.
7. INF, BI(-2), BHDM → Tidak signifikan; pengaruhnya lebih kuat dalam jangka panjang.

Selanjutnya, berdasarkan hasil pengolahan data, model VECM untuk pengaruh jangka panjang dapat dilihat pada Tabel 9. Angka pada tabel ini kemudian dibandingkan dengan nilai kritis distribusi normal standar (Z) pada tingkat signifikansi 5% ( $\alpha = 0,05$ ) untuk uji dua arah (*two-tailed test*) dimana untuk penelitian ini nilainya = 1,997.

Tabel 9 Model VECM Jangka Panjang

Cointegra ting Eq:	D(TSR(-1))	D(INF(-1))	D(BI(-1))	D(KURS(-1))	D(TORI(-1))	D(BHDM(-1))	C
CointEq1	1,000	-3,0244 (0,964) [-3,139]	-5,599 (9,699) [-0,578]	135,855 (22,648) [ 5,998]	-1,138 (0,139) [-8,181]	-12,338 (12,189) [-1,012]	-0,103
Kesimpulan		Signifikan	Tidak Signifikan	Signifikan	Signifikan	Tidak Signifikan	

Sumber: Hasil Penelitian (2025, diolah)

Nilai yang terdapat pada Tabel 9 dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. D(TSR(-1)); Inflasi memiliki koefisien -3,024392 dengan t-statistik -3,13880 dimana  $|t| > 1,997$  maka inflasi berpengaruh

- negatif dan signifikan terhadap TSR (Trading Sukuk Ritel) dalam jangka panjang.
2. D(BI(-1)); BI Rate memiliki koefisien -5,599196 dengan t-statistik -0,57729 dimana  $|t| < 1,997$  maka BI rate tidak berpengaruh signifikan terhadap TSR (Trading Sukuk Ritel) dalam jangka panjang.
  3. D(KURS(-1)); Nilai Tukar Rupiah terhadap USD memiliki koefisien 135,8554 dengan t-statistik 5,99857 dimana  $|t| > 1,997$  maka Nilai Tukar Rupiah terhadap USD berpengaruh positif dan signifikan terhadap TSR (Trading Sukuk Ritel) dalam jangka Panjang
  4. (TORI(-1)); Volume Perdagangan Obligasi Ritel memiliki koefisien -1,137934 dengan t-statistik -8,18088 dimana  $|t| > 1,997$  maka Volume Perdagangan Obligasi Ritel berpengaruh negatif dan signifikan terhadap TSR (Trading Sukuk Ritel) dalam jangka panjang.
  5. D(BHDM(-1)); Bagi Hasil Deposito Mudharabah memiliki koefisien -12,33783 dengan t-statistik -1,01222 dimana  $|t| < 1,997$  maka Bagi Hasil Deposito Mudharabah tidak berpengaruh signifikan terhadap TSR (Trading Sukuk Ritel) dalam jangka panjang.

#### IV. KESIMPULAN

Sukuk Ritel (SR) terus berkembang sejak 2009 hingga 2024, didukung inovasi tenor tiga dan lima tahun serta peningkatan digitalisasi dan likuiditas pasar. Hasil VECM menunjukkan dalam jangka pendek perdagangan SR mengalami koreksi diri, dengan BI Rate berpengaruh negatif, sementara aktivitas ORI dan pelemahan kurs Rupiah berpengaruh positif. Dalam jangka panjang, inflasi berpengaruh negatif, kurs Rupiah positif, dan volume ORI negatif signifikan, sedangkan BI Rate dan bagi hasil deposito nudharabah tidak signifikan. Pemerintah disarankan memperkuat digitalisasi dan edukasi investor, mempertahankan variasi tenor dan kupon, sementara investor perlu memperhatikan risiko harga dan melakukan diversifikasi portofolio.

#### REFERENSI

- [1] A. Rahmawati, "SR021 Masih Menjadi Idola Investasi, Meraih Total Rp24 Triliun," Kementerian Keuangan Republik Indonesia. [Online]. Available: <https://www.djppr.kemenkeu.go.id/sr021masihmenjadiidolainvestasi,meraihtotalrp24triliun>
- [2] M. Rafki, R. Wiliasih, and M. I. Irfany, "Faktor-Faktor yang Memengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR-008 di Indonesia (Factors Affecting SR-008 Retail Sukuk Trading Volume in Indonesia)," *Bukhori: Kajian Ekonomi dan Keuangan Islam*, vol. 1, no. 2, pp. 95–117, 2022, doi: <https://doi.org/10.35912/bukhori.v1i2.1363>.
- [3] I. N. Hanifah and P. E. Pantas, "Pengaruh Indikator Makroekonomi terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel di Indonesia," *EtiHAD: Journal of Islamic Banking and Finance*, vol. 2, no. 2, pp. 99–114, 2022.
- [4] Cupian, M. I. Al-Ayyubi, and A. Hasanah, "Analisis Pengaruh Faktor Eksternal dan Internal Terhadap Tingkat Permintaan Sukuk Ritel SR008," *Al-Tijary: Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam*, vol. 7, no. 1, pp. 19–32, 2021.
- [5] L. F. Ni'mah and A. S. Pratomo, "Analisis Determinan Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Seri SR-007," *EL DINAR: Jurnal Keuangan dan Perbankan Syariah*, vol. 7, no. 2, pp. 119–131, 2019, doi: <https://doi.org/10.18860/ed.v7i2.6685>.
- [6] A. M. Al-Raeai, Z. Zainol, and A. K. A. Rahim, "The Influence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries: A Panel Data Analysis," *Jurnal Ekonomi Malaysia*, vol. 53, no. 2, pp. 199–211, 2019, doi: <http://dx.doi.org/10.17576/JEM-2019-5302-15>.
- [7] Suciningtias and S. Aisyah, "Macroeconomic Impacts on Sukuk Performance in Indonesia: Co-integration and Vector Error

Correction Model Approach," *Journal of Islamic Finance - International Islamic University Malaysia*, vol. 8, pp. 117–130, 2019.

- [8] Mugiyati, *Sukuk di Pasar Modal: Tinjauan Bisnis Investasi dan Fiqh*, Surabaya. UIN Sunan Ampel Press Anggota IKAPI, 2016.
- [9] Otoritas Jasa Keuangan, *Industri Jasa Keuangan Syariah: Seri Literasi Keuangan Perguruan Tinggi*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan, 2019.
- [10] E. Arianty, *Akuntansi Sukuk Korporasi Sesuai PSAK Nomor 110*, 1st ed. Jakarta: Lembaga Manajemen Terapan Tustco, 2018.
- [11] *Peraturan OJK Nomor 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk*. 2015.
- [12] Direktorat Pasar Modal Syariah OJK, *Sukuk Handbook*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan, 2020.
- [13] I. Mawardi, T. A. Aswin, R. Fitri, Cupian, Rr. T. Anggraini, and T. Jazil, *Modul Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Direktorat Pasar Modal Syariah - Otoritas Jasa Keuangan, 2019.
- [14] "Mengenal Sukuk Ritel." [Online]. Available: <https://www.kemenkeu.go.id/sukukritel>
- [15] Kementerian Keuangan Republik Indonesia, "Memorandum Informasi Sukuk Negara Ritel," 2024, *Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Jakarta*.
- [16] M. A. Halim, *Teori Ekonomi Makro*, 3rd ed. Bogor: Mitra Wacana Media, 2018.
- [17] R. Muhammad, E. N. Permana, and P. Nugraheni, "Tingkat Permintaan Sukuk Ritel: Analisis Faktor Internal dan Eksternal," *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, vol. 19, no. 2, pp. 249–264, 2019.
- [18] H. Smaoui and M. Khawaja, "The Determinants of Sukuk Market Development," *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 53, no. 7, pp. 1501–1518, 2017.
- [19] F. Rahman, A. Paminto, and M. Nadir, "Pengaruh Harga Sukuk Negara Ritel Seri SR-005, Tingkat Inflasi Dan BI Rate Terhadap Tingkat Permintaan sukuk negara Ritel Seri SR-005," *Jurnal Manajemen - Universitas Mulawarman*, vol. 8, no. 1, pp. 19–29, 2016.
- [20] N. Gustina, "Performa Sukuk Ritel: Sebelum Dan Saat Terjadi Pandemi Covid-19," *Jurnal Akuntansi - Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Muhammadiyah Jakarta*, vol. 10, no. 2, pp. 369–386, 2021, doi: <https://doi.org/10.37932/ja.v10i2.415>.
- [21] Suriani, M. S. A. Majid, R. Masbar, and N. A. Wahid, "Macroeconomic Determinants of the Capital Market in Indonesia: A Comparative Analysis between Sukuk and Bonds Markets," *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences - Human Resource Management Academic Research Society Pakistan*, vol. 7, no. 2, p. 1–17, 2018.
- [22] F. Tunggadewi S. and L. Wulandari, "Analisis Perbandingan Hubungan Perdagangan Surat Berharga Syariah Negara dan Variabel Makro Ekonomi Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19," *Diponegoro Journal of Islamic Economics and Business*, vol. 1, no. 3, pp. 172–184, 2021, [Online]. Available: <https://ejournal2.undip.ac.id/index.php/djieb/article/view/16756>
- [23] S. Z. Kemu and S. Ika, "Transmisi BI Rate sebagai Instrumen untuk Mencapai Sasaran Kebijakan Moneter," *Kajian Ekonomi & Keuangan*, vol. 20, no. 3, pp. 261–284, 2016, [Online]. Available: <https://fiskal.kemenkeu.go.id/ejournal/index.php/kek/article/view/208/119>
- [24] S. Sukirno, *Makroekonomi Teori Pengantar*, 3rd ed. Jakarta: Rajawali Press, 2022.
- [25] W. Thorbecke, "The weak rupiah: catching the tailwinds and avoiding the shoals," *Journal of Social and Economic Development*, 2021, doi: <https://doi.org/10.1007/s40847-020-00111-3>.
- [26] I. Mubarakah and M. Rahma, "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Ritel Seri SR 05," *Profit: Jurnal Kajian Ekonomi dan Perbankan*, vol. 3, no. 1, pp. 1–21, 2019.
- [27] Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*, Edisi Ceta. Bandung: CV Alfabeta, 2025.
- [28] S. R. Ajija, D. W. Sari, R. H. Setianto, and M. R. Primanti, *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Jakarta: Penerbit Salemba, 2020.