

SKRIPSI

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-009 DI INDONESIA

RISDAYANTI PUTRI



**DEPARTEMEN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2021**

SKRIPSI

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-009 DI INDONESIA

Sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh
gelar Sarjana Ekonomi

RISDAYANTI PUTRI

A011171030



Kepada

**DEPARTEMEN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2021**

SKRIPSI

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-009 DI INDONESIA

disusun dan diajukan oleh:

RISDAYANTI PUTRI

A011171030

telah dipertahankan dalam siding ujian skripsi

Makassar, 25 November 2021

Pembimbing I



Prof. Muhammad Amri, SE., MA., PhD.
NIP 19660118 199002 1 001

Pembimbing II



Dr. Sr Undai Nurbayani, SE., M.Si., CPF.
NIP 19660811 199103 2 001



Ketua Departemen Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi & Bisnis
Universitas Hasanuddin

Dr. Santia Fatmahan, SE., M.Si., CSF., CWM®
NIP. 19690413 199403 1 003

SKRIPSI

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-009 DI INDONESIA

Disusun dan diajukan oleh:

RISDAYANTI PUTRI
A011171030

Telah dipertahankan dalam sidang ujian skripsi
pada tanggal 25 November 2021 dan
dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,
Panitia Penguji

No	Nama Penguji	Jabatan	Tanda Tangan
1.	Prof. Muhammad Amri, SE., MA., Ph.D.	Ketua	1. 
2.	Dr. Sri Undai Nurbayani, SE., M.Si., CPF.	Sekretaris	2. 
3.	Dr. Anas Iswanto Anwar, SE., M., CWM	Anggota	3. 
4.	Mirzalina Zaenal, SE., M.S.E	Anggota	4. 



Ketua Departemen Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin


Dr. Sanusi Patah, SE., M.Si., CWM., CSF.
NIP. 19690413 199403 1 003



**KEMENTERIAN PENDIDIKAN, KEBUDAYAAN, RISET DAN, TEKNOLOGI
UNIVERSITAS HASANUDDIN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
DEPARTEMEN ILMU EKONOMI**

Jalan Perintis Kemerdekaan Km. 10 Tamalanrea, Makassar 90245
Telp. (0411) 583851, 585605 Pswt 2210, 2212, 2607, 2808 Fax. (0411) 587218
Webmail: <http://feb.unhas.ac.id> Email: feb@unhas.ac.id

PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama Mahasiswa : **Risdayanti Putri**
Nomor Pokok : A011171030
Program Studi : Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi
dan Bisnis UNHAS
Jenjang : Sarjana (S1)

Menyatakan dengan ini bahwa Skripsi dengan judul **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-009 DI INDONESIA** adalah karya saya sendiri dan tidak melanggar hak Cipta pihak lain. Apabila dikemudian hari Skripsi karya saya ini terbukti bahwa sebagian atau keseluruhannya adalah hasil karya orang lain yang saya pergunakan dengan cara melanggar hak cipta pihak lain, maka saya bersedia menerima sanksi

Makassar, 25 November 2021
Yang Menyatakan

(Risdayanti Putri)

No. Pokok: **A011171030**

PRAKATA

الرَّحِيمِ الرَّحْمَنِ اللَّهُ بِسْمِ

Assalamualaikum Warahmatulahi Wabarakatuh

Dengan mengucap syukur alhamdulillah dan puji syukur atas kehadiran Allah SWT yang telah memberikan rahmat, hidayat, karunia dan anugerah-NYA sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi ini. Shalawat serta salam penulis kirimkan kepada Rasulullah SAW, beserta orang-orang yang tetap setia meneliti jalannya sampai akhir jaman.

Skripsi dengan judul **“ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK NEGARA RITEL SERI SR-009 DI INDONESIA TAHUN 2017-2020”** disusun sebagai salah satu syarat untuk meraih gelar sarjana (S1) pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin. Selama proses penulisan skripsi ini, peneliti banyak mendapat dukungan, bantuan dan masukan dari berbagai pihak baik langsung maupun tidak langsung. Dengan segala kemampuan yang dimiliki, penulis mencoba menyajikan karya penulisan sebaik-baiknya, namun kripsi ini juga tidak luput dari kekurangan dan kesalahan karena keterbatasan peneliti.

Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati penulus menyampain ucapan terima kasih yang tidak terhingga dan penghargaan setinggi-tingginya kepada yang terhormat kedua orang tua tersayang dan

tercinta, untuk ibunda Hastuti, S.E., M.Si dan ayahanda Mohammad Fihim, S.H., M.Sc yang telah banyak mendoakan, mendidik dan membesarkan peneliti dengan penuh keikhlasan dan kasih sayang yang tak terhingga. Semoga Allah SWT senantiasa meberikan keberkahan, Kesehatan dan memberikan kemuliaan atas semua tanggung jawab dan hal-hal yang begitu berarti yang telah diberikan oleh beliau. Kepada adik tersayang Indri Rahmaliyah yang selama ini memberikan dorongan baik berupa materi dan motivasi kepada penulis dalam menyelesaikan masa studi. Kepada seluruh keluarga besar yang tidak sempat penulis sebutkan. Terima kasih yang sebesar-besarnya atas doa dan dukungannya kepada peneliti.

Akhir kata, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah memmberikan bimbingan, arahan dan bantuan baik berupa pikiran dan tenaga sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik. Olehnya itu dengan kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Ibu Prof. Dr. Dwia Aries Tina M.A Selaku Rektor Universitas Hasanuddin beserta jajarannya.
2. Bapak Prof. Dr. H. Abdul Rahman Kadir, S.E., M.Si, CIPM, CWM[®], CRA., CRP.Selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Ibu Prof. Dr. Mahlia Muis, SE., M.Si., CWM[®] selaku Wakil Dekan I Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Ibu Prof. Dr. Haliah, SE., M.Si. AK., CA., CWM[®]., CRP., CRA selaku Wakil Dekan II Fakultas

Ekonomi dan Bisnis dan Bapak Dr. H. Madris, SE., DPS., M.Si., CWM® selaku Wakil Dekan III Fakultas Ekonomi dan Bisnis

3. Bapak Dr. Sanusi Fattah, S.E., M.Si., CSF., CWM® Selaku ketua Departemen Ilmu Ekonomi dan Ibu Dr. Nur Dwiana Sari Saudi, S.E, M.Si. Selaku Sekretaris Departemen Ilmu Ekonomi. Terima kasih atas segala bantuan yang senantiasa diberikan hingga peneliti dapat menyelesaikan studi di Departemen Ilmu Ekonomi.
4. Bapak Prof. Muhammad Amri, SE., MA., Ph.D. selaku Penasihat Akademik peneliti yang memberikan bantuan baik berupa arahan maupun motivasi kepada peneliti selama menjalankan studi di Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Univeritas Hasanuddin.
5. Bapak Prof. Muhammad Amri, SE., MA., Ph.D. Selaku dosen pembimbing I dan Ibu Dr. Sri Undai Nurbayani, SE., M.Si. Selaku dosen pembimbing II. Terima kasih atas arahan, bimbingan, saran dan waktu yang telah diberikan kepada peneliti selama penyusunan skripsi ini serta permohonan maaf yang sebesar-besarnya bilamana selama proses bimbingan skripsi peneliti secara tidak sengaja melakukan kesalahan yang menyinggung perasaan Bapak dan Ibu dosen pembimbing. Semoga Allah SWT senantiasa memberikan kesehatan dan kemudahan dalam segala urusan Bapak dan Ibu dosen pembimbing.

6. Dr. Anas Iswanto Anwar, SE., MA., CWM® dan Mirzalina Zaenal., SE., MSE. Selaku dosen penguji. Terima kasih telah memberikan waktunya, kritik, saran dan motivasi yang membangun dalam penyempurnaan skripsi.
7. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis yang telah memberikan ilmu pengetahuan, wawasan, arahan, bimbingan dan nasihat kepada peneliti selama menimba ilmu di Universitas Hasanuddin.
8. Kepada segenap Pegawai Akademik, Kemahasiswaan dan Perpustakaan E-Library dan Perpustakaan Pusat Universitas Hasanuddin. Terima kasih Bapak dan Ibu yang telah membantu dalam pengurusan administrasi, persuratan maupun berkas yang dibutuhkan hingga mengikuti ujian.
9. Sahabat-sahabatku dari IE Sampai Surga yaitu: Rifka Annisa, Nurul Hikmah, Novya Muharikka Izzah, Arnida Nur, Kamelia Bakri, Riskawati dan Utari Pangastuti. Terima kasih telah memberikan segenap bantuan baik berupa arahan serta pemikiran yang sangat membantu peneliti serta terima kasih selalu menemani disaat masa-masa studi dan senantiasa mengingatkan kepada kebaikan. Semoga kita tetap menjalin persahabatan ini hingga tua nanti.
10. Teman-teman ERUDITE yang selalu memberikan semangat, dukungan, bantuan, dan doa. Terimakasih banyak atas segala

pengalaman selama masa-masa studi. Semoga Allah SWT memudahkan jalan kita menuju cita-cita masing-masing.

11. Teman-teman PK Identitas Unhas. Terima kasih atas segala pengetahuan dan wawasan yang diberikan selama masa studi. Meski hanya sebentar, pengalaman selama berproses adalah hadiah yang tak pernah peneliti lupakan. Semoga suatu saat kita dapat bertemu kembali.

12. Sahabatku dari masa putih abu-abu, Gaby Guraci Larasaty, Dwi Suprianto, Faujia Humah, Riri Amalia, Febriyanti Mahmud dan M. Juhdi M. Mustari. Terima kasih hingga detik ini masih memberikan peneliti bantuan baik berupa motivasi. Semoga persahabatan kita tetap utuh dan masing-masing dimudahkan dalam mencapai cita-cita, Amiin.

13. Serta seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, yang dengan tulus memberikan motivasi serta doa hingga atas izin Allah SWT skripsi ini dapat terselesaikan.

Akhir kata, semoga penelitian ini bisa berguna bagi pembaca dan bisa menjadi tambahan ilmu pengetahuan.

Makassar, 01 November 2021

Risdayanti Putri

ABSTRAK

ANALISIS FAKTOR=FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK NEGARA RITEL SR-009 DI INDONESIA

Risdayanti Putri
Muhammad Amri
Sri Undai Nurbayani

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh harga sukuk ritel SR-009, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, inflasi, dan suku bunga deposito 1 bulan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-009 di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari The Indonesia Capital Market (TICMI) dan Bank Indonesia. Adapun data yang digunakan yaitu data time series bulanan dari bulan April 2017 – Maret 2020. Metode analisis data yang digunakan adalah Vector Error Correction Model (VECM). Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa harga sukuk ritel SR-009 dan suku bunga deposito 1 bulan tidak berpengaruh signifikan dalam jangka panjang dan jangka pendek terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-009. Sedangkan BI 7-Day (Reverse) Repo Rate dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-009 baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Kata Kunci : *Permintaan Sukuk Ritel, Harga Sukuk Ritel, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, Inflasi, Deposito, dan VECM*

ABSTRACT

ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING DEMAND RETAIL SUKUK OF SR-009 IN INDONESIA

Risdayanti Putri
Muhammad Amri
Sri Undai Nurbayani

This study aims to determine the effect of SR-009 retail sukuk prices, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, inflation, and 1-month deposit rates on demand for SR-009 retail state sukuk in Indonesia. This study uses secondary data obtained from The Indonesia Capital Market (TICMI) and Bank Indonesia. The data used is monthly time series data from April 2017 – March 2020. The data analysis method used is the Vector Error Correction Model (VECM). Based on the results of this study, it shows that the retail sukuk price of SR-009 and the 1-month deposit rate have no significant effect in the long and short term on the demand for retail state sukuk SR-009. Meanwhile, the BI 7-Day (Reverse) Repo Rate and inflation had a significant effect on the demand for retail state sukuk SR-009, both in the short and long term.

Keywords: *Retail Sukuk Demand, Retail Sukuk Prices, BI 7-Day (Reverse) Repo Rate, Inflation, Time Deposit and VECM*

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
PERNYATAAN KEASLIAN	v
PRAKATA	vi
ABSTRAK	ix
ABSTRACT	x
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	11
1.3 Tujuan Penelitian	11
1.4 Manfaat Penelitian	12
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	13
2.1 Tinjauan Konseptual	13
2.1.1 Teori Permintaan Obligasi	13
2.1.2 Investasi	15
2.1.3 Obligasi	18
2.1.4 Sukuk	21
2.1.5 Sukuk Negara Ritel	26

2.1.6 Akad Sukuk Ritel.....	28
2.1.7 Konsep Penjualan Sukuk Ritel.....	29
2.1.8 Permintaan Sukuk Ritel SR-009.....	30
2.1.9 Harga Sukuk Ritel.....	31
2.1.10 BI-7 Day (Reverse) Repo Rate.....	32
2.1.11 Inflasi.....	36
2.1.12 Deposito.....	37
2.2 Tinjauan Teoritis.....	41
2.2.1 Hubungan Harga Sukuk dengan Permintaan Sukuk Ritel.....	41
2.2.2 Hubungan BI-7 Day dengan Permintaan Sukuk Ritel.....	42
2.2.3 Hubungan Inflasi dengan Permintaan Sukuk Ritel.....	42
2.2.4 Hubungan Deposito dengan Permintaan Sukuk Ritel.....	43
2.3 Hasil Penelitian dan Studi Empiris.....	44
2.4 Kerangka Konseptual Penelitian.....	47
2.5 Hipotesis Penelitian.....	49
 BAB III METODE PENELITIAN.....	 50
3.1 Ruang Lingkup Penelitian.....	50
3.2 Jenis dan Sumber Data.....	50
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	50
3.4 Metode Analisis Data.....	51
3.5 Definisi Operasional Variabel.....	57
 BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....	 59
4.1 Perkembangan Variabel Penelitian.....	59
4.1.2 Perkembangan Permintaan Sukuk Ritel di Indonesia.....	60
4.1.3 Perkembangan Harga Sukuk Ritel di Indonesia.....	61
4.1.4 Perkembangan BI-7 Day (Reverse) Repo Rate di Indonesia.....	63
4.1.5 Perkembangan Inflasi di Indonesia.....	65
4.1.6 Perkembangan Deposito di Indonesia.....	67

4.2 Hasil Estimasi Penelitian.....	68
4.3 Pembahasan Hasil Penelitian	78
4.3.1 Pengaruh Harga Sukuk Terhadap Permintaan Sukuk Ritel ..	79
4.3.2 Pengaruh BI-7 Day Terhadap Permintaan Sukuk Ritel	80
4.3.3 Pengaruh Inflasi Terhadap Permintaan Sukuk Ritel.....	81
4.3.4 Pengaruh Deposito Terhadap Permintaan Sukuk Ritel.....	82
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	84
5.1 Kesimpulan	84
5.2 Saran	85
DAFTAR PUSTAKA	87
LAMPIRAN.....	95

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1.1 Bond News Issuances From Primary Market	5
2.1 Perbedaan Sukuk dan Obligasi.....	22
4.1 Uji Stasioneritas Tingkat Level.....	69
4.2 Uji Stasioneritas Tingkat 1 st Difference	69
4.3 Uji Stasioneritas Tingkat 2 nd Difference	70
4.4 Hasil Pengujian Lag Optimal.....	71
4.5 Uji Kointegrasi.....	73
4.6 Uji Kausalitas Granger	74
4.7 Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang.....	76
4.8 Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek.....	78

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1.1 Grafik Perkembangan Sukuk Negara Ritel SR-001-SR014.....	7
2.1 Grafik Kurva Permintaan dan Penawaran Obligasi.....	14
2.2 Grafik Hubungan Risiko dan Return Investasi	17
2.3 Kerangka Hipotesis Penelitian	48
4.1 Grafik Perkembangan Permintaan Sukuk Ritel di Indonesia.....	61
4.2 Perkembangan Harga Sukuk Ritel di Indonesia, 2017-2020.....	62
4.3 Perkembangan BI-7 Day (Reverse) Repo Rate di Indonesia.....	64
4.4 Perkembangan Inflasi di Indonesia, 2017-2020	66
4.5 Perkembangan Deposito di Indonesia, 2017-2030.....	67
4.6 Uji Stabilitas VAR	71

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Data Penelitian Sebelum Ln.....	96
2. Data Penelitian Setelah Ln.....	98
3. Hasil Estimasi	100

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Beriringan pada waktu, keperluan, keinginan serta tujuan keuangan yang ingin dicapai manusia semakin bertambah dan beragam. Tentunya untuk memenuhi semua kebutuhan tersebut tidak cukup hanya mengandalkan gaji atau penghasilan yang diperoleh. Oleh karena itu, penting untuk menemukan cara mendayagunakan uang yang dimiliki. Salah satu caranya dapat melalui investasi. Martalena & Malinda (2011) mengemukakan Investasi adalah menunda konsumsi saat ini agar mendapatkan tambahan konsumsi pada waktu mendatang, dimana terdapat risiko ketidakpastian tentang penundaan tersebut.

Jadi, investasi adalah kegiatan penanaman dana/modal yang dapat dilakukan perusahaan atau individu, dengan kurun waktu yang ditentukan untuk memperoleh untung yang relatif tinggi pada masa depan. Dalam berinvestasi memiliki dua bentuk yakni investasi secara nyata atau aset yang mempunyai wujud misalnya *property*, tanah serta lain-lain. Sementara investasi finansial berbentuk kontrak yang berupa tulisan misalnya saham atau obligasi, dll serta dapat dilakukan

melalui pasar modal maupun pasar uang. Pasar modal bisa diartikan menjadi suatu tempat yang memperjualbelikan sekuritas dengan mempertemukan sejumlah pihak dengan kelebihan dana bersama pihak yang memerlukan pendanaan. Tandelilin (2010) menyatakan bahwa pasar modal memberikan dorongan agar dapat tercipta pengalokasian dana dengan efisiensi yang baik dimana pihak yang mempunyai dana berlebih atau investor bisa menentukan pilihan untuk berinvestasi yang mampu menghasilkan keuntungan seoptimal mungkin.

Dengan adanya investasi di pasar modal, diharapkan dapat meningkatkan perekonomian masyarakat karena memungkinkan perusahaan beroperasi dengan skala yang relatif tinggi sehingga menyebabkan peningkatan pendapatan dari instansi serta kesejahteraan publik. Pasar modal memperdagangkan beberapa jenis sekuritas didalamnya seperti saham yang biasa, preferen, obligasi, waran, reksa dana dan yang lainnya.

Obligasi didefinisikan sebagai surat dalam kurun waktu menengah hingga panjang yang terbit dari pihak pemerintah ataupun perusahaan. Dalam obligasi berisi perjanjian penerbit untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon bunga bagi pihak yang membeli obligasi berdasarkan kurun waktu yang sudah disepakati bersama sebelumnya. Terdapat beberapa jenis obligasi, berdasarkan pihak penerbit dibagi menjadi tiga yaitu Obligasi Pemerintah, Obligasi Swasta dan Obligasi Pemerintah daerah (*Municipal Bond*). Namun, hanya terdapat empat instrument yang tercatat di

pasar modal antara lain obligasi korporasi, sukuk, surat berharga syariah negara dan efek beragun aset. Surat berharga negara yaitu surat berharga yang terbit pada mata uang rupiah maupun asing, dimana pihak pemerintah Republik Indonesia akan menjamin pembayaran bunga dan kupon dilakukan dengan rutin serta nilai pokok investasi kembali ketika mencapai jatuh tempo. Surat ini meliputi surat utang negara serta surat berharga syariah negara.

Menurut Undang-Undang No.24 Tahun 2002 tentang SUN, SUN terdiri dari Surat Perbendaharaan Negara (SPN) dan Obligasi Negara (ON). Surat Perbendaharaan Negara (SPN) merupakan surat berharga dengan jangka waktu selama 12 bulan dan mendapat bunga (kupon) secara diskonto. Sedangkan, Obligasi Negara (ON) memiliki jangka waktu yang lebih panjang dari SPN, lebih dari 12 bulan dengan pembayaran kupon secara diskonto. Contoh Surat Utang Negara yaitu obligasi negara ritel (ORI), *fixed rate* (FR), obligasi negara valas (INDON), obligasi negara valas (INDOIS), dan *saving bond ritel* (SBR).

Surat Berharga Negara (SBN) juga memiliki versi syariah yakni Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau yang lebih dikenal dengan sukuk. Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution* (AAOIFI), sukuk adalah sertifikat yang menunjukkan bukti penyertaan kepemilikan atas suatu aset berwujud, nilai manfaat, jasa atau suatu proyek tertentu. Secara umum, sukuk dibagi menjadi dua jenis yaitu sukuk sebagai *collateral assets* yang menggunakan skema perjanjian jual

beli dengan menggunakan akad *mudharabah*, *istisna*, *salam* atau skema perjanjian sewa dengan akad *ijarah*. Sedangkan sukuk sebagai *business investment* menggunakan akad *mudharabah* atau *musyarakah*.

Indonesia menjadi bagian dari negara yang populasi beragama Islam paling besar di dunia dan berpotensi dalam mengembangkan sektor keuangan syariah termasuk sukuk. Menurut data yang dipaparkan dari Global Religious Future 2020 jumlah penduduk muslim yang berada pada negara Indonesia yaitu 229,6 juta ataupun mencapai 87,2% dari keseluruhan masyarakat yang bertempat tinggal di Indonesia serta menjadi bagian dari 13% penduduk beragama Islam yang ada di dunia. Pada kurun waktu belakangan ini keuangan syariah yang terdapat pada negara Indonesia memperlihatkan berkembang secara signifikan. Hal yang memberikan dorongan untuk bertumbuhnya sektor keuangan syariah di Indonesia salah satunya ialah peningkatan sukuk yang diterbitkan semenjak 2013.

Menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK) total penerbitan sukuk negara selama tahun 2017 mencapai Rp 192,5 triliun yang terdiri dari penerbitan di pasar domestik senilai Rp152,5 triliun (79%) dan di pasar internasional sebesar US\$3 miliar (20,8%). Secara keseluruhan penerbitan sukuk negara di tahun 2017, penerbitan melalui lelang menempati posisi terbesar sekitar 70,2% sedangkan melalui mekanisme bookbuilding hanya 28,1%. Terdapat beberapa jenis sukuk negara seperti Sukuk Negara Ritel (SR) dan Seri IFR yang dapat diperdagangkan. Sedangkan yang tidak

dapat diperdagangkan Sukuk Tabungan (ST) dan Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI).

Pemerintah dalam rangka meningkatkan perkembangan sukuk negara dan memperluas basis investor domestik menerbitkan sukuk negara ritel. Sukuk ritel adalah surat berharga syariah yang diterbitkan oleh pemerintah dan dijual melalui agen penjual selama masa penawaran serta pasar perdana dalam negeri kepada individu atau perseorangan warga negara Indonesia. Sukuk ritel dikelola berdasarkan prinsip syariah, dimana tidak mengandung unsur *gharar* (ketidakjelasan), unsur *maysir* (judi) dan *riba* (*Usury*). Namun kontribusi sukuk ritel terhadap total penerbitan di pasar perdanan masih rendah dapat dilihat pada tabel 1.1.

Tabel 1.1 Bond New Issuance from Primary Market tahun 2012 - 2020 (Triliun Rupiah)

Tahun	Gross Issuances Domestic Bonds Retail Sukuk	Total Net Issuances	Share Retail Sukuk to Issuances at Primary Market
2012	13.6	158.5	8,58%
2013	15.0	224.2	6,69%
2014	12.4	274.4	4,51%
2015	22.0	349.9	6,28%
2016	34.1	407.88	8,36%
2017	14,0	436.73	3,20%
2018	13,4	358,40	3,73%
2019	30.3	445.76	6,79%

Sumber: Indonesia Bond Market Directory, diolah (2021)

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa kontribusi sukuk ritel cenderung berfluktuasi setiap tahunnya dengan *tren* total penerbitan mengalami penurunan. Selama tahun 2017 kontribusi penerbitan sukuk dalam pasar perdana hanya 3,20% hal ini dipicu ketidakpastian ekonomi

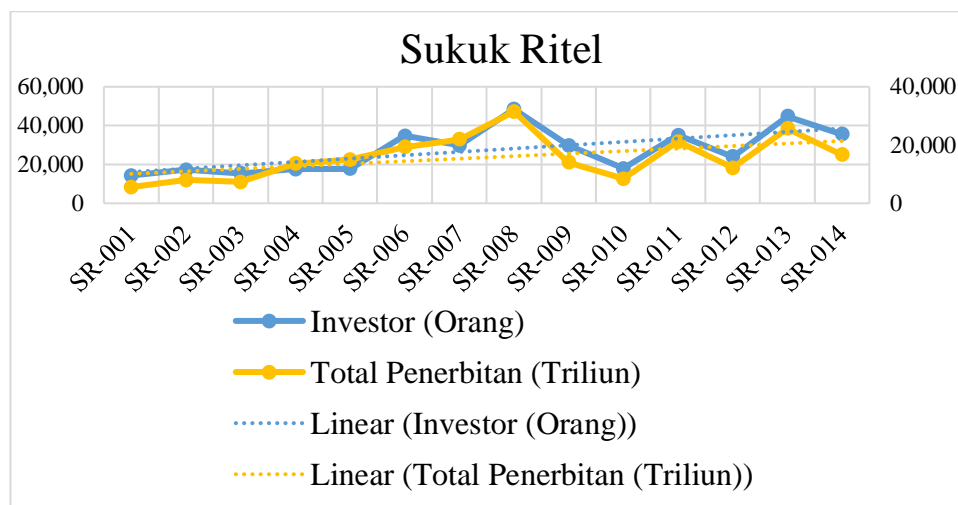
global dan menaikkan suku bunga *The Fed Fun Rate* (FFR). Keadaan ini membuat Bank Indonesia mempertimbangkan menahan suku bunga acuan BI *7-Day Reverse Repo Rate* pada level 4,75%. Bank Indonesia menjelaskan dampak kenaikan suku bunga *The Fed* akan terasa hingga tiga tahun ke depan khususnya pada bunga pinjaman (*cost of borrowing*). Namun penerbitan suku ritel pada tahun 2017 juga didukung oleh ekspektasi peringkat layak investasi (*investment grade*) dari lembaga peringkat internasional, Standard and Poor's pada bulan mei 2017. Minat investor terhadap sukuk ritel cukup tinggi disebabkan penawaran kupon yang menarik. Namun, investor ritel belum bisa berkontribusi besar terhadap volume penerbitan. Hal ini dikarenakan masih kurangnya pemahaman masyarakat akan sukuk ritel sehingga menimbulkan kecenderungan berinvestasi pada investasi konvensional.

Untuk menerbitkan sukuk ritel mempergunakan akad *ijarah – asset to be leased* di mana biaya hasil terbit bertujuan sebagai aktivitas berinvestasi seperti membeli hak manfaat barang kepemilikan negara agar di sewa pada pihak pemerintahan dan mengadakan proyek agar di sewa pada pihak pemerintahan. Keuntungan dari aktivitas berinvestasi yang dihasilkan kemudian menjadi imbalan (kupon) yang dibayar setiap bulan pada investor (Kemenkeu, 2020). Sukuk ritel dapat dibeli dengan harga yang sangat terjangkau mulai dari Rp5 juta hingga Rp5 miliar. Saat melakukan pembelian terhadap sukuk ritel diperoleh imbalan atau kupon yang dibayar

setiap bulan dan diberikan jaminan dari pihak pemerintah didasari oleh UU No. 19/2008 tentang SBSN.

Selain itu sukuk ritel juga berpotensi memperoleh *capital gain* (jika dijual pada pasar sekunder). Tingkat imbalan yang diberikan tetap sama hingga jatuh tempo dengan *tenor* sukuk ritel selama tiga tahun. Pemerintah Indonesia pertama kali menerbitkan sukuk ritel pada tahun 2009, hingga saat ini pemerintah sudah menerbitkan beberapa seri sukuk ritel seperti SR-001, SR-002, SR-003, SR-004, SR-005, SR-006, SR-007, SR-008, SR-009, SR-010, SR-011, SR-012, SR-013, dan SR-014. Setiap seri sukuk ritel memiliki karakteristik yang berbeda seperti tingkat imbal hasil yang diberikan. Sukuk ritel SR-001 memiliki kupon sebesar 12%, SR-002 sebesar 8,7%, SR-003 sebesar 8,15%, SR-004 sebesar 6,25%, SR-005 sebesar 6%, dan SR-007 sebesar 8,25%. Selain itu yang membedakan setiap seri sukuk ritel adalah rentang jatuh tempo, biasanya sekitar 3 tahun – 3.5 tahun. Berikut ini grafik perkembangan sukuk ritel negara.

Grafik 1.1 Perkembangan Sukuk Negara Ritel SR-001-SR014 di Indonesia



Sumber: www.djppr.kemenkeu.go.id, diolah

Berdasarkan grafik di atas dapat dilihat bahwa pertumbuhan sukuk ritel berfluktuatif dengan *tren* yang mengalami peningkatan, hal ini menunjukkan permintaan sukuk ritel meningkat. Gusniarti (2019) menjelaskan penjualan sukuk ritel SR-001 sampai SR-006 memiliki hubungan yang positif, artinya ketika volume penerbitan meningkat maka jumlah investor mengalami peningkatan. Namun saat penjualan sukuk ritel SR-007 mengalami penurunan sebesar Rp 21,965 triliun. Pada tahun 2016, penerbitan sukuk ritel SR-008 mengalami peningkatan sejumlah Rp 31.500 triliun, hal ini disebabkan tingkat kupon sebesar 8,30% lebih tinggi dibandingkan suku bunga bank. Namun, permintaan sukuk ritel SR-009 tahun 2017 kembali mengalami penurunan.

Sukuk Negara Ritel SR-009 memberi tingkat kupon mencapai 6,90% pertahun dan memiliki tenor selama tiga tahun dengan masa penawaran 17 Februari hingga 17 Maret 2017 serta jatuh tempo tanggal 10 Maret 2020. Kementerian Keuangan melakukan penetapan hasil jual maupun jatah dari sukuk ritel seri SR-009 sebesar Rp14.037.310.000.000 dimana investor yaitu 29.838 orang. Penerbitan Sukuk Negara Ritel Seri SR-009 merupakan yang terendah dalam lima penerbitan terakhir sukuk ritel dan tidak mencapai target indikatif pemerintah sebesar Rp 20 triliun. Angka ini lebih rendah dari penjualan SR-008 yang mampu menyerap Rp 31,5 triliun.

Hal ini disebabkan tingkat imbal hasil yang ditawarkan hanya 6,9% lebih rendah dari seri SR-008 yang mencapai 8,3%. Meskipun mengalami penurunan, sukuk ritel SR-009 masih kompetitif dengan instrumen investasi

lainnya seperti obligasi ritel Indonesia (ORI) Seri ORI13 dan Seri ORI14 yang memberika kupon sebesar 6,6% dan 5,85%. Serta rata-rata bunga deposito pada tahun 2017 hanya sebesar 5-6% dan pajak *capital gain* SR-009 lebih rendah yakni 15% daripada pajak deposito sebesar 20%. Seharusnya daya beli masyarakat terhadap sukuk ritel mengalami peningkatan karena volume penerbitan dan imbal hasil yang ditawarkan lebih besar dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya.

Mulyani & Setiawan (2020) menjelaskan naik turunnya permintaan masyarakat terhadap sukuk ritel dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti tingkat imbal hasil yang diberikan, harga sukuk yang ditawarkan dan tingkat inflasi. Wafa (2010) menyatakan permintaan saham dalam pasar modal dipengaruhi beberapa faktor seperti dividen, harga saham, harga saham lainnya, suku bunga SBI, pajak, deposito perbankan, tingkat liquiditas dan preferensi.

Salah satu faktor yang mempengaruhi permintaan dan keputusan berinvestasi adalah tingkat harga per unit sukuk. Ketika harga yang ditawarkan sesuai dengan kekayaan investor, maka permintaan sukuk mengalami peningkatan. Perkembangan investasi suatu negara turut dipengaruhi faktor makroekonomi, seperti suku bunga, nilai tukar mata uang (exchange rate) dan inflasi. Kristanti & Lathifah (2013) menyatakan bahwa kondisi makroekonomi yang baik akan berpengaruh positif terhadap aktivitas investasi. Inflasi pada tahun 2017 termasuk rendah karena masih

dibawah target Bank Indonesia ± 4.0 persen. Kondisi makroekonomi yang membaik akan menarik bagi investor untuk berinvestasi.

Secara konsisten, Bank Indonesia mengatur kebijakan moneter agar dapat menjaga stabilitas makroekonomi. Kebijakan ini bertujuan untuk mengatur pergerakan inflasi agar tetap berada dalam sasaran yang ditetapkan melalui suku bunga acuan. Pada tahun 2016 Bank Indonesia memperkenalkan kebijakan suku bunga baru yakni *BI-7Day (Reverse) Repo Rate* untuk mempercepat transmisi kebijakan moneter karena suku bunga ini dapat secara langsung mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil.

Dalam berinvestasi masyarakat memiliki beberapa pilihan instrumen investasi seperti simpanan deposito. Deposito adalah produk investasi perbankan yang memberikan tingkat pengembalian lebih tinggi dibandingkan dengan tabungan. Perbandingan bunga deposito dan kupon sukuk dapat menjadi pertimbangan dalam memilih produk investasi bagi investor. Muhammad et al (2019) menambahkan semakin besar suku bunga deposito maka permintaan masyarakat semakin meningkat hal ini akan mempengaruhi permintaan sukuk.

Dari data diatas dapat disimpulkan bahwa kontribusi sukuk ritel dalam total penerbitan di pasar perdana mengalami penurunan serta diikuti permintaan sukuk ritel SR-009 mengalami penurunan dibandingkan seri sebelumnya oleh sebab itu penulis tertarik untuk meneliti apa saja faktor yang mempengaruhi permintaan sukuk ritel seri SR-009 di Indonesia,

maka penulis mengambil judul “**Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Permintaan Sukuk Negara Ritel Seri SR-009 di Indonesia**”.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka rumusan masalah dari penelitian ini:

1. Apakah harga sukuk negara ritel SR-009 berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia periode 2017-2020.
2. Apakah BI7-Day (*Reverse*) Repo Rate berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia periode 2017-2020.
3. Apakah inflasi berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia periode 2017-2020.
4. Apakah suku bunga deposito berpengaruh terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia periode 2017-2020

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh:

1. Harga sukuk negara ritel SR-009 terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 di Indonesia Tahun 2017-2020 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

2. *BI7-Day (Reverse) Repo Rate* terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 di Indonesia Tahun 2017-2020 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.
3. Inflasi terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 di Indonesia Tahun 2017-2020 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.
4. Suku bunga deposito terhadap tingkat permintaan sukuk ritel seri SR-009 di Indonesia Tahun 2017-2020 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari hasil penelitian ini yaitu untuk memberikan gambaran mengenai pengaruh harga sukuk ritel, *BI-7 Day (Reverse) Repo Rate*, inflasi dan suku bunga deposito terhadap permintaan sukuk ritel seri SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek, yang dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam merumuskan kebijakan terkait penerbitan dan pengembangan sukuk ritel. Selain itu, dapat memberikan informasi terkait investasi sukuk ritel dan dapat dijadikan sebagai bahan perbandingan dan tambahan referensi untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

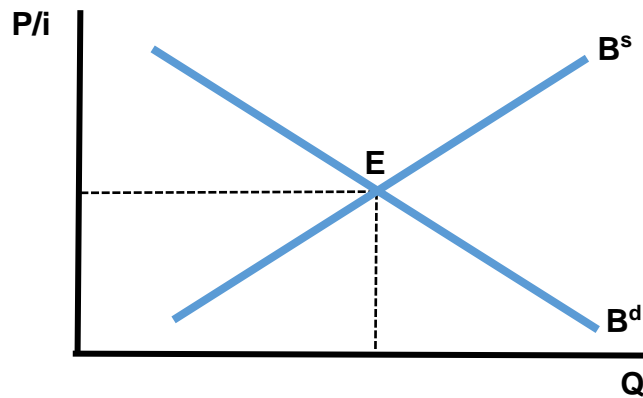
TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Konseptual

2.1.1 Teori Permintaan Obligasi

Teori permintaan barang dan jasa menjadi penggambaran interaksi dari harga serta banyak barang yang menjadi bagian dari permintaan. Ketika harga rendah akan menyebabkan permintaan meningkat. Teori permintaan obligasi memiliki konsep yang sama dengan teori permintaan barang dan jasa apabila harga obligasi menurun maka permintaan obligasi dapat mengalami peningkatan. Hal ini disebabkan tingkat suku bunga dan perkiraan *yield to maturity* atau *return* lebih besar. Mishkin & Serletis (2011) menjelaskan kurva permintaan obligasi merupakan kurva yang menjelaskan hubungan diantara jumlah obligasi yang diminta dengan harga obligasi dengan asumsi variabel ekonomi lainnya dianggap konstan. Sedangkan kurva penawaran obligasi menggambarkan jumlah obligasi yang ditawarkan dan harga obligasi.

Gambar 2.1 Grafik Permintaan dan Penawaran Obligasi



Sumber: Mishkin & Serletis (2011) *Chapter 5 The Behaviour of Interest Rate Hal. 86*

Berdasarkan gambar 2.1 bisa diketahui mengenai perubahan equilibrium (E) dari titik keseimbangan awal. Semakin rendah harga, permintaan obligasi bertambah. Harga yang rendah memberikan return yang lebih tinggi. Apabila tingkat suku bunga obligasi atau harga obligasi berubah maka titik keseimbangan akan bergerak sepanjang kurva permintaan (B^d) atau kurva penawaran obligasi (B^s). Namun, apabila terdapat faktor lain selain harga obligasi atau yield obligasi yang berubah, maka kurva permintaan atau penawaran obligasi bergeser (*shifting*). Pergeseran kurva permintaan menunjukkan permintaan pada setiap tingkat harga, sedangkan pergeseran ke kiri menunjukkan penurunan permintaan obligasi pada setiap tingkat harga. Mishkin & Serletis (2011) menjelaskan terdapat empat faktor yang dapat mengakibatkan pergeseran kurva permintaan obligasi.

Pertama, Peningkatan kekayaan pada setiap tingkat harga menyebabkan bertambahnya daya beli obligasi masyarakat maka permintaan meningkat sehingga menggeser kurva permintaan obligasi ke

kanan (Jumlah aset yang diminta berhubungan positif terhadap kekayaan); Kedua, Perkiraan imbal hasil (yield) didasarkan pada perkembangan tingkat suku bunga, return asset lain dan tingkat inflasi yang terjadi. Kenaikan suku bunga menyebabkan return yang diperoleh berkurang karena turunnya harga jual. Akibatnya peningkatan suku bunga menggeser kurva ke kiri sehingga permintaan obligasi berkurang (Jumlah aset yang diminta berhubungan positif dengan expected return relatif terhadap aset lainnya); Ketiga, tingkat resiko. Apabila harga obligasi berfluktuasi, resiko akan meningkat sehingga obligasi kurang menarik (Jumlah aset yang diminta berhubungan negatif dengan risiko atas return aset *relative* terhadap aset lainnya); dan tingkat likuiditas. Likuiditas adalah kemudahan suatu aset untuk dapat dikonversikan menjadi uang. Semakin likuid aset, semakin menarik untuk dimiliki. Hal ini menyebabkan permintaan obligasi bertambah dan menggeser kurva permintaan ke kanan (Jumlah aset yang diminta berhubungan positif terhadap tingkat likuiditas aset tersebut relative terhadap aset lainnya)

2.1.2 Investasi

Investasi merupakan keputusan seseorang untuk tidak menggunakan seluruh penghasilannya saat ini tetapi bertujuan meningkatkan konsumsi pada masa mendatang. Investasi dapat dipahami sebagai konsumsi yang ditunda. Mubaraq (2019) menyatakan investasi adalah aktivitas atau usaha penarikan sumber-sumber (dana) yang dipergunakan untuk pengadaan barang modal sekarang serta di masa yang

akan datang. Manan (2014) mendefinisikan investasi merupakan penempatan uang atau dana dengan tujuan memperoleh tambahan atau keuntungan atas modal tersebut. Jadi, dapat disimpulkan bahwa investasi merupakan aktivitas mengurangi konsumsi pada masa sekarang, dengan tujuan menanamkan uang atau dana yang tidak terpakai pada berbagai jenis investasi agar memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang.

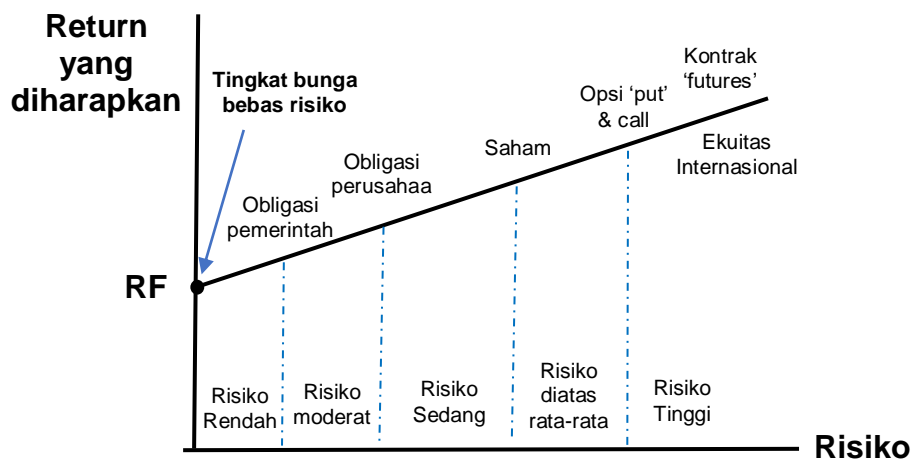
Investasi dibagi menjadi dua yakni investasi *financial asset* dan investasi *real asset*. (1) Investasi *financial asset* dapat dilakukan pada pasar uang dan pasar modal dengan instrumen seperti sertifikat deposito, *commercial paper*, obligasi, saham, warran dan lainnya; (2) Investasi pada *real asset* dilakukan melalui pembelian aset produktif, pertambangan, perkebunan, pendirian pabrik dan lainnya. Keputusan untuk berinvestasi dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti tingkat return, tingkat risiko, serta hubungan antara return dan risiko. Tandililin (2010) mengemukakan terdapat beberapa dasar keputusan investasi oleh investor, yakni:

- 1) Return dapat diartikan sebagai tingkat keuntungan investasi, dimana dalam manajemen investasi return dibagi menjadi dua yaitu return yang diharapkan dan return yang sebenarnya (return aktual). Return yang diharapkan adalah tingkat return yang diharapkan investor di masa akan datang, sedangkan tingkat return yang diperoleh oleh investor saat ini disebut return yang sebenarnya.

2) Risiko adalah selisih antara return yang didapatkan berbeda dengan return yang diharapkan. Semakin besar risiko suatu instrumen investasi maka return yang diharapkan semakin besar. Sebaliknya investor tidak menyukai risiko yang terlalu tinggi, tentu tidak bisa terlalu berharap mendapat return yang besar.

Hubungan antara risiko dan return memiliki hubungan yang searah dan linear. Artinya semakin besar risiko instrumen investasi, semakin besar pula return yang diharapkan akan diperoleh. Berikut ini hubungan antara return dan risiko pada berbagai jenis instrument investasi.

Grafik 2.2 Hubungan Risiko dan Return Investasi



Sumber : Farrel, James L., 1997, "Portfolio Management Theory and Application", McGraw – Hill, Singapore, Hal. 11

Garis vertikal dalam kurva diatas menggambarkan besarnya tingkat return yang diharapkan pada berbagai jenis aset, sedangkan garis horizontal menggambarkan risiko yang akan ditanggung investor. Titik RF pada kurva memperlihatkan tingkat return bebas risiko (*risk-free rate*). Obligasi pemerintah memiliki risiko lebih rendah jika dibandingkan

dengan instrumen lainnya, sehingga tingkat return yang diharapkan tidak terlalu besar. Sementara jika berinvestasi pada kontrak futures, risiko yang ditanggung sangat tinggi sesuai dengan tingkat return yang diperoleh.

2.1.3 Obligasi

Raharjo (2004) menyatakan obligasi merupakan surat berharga (efek) berjangka menengah-panjang serta merupakan bukti pengakuan utang dari penerbit dan diperjualbelikan. Manurung et al (2010) menambahkan obligasi adalah surat berharga yang diterbitkan penerbit (*issuer*) kepada investor (*bondholder*) serta akan memberikan imbal hasil (*return*) berupa kupon secara berkala kepada investor dan pengembalian nilai pokok saat jatuh tempo.

Investor obligasi adalah kreditur yang memberikan pinjaman kepada debitur dengan jangka waktu tertentu. Pihak penerbit obligasi atau emiten akan memberikan imbal jasa berupa bunga yang disebut kupon kepada pembeli obligasi. Jadi dapat disimpulkan obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang berisi perjanjian antara pihak penerbit untuk membayar imbalan berupa bunga selama periode tertentu dan membayar kembali pokok utang pada waktu yang telah disepakati kepada pembeli obligasi serta dapat dipindahtangankan.

Raharjo (2004) menjelaskan bahwa obligasi termasuk instrumen investasi pendapatan tetap (*fixed income securities*) karena keuntungan yang diperoleh investor berupa tingkat bunga telah ditentukan sebelumnya

berdasarkan perhitungan tertentu. Tingkat pendapatan tersebut berbentuk tingkat suku bunga tetap (*fixed rate*) dan tingkat suku mengambang (*variable rate*). Ross et al (2009) menjelaskan tata cara penerbitan obligasi hampir sama seperti penerbitan saham. (1) penerbitan obligasi harus mendapat persetujuan dewan direksi; (2) perusahaan membuat *registration statement* yang akan diperiksa oleh instansi yang berwenang; (3) jika disetujui oleh instansi terkait *registration statement* akan mulai berlaku 20 hari setelahnya dan obligasi bisa diperjualbelikan.

Raharjo (2004) mengemukakan terdapat beberapa karakteristik obligasi yakni: (1) Nilai penerbitan obligasi (jumlah pinjaman dana), saat penerbitan obligasi penerbit akan dengan jelas menunjukkan berapa jumlah dana yang dibutuhkan perusahaan; (2) Jangka waktu obligasi dimana kebanyakan obligasi memiliki waktu jatuh tempo selama lima tahun. Obligasi pemerintah bisa memiliki jangka waktu lebih dari lima tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi semakin diminati oleh investor karena risikonya lebih rendah. Pada saat jatuh tempo penerbit obligasi berkewajiban membayar Kembali pokok obligasi; (3) Tingkat suku bunga. Suku bunga obligasi biasanya dikenal dengan istilah kupon obligasi; (4) Jadwal pembayaran suku bunga/kupon dilakukan secara berkala sesuai ketentuan yang telah disepakati. Pembayaran dapat dilakukan secara triwulan atau semesteran. Ketepatan pembayaran kupon adalah aspek penting untuk menjaga reputasi emiten; dan (5) Jaminan obligasi dapat berupa aset perusahaan atau tagihan piutang perusahaan.

Raharjo (2004) menjelaskan bahwa jika dilihat dari sisi penerbit obligasi terdapat beberapa jenis obligasi, yaitu: 1) *Corporate Bonds* (Obligasi Perusahaan), Obligasi perusahaan adalah pbligasi diterbitkan oleh perusahaan swasta/komersial dengan tujuan mendukung kepentingan bisnis. Dana penerbitan obligasi digunakan untuk ekspansi bisnis atau pembayaran utang perusahaan; 2) *Government Bonds*, obligasi pemerintah merupakan obligasi yang diterbitkan pemerintah pusat yang bertujuan untuk kepentingan pemerintah. Sitorus (2015) menjelaskan jenis surat utang yang dikeluarkan oleh pemerintah dan diperjualbelikan seperti Surat Perbendaharaan Negara (SPN), Obligasi Negara, Obligasi Negara Ritel (ORI), Obligasi Syariah (Sukuk) dan Obligasi Internasional; dan 3) *Municipal Bonds* adalah sukuk yang iterbitkan oleh pemerintah daerah dengan tujuan membiayai proyek pembangunan di wilayah tesebut serta kepentingan publik.

Rahardja & Manurung (2008) menjelaskan bahwa terdapat risiko dalam investas obligasi seperti: 1) *Credit risk (deflaut risk)*, *Credit risk* adalah risiko dimana emiten tidak dapat membayar bunga atau pokok utang. Pengukuran risiko ini menggunakan peringkat emiten; 2) *Market risk* adalah risiko *voltalitas* harga instrumen dan kupon yang diterima akibat pergerakan tingkat suku bunga; 3) *Liquidity Risk* adalah risiko pemegang instrumen mengalami kesulitan untuk menjual kembali obligasi; 4) *Foreign exchange risk* adalah risiko yang timbul dari pergerakan niali tukar jika berinvestasi pada obligasi yang bebeda mata uang; dan 5) *Political Country*

Risk, risiko politik yang muncul akibat perubahan peraturan, penjadwalan, restrukturisasi hutang dan lain-lain oleh pemerintah.

2.1.4 Sukuk

A) Pengertian Sukuk

Kata sukuk tersendiri asalnya berbahasa Arab yakni “Sak” ataupun sertifikat. Berdasarkan Fatwa dari Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN/MUI/IX/2002 menjelaskan obligasi syariah (sukuk) merupakan surat berharga jangka panjang didasari oleh prinsip syariah Islam yang diterbitkan emiten kepada pemegang obligasi Syariah. Emiten wajib membayar pendapatan berupa bagi hasil/fee/margin kepada pemegang obligasi Syariah serta melakukan pembayaran kembali dana obligasi ketika mencapai jatuh tempo. Keputusan ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor KEP-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah, sukuk dapat diartikan sebagai efek syariah yang berupa sertifikat atau bukti kepemilikan serta merupakan bagian penyertaan atas kepemilikan aset berwujud tertentu.

Sukuk ataupun obligasi syariah merupakan surat berharga yang penerbitannya berdasarkan prinsip syariah yang melandasinya (*Underlying transaction*). Jadi, dapat disimpulkan bahwa sukuk merupakan instrumen keuangan yang dapat menjadi alternatif investasi, dimana penerbitannya dapat dilakukan oleh swasta maupun pemerintah dengan tujuan dapat membantu operasional perusahaan atau proyek. Penggunaan sukuk harus

digunakan dengan tujuan aktivitas yang mengandung kehalalan. Imbalan untuk pemegang sukuk dapat berupa bagi hasil, atau margin sesuai dengan jenis akad yang digunakan untuk penerbitan sukuk. Pada dasarnya sukuk mirip dengan obligasi konvensional. Adapun letak perbedaan sukuk dan obligasi adalah sukuk berdasarkan prinsip syariah. Pembayaran *fee ijarah*/bagi hasil untuk sukuk bersifat *flat* atau tetap sesuai kesepakatan. Sedangkan dalam obligasi terdapat dua jenis pembayaran yakni dengan bunga flat dan floating (berfluktuasi dengan keadaan pasar).

Tabel 2.1 Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Prinsip Dasar	Kepemilikan bersama atas aset/manfaat dari proyek investasi tertentu	Utang piutang antara penerbit obligasi dan investor
Penggunaan Dana	Dana yang dihimpun digunakan untuk kegiatan usaha halal atau sesuai prinsip syariah	Tidak terbatas
Imbal Hasil	Bagi hasil, fee atau ujarah, margin	Bunga
Underlying Aset	Perlu	Tidak Perlu

Sumber : www.ojk.co.id (diakses pada Agustus 2020)

B) Pihak-Pihak yang terlibat penerbitan sukuk

Kementrian Keuangan (2019) menjelaskan terdapat beberapa pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk. Berikut ini beberapa pihak yang terlibat dan peranannya dalam penerbitan sukuk.

- 1) Obligator merupakan pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran nominal dan imbalan sukuk yang diterbitkan. Obligator surat berharga yariah negara (SBSN) adalah pemerintah.
- 2) *Special Purpose Vehicle* (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk dengan tujuan sebagai penerbit sukuk dan amanat untuk mewakili kepentingan investor serta dapat menjadi counterpart pemerintah dalam transaksi pengalihan aset. SPV SBSN adalah perusahaan penerbit SBSN
- 3) Investor merupakan pemegang sukuk yang berhak menerima imbalan, margin dan nilai nominal sukuk sesuai modal atau dana yang diberikan masing-masing investor
- 4) *Sharia Advisor* adalah individu atau lembaga yang diakui karena memiliki pengalaman dan pengetahuan di bidang syariah
- 5) *Trustee/Wali Amanat* adalah pihak yang mewakili kepentingan pemilik atau investor sukuk.

C) Jenis-Jenis Sukuk

Zubair (2012) menjelaskan bahwa sukuk dibedakan menjadi beberapa jenis tergantung pada akad yang digunakan saat penerbitan. Berikut jenis sukuk menurut akad penerbitannya.

1. Sukuk *Mudharabah*

Sukuk *mudharabah* adalah surat berharga yang menggunakan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih dimana pemilik modal (Investor)

menyerahkan modalnya untuk dikelola oleh pihak lain. Keuntungan dari hasil kerja sama dibagi berdasarkan nisbah yang disepakati, sedangkan apabila terjadi kerugian maka ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, kecuali kerugian yang disebabkan kelalaian.

2. Sukuk *Murabahah*

Sukuk *murabahah* merupakan surat berharga yang menggunakan akad kerjasama antara pemberi modal dengan pihak lain yang menyediakan tenaga dan keahlian. Keuntungan dan harga perolehan dari kerjasama dibagi berdasarkan nisbah yang telah disepakati.

3. Sukuk *Musyarakah*

Sukuk *musyarakah* merupakan surat berharga yang menggunakan akad kerjasama antara beberapa pihak untuk menggabungkan modal dalam bentuk uang maupun bentuk lainnya dengan tujuan memperoleh keuntungan dibagikan sesuai nisbah yang disepakati. Penerbitan sukuk ini bertujuan memperoleh dana pembiayaan proyek baru atau pengembangan proyek yang telah berjalan.

4. Sukuk *Salam*

Sukuk *salam* adalah sukuk bertenor pendek yang penerbitannya dalam rangka kontrak jual beli suatu komoditas dengan cara pemesanan dan pembayaran terlebih dahulu sesuai syarat yang disepakati.

5. Sukuk *Isthisna*

Sukuk *Isthisna* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad jual beli antara beberapa pihak yang berguna sebagai pembiayaan dimana cara dan jangka waktu penyertaan sesuai kesepakatan Bersama.

6. Sukuk *ijarah*

Iyah (2018) menyatakan bahwa sukuk *ijarah* merupakan akad sewa menyewa dimana terjadi pemindahan hak guna atau manfaat dari barang atau jasa dalam jangka waktu tertentu namun tidak diikuti pemindahan hak milik barang atau jasa itu sendiri. Penerbit wajib memberikan imbal hasil berupa fee hasil penyewaan aset kepada investor serta membayar kembali pokok pinjaman saat jatuh tempo.

Selain itu, jenis sukuk dibedakan menjadi dua menurut emiten atau institusi penerbitnya sebagai berikut: 1) Sukuk Korporasi, merupakan sukuk diterbitkan oleh perusahaan (swasta) sebagai emiten yang bertujuan membiayai kebutuhan perusahaan. *Underlying asset* sukuk korporasi berupa aset perusahaan atau anak perusahaan yang dimiliki; dan 2) Surat berharga syariah negara (SBSN), Surat berharga syariah negara atau sukuk negara adalah sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia yang bertujuan untuk pembiayaan pembangunan. Sukuk negara berlandaskan Undang-Undang No 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Negara. SBSN terdiri dari beberapa jenis yakni:

1) SBSN seri IFR (*Islamic fix rate*) adalah seri surat berharga syariah negara yang ditujukan untuk investor yang memiliki jumlah modal besar dikarenakan nominal pembelian SBSN seri IFR cukup besar; 2) SBSN seri

SR adalah sukuk ritel yang diterbitkan pemerintah dengan cara pemesanan *bookbuilding* di pasar perdana yang sarasannya adalah individu atau perseorangan WNI; 3) SBSN seri SDHI (sukuk dana haji Indonesia) adalah surat yang diterbitkan berdasarkan penempatan dana haji dan dana abadi umat oleh departemen agama dengan cara *private placement*; 4) SBSN seri SPNS (surat pembedaharaan negara syariah), ditawarkan kepada investor melalui mekanisme lelang dan *private placement* dengan mata uang rupiah; 5) SBSN seri PBS (*Project based sukuk*), ditawarkan kepada investor dengan cara pelelangan dan *private placement* yang mempunyai *underlying asset* berupa proyek maupun APBN; dan 6) SBSN seri ST (Sukuk Tabungan), diperdagangkan kepada investor individu melalui agen penjual dengan minimum pembelian sebesar dua juta rupiah.

2.1.5 Sukuk Negara Ritel

Rahman et al (2016) mengemukakan sukuk ritel merupakan surat berharga negara berbasis syariah yang diterbitkan sebagai bukti penyertaan terhadap aset surat berharga syariah negara, yang dijual melalui agen penjual kepada individu atau perseorangan warga negara Indonesia dengan minimum pembelian yang telah ditentukan.

Tujuan penerbitan sukuk ritel adalah untuk pembiayaan APBN, diversifikasi sumber pendanaan, mengelola portofolio pembiayaan negara, memluas investor, serta menjamin pengelolaan administrasi barang milik negara. Sukuk Ritel dijual dengan harga terjangkau, mulai dari Rp 5 Juta hingga Rp 5 Miliar. Setelah membeli sukuk ritel, investor memperoleh

pendapatan bulanan dalam bentuk kupon dengan jangka waktu 3 tahun semenjak di terbitkan.

Mubaraq (2019) menjelaskan metode yang dipakai dalam penerbitan sukuk ritel adalah *Bookbuilding*. *Bookbuilding* adalah kegiatan penjualan SBSN kepada investor melalui agen penjual, dimana agen penjual menerima pemesanan sukuk ritel investor selama masa penawaran. Namun, sukuk ritel juga memiliki resiko dalam pelaksanaannya, seperti:

- 1) Resiko gagal bayar (*Deflout Risk*) merupakan risiko dimana investor tidak dapat menerima dana yang dijanikan oleh penerbit pada saat produk invetasi jatuh tempo. Sukuk ritel diterbitkan oleh pemerintah, sehingga risiko ini sangat rendah (diasumsikan risk free) karena dijamin oleh Undang-Undang.
- 2) Resiko Pasar (*Market Risk*), merupakan potensi kerugian investor (capital loss) apabila menjual sukuk ritel sebelum jatuh tempo atau pada saat nilainya rendah.
- 3) Resiko Likuiditas (*Liquidity Risk*) merupakan kesulitan melakukan pencairan, hal ini dikarenakan terdapat kecenderungan produk Syariah di-*hold* (tidak diperjualbelikan sampai jatuh tempo). Namun pada sukuk ritel agen penjual menjamin untuk membeli kembali barang yang dijual investor. Huda & Heykal (2010) menambahkan terdapat risiko investor terpaksa menjual sukuk ritel dengan bawah harga pasar kepada agen penjual. Jika

pembelian tidak berjumlah besar, pendapatan yang diperoleh relatif kecil sehingga ketika ditransfer jumlahnya tidak signifikan.

2.1.6 Akad dalam Sukuk Negara Ritel

Penerbitan sukuk disesuaikan dengan kondisi pemerintah selaku penerbit maupun masyarakat sebagai investor. Pertama kali, sukuk negara diterbitkan pada bulan oktober tahun 2008 berdasarkan akad *ijarah sale* dan *lease back*, dengan *underlying asset* adalah tanah dan bangunan milik negara. Bella (2018) mengemukakan bahwa terdapat beberapa alasan penggunaan akad *ijarah* dalam penerbitan sukuk negara ritel diantaranya :

1. Akad *ijarah* digunakan karena mudah dipahami dan sederhana. Jika dibandingkan dengan jenis akad lain, *ijarah* termasuk salah satu akad paling sederhana
2. *International best practice*. Mubaraq (2019) menjelaskan bahwa sebagian besar perusahaan atau korporasi menerbitkan sukuk menggunakan akad *ijarah* pada tahun 2000. Sehingga menjadi praktik internasional terbaik yang ada saat itu. Berdasarkan data Direktorat Pembiayaan Syariah (DJPPR) menunjukkan bahwa penerbitan sukuk menggunakan akad *ijarah* mencapai 41% sampai dengan tahun 2006.
3. Imbalan tetap (*fixed income*) dengan risiko rendah. Nilai sewa akad *ijarah* ditentukan pada awal investasi dengan nilai tetap untuk seluruh tenor sukuk. Sukuk negara yang diterbitkan

pemerintah meminimalkan risiko karena pembayaran imbalan dan pokok investasinya dijamin oleh Undang-Undang.

2.1.7 Konsep Penjualan Sukuk Negara Ritel

Penjualan sukuk negara ritel kepada masyarakat diartikan sebagai penjualan surat berharga negara yang diterbitkan pemerintah berdasarkan prinsip syariah yang kemudian dijual kepada individu atau perseorangan warga negara Indonesia melalui agen penjual yang telah ditetapkan pada pasar perdana. Sedangkan pembelian atau penjualan kembali sukuk negara ritel di pasar sekunder dilakukan melalui mekanisme bursa dan mekanisme diluar bursa (*Over the counter* – OTC). Nurhaliza (2018) menjelaskan bahwa penjualan sukuk ritel menggunakan mekanisme bursa dilakukan dengan cara investor menyampaikan minat beli/jualnya ke bursa efek. Selanjutnya terjadi kesesuaian antara harga investor penjual dan pembeli, setelah itu transaksi perdagangan diselesaikan melalui mekanisme bursa. Berikut contoh keuntungan yang diperoleh investor.

Investor A membeli Sukuk Negara Ritel di pasar perdana dengan setelmen tanggal 22 Maret 2017 sebesar Rp. 10.000.000,- dan mendapatkan kupon sebesar 6,9% per-tahun serta tidak dijual lagi hingga jatuh tempo tanggal 10 maret 2020 (3 tahun/36 bulan). Imbalan yang diperoleh adalah :

- Pembayaran imbalan/kupon bulan pertama
 $\text{Rp. } 10.000.000,- \times 6,9\% \times 1/12 = \text{Rp. } 57.500$
- Imbalan setelah dikurangi pajak

$$\text{Rp. } 57.500 - (15\% \times \text{Rp. } 57.5000) = \text{Rp } 48.875$$

- Imbalan yang diterima investor sampai dengan jatuh tempo

$$\text{Rp. } 48.875 \times 36 \text{ bulan} = \text{Rp. } 1.759.500$$

- Total imbalan yang diterima investor sampai dengan jatuh tempo

$$\text{Rp. } 10.000.000 + \text{Rp } 1.759.500 = \text{Rp } 11.759.500$$

Jadi, total imbalan yang diterima oleh investor yaitu Rp 11.759.600,

2.1.8 Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-009

Dalam penelitian ini, Permintaan sukuk negara ritel adalah tingkat sukuk negara ritel yang diminta atau terjual di pasar sekunder selama periode penjualan. Pasar sekunder merupakan tempat yang memperdagangkan sekuritas setelah pasar perdana. Pasar ini bertujuan untuk memfasilitasi penentuan harga sekuritas melalui interaksi *supply* dan *demand* serta membantu perusahaan dalam mencari dana baru. Sukuk negara ritel dapat diperdagangkan atau dijual kembali pada pasar sekunder karena merupakan investasi yang likuid.

Pada masa penawaran sukuk ritel SR-009 selama dua minggu, penjualan sukuk ritel mencapai Rp 14.037.310.000.000,00 dengan investor sebanyak 29.838 orang. Besarnya minat investor terhadap sukuk negara ritel SR-009 di pasar perdana, tidak menutup kemungkinan terjadi juga pada pasar sekunder. Hal ini disebabkan mayoritas penduduk Indonesia beragama Islam sehingga investor muslim akan tertarik berinvestasi pada instrumen ini.

Besarnya minat beli investor terhadap sukuk disebabkan oleh semakin meningkatnya pemahaman masyarakat terhadap instrumen ini dan semakin inovatifnya agen penjual dalam memberikan informasi dan memasarkan produk sukuk negara ritel. Kemudian, faktor lain yang menarik bagi investor adalah keamanan instrumen sukuk ritel, karena dijamin oleh pemerintah dan Undang-Undang. Kementerian Keuangan (2016) menjelaskan sukuk ritel dapat menjadi sarana bagi masyarakat untuk berpartisipasi dalam pembiayaan pembangunan khususnya proyek infrastruktur.

2.1.9 Harga Sukuk Negara Ritel

Ni'mah & Pratomo (2019) mengemukakan harga adalah nilai suatu barang dan jasa yang dihitung dengan jumlah uang yang diperlukan pembeli untuk membeli barang atau jasa yang diinginkan. Harga merupakan sejumlah uang yang diperlukan sebagai alat tukar kombinasi produk dan jasa. Salah satu faktor terpenting dalam keputusan berinvestasi sukuk adalah harga barang itu sendiri atau harga per unit sukuk.

Nurhaliza (2018) menjelaskan bahwa kurva permintaan obligasi yang memiliki kemiringan negatif dapat diartikan ketika harga yang ditawarkan rendah maka permintaan obligasi meningkat. Harga obligasi dinyatakan dalam bentuk persentase. Latumarissa (2011) mengemukakan terdapat tiga kemungkinan harga pasar obligasi yang ditawarkan, yakni: 1) *At Par* adalah harga obligasi yang sama dengan nilai nominal; 2) *At Premium*

adalah harga obligasi lebih besar dari nilai nominal; dan 3) *At Discount* adalah harga obligasi lebih kecil dari harga nominal

Sharpe et al (2005) menjelaskan dalam analisis *Horison* dan *Swap* Obligasi, harga obligasi ditentukan oleh beberapa hal seperti: 1) Jika harga obligasi naik, *yield*-nya pasti turun, sebaliknya jika harga obligasi turun, *yield*-nya pasti naik; 2) Jika *yield* obligasi tidak berubah sepanjang jangka waktunya, besar diskonto atau premiumnya akan menurun apabila jangka waktunya menjadi lebih pendek; 3) Apabila *yield* obligasi tidak berubah sepanjang hidupnya, maka besaran diskon atau premi-nya akan menurun semakin besar jika jangka waktunya menjadi semakin singkat; 4) Penurunan *yield* obligasi akan meningkatkan harga obligasi dengan jumlah lebih besar dibandingkan penurunan harga obligasi yang besaran penurunan *yield*-nya sama; dan 5) Persentase perubahan *yield* obligasi akan semakin kecil jika tingkat bunga kupon lebih tinggi. (Teori ini tidak berlaku kepada obligasi yang berjangka waktu satu tahun atau obligasi yang tidak memiliki jatuh tempo).

2.1.10 BI-7 Day Reverse (Repo) Rate

Suku bunga adalah jumlah bunga yang dibayarkan pada waktu tertentu sebagai persentase dari jumlah uang yang dipinjamkan. Mubaraq (2019) menambahkan tingkat suku bunga mempengaruhi perekonomian suatu negara karena dapat mengubah tingkat investasi, jumlah uang beredar, inflasi dan lainnya yang pada akhirnya berpengaruh kepada pertumbuhan ekonomi negara. Jadi dapat disimpulkan, Suku bunga merupakan jumlah

bunga yang dibayarkan pada waktu tertentu atas simpanan atau pinjaman yang diberikan.

Kewal (2012) menyatakan tingkat suku bunga dapat mempengaruhi individu dalam membelanjakan atau memilih untuk menyimpan uangnya dalam tabungan. Hal ini sejalan dengan Yodiatmaja (2012) dimana suku bunga berpengaruh terhadap minat investor untuk berinvestasi. Obligasi dikatakan menarik atau tidak tergantung pada suku bunga yang diberikan. Kenaikan tingkat suku bunga mengakibatkan harga obligasi turun. Suku bunga acuan di Indonesia diatur oleh Bank Indonesia melalui instrumen *BI Rate* yang merupakan suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap kebijakan moneter Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. *BI Rate* digunakan untuk menjaga stabilitas kegiatan ekonomi dan pengendalian inflasi.

BI Rate diimplementasikan melalui operasi moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia yakni pengelolaan likuiditas (*Liquidity Management*) di pasar uang untuk mencapai tujuan operasional kebijakan moneter. Sasaran operasional kebijakan moneter tercermin dari perkembangan suku bunga pasar uang antar bank (*Overnight*) (PUAB/ON). Pergerakan suku bunga PUAB antar bank diharapkan akan diikuti oleh perkembangan suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan.

Namun, pada tanggal 19 Agustus 2016, Bank Indonesia memutuskan mengganti suku bunga acuan dari *BI Rate* menjadi *BI 7-Day (Reverse) Repo Rate*. Hal ini disebabkan *BI Rate* mencerminkan struktur suku bunga

operasi moneter dengan tenor 12 bulan atau satu tahun, dimana suku bunga ini tidak mengacu kepada instrument apapun di pasar uang dan jarang dtransaksikan, bersifat kurang *likuid* serta tidak mencerminkan kondisi pasar yang dinamis setiap harinya, sehingga tidak dapat secara langsung mempengaruhi pasar keuangan. Seharusnya, suku bunga kebijakan Bank Sentral mencerminkan suku bunga pasar uang jangka pendek dan bersifat transaksional.

Selain itu, derasnya aliran masuk modal asing semenjak krisis *global* tahun 2010-2012 menyebabkan perbedaan besar antara suku bunga *BI Rate* dan suku bunga di pasar uang antarbank (PUAB). Sejak pertengahan tahun 2010, *BI Rate* kurang belum bisa mengendalikan suku bunga antar bank dikarenakan terdapat kebijakan *Quantitative Easing* yang dilakukan Bank Sentral Amerika Serikat (*The Fed*). Oleh karena itu, dalam rangka penguatan kerangka operasi moneter Bank Indonesia mulai menggunakan BI 7-Day Reverse Repo Rate sebagai suku bunga acuan.

Berdasarkan Konferensi Pers Rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia pada tanggal 19 Agustus 2016 melalui kanal youtube Bank Indonesia, alasan penggunaan BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* karena mengacu kepada instrumen operasi moneter yang aktif dtransaksikan oleh BI dan perbankan setiap harinya serta lebih menggambarkan suku bunga operasi moneter dengan tenor 7 hari yang akan langsung mempengaruhi pasar keuangan. Tujuan kebijakan ini adalah untuk mendorong pendalaman pasar keuangan Indonesia khususnya instrumen *repo* serta dapat secara

cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil. Kemudian dengan kebijakan BI *7-Day (Reverse) Repo Rate* dapat mempermudah transmisi kebijakan moneter agar lebih efektif dan efisien serta bertujuan untuk mencapai sasaran inflasi yang telah ditetapkan Bank Indonesia.

Menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK) *Repurchase Agreement (Repo)* merupakan transaksi jual dan beli efek secara bersamaan dengan perjanjian untuk membeli atau menjual kembali pada waktu dan harga yang telah disepakati. Singkatnya Repo merupakan transaksi keuangan dimana seseorang menjual aset keuangannya seperti obligasi atau saham disaat yang sama juga setuju untuk membelinya kembali pada hari berikutnya sesuai dengan harga yang disepakati.

Mekanisme *repo* memungkinkan Bank Indonesia meminjamkan likuiditas kepada perbankan dengan jaminan surat erharga negara (SBN). Jika peminjam gagal membayar pada saat jatuh tempo, pihak pinjaman berhak menyita saham atau obligasi yang dijamin. Transaksi *repo* diminati karena merupakan salah satu sumber pembiayaan yang murah, mekanismenya sederhana dan dapat meningkatkan likuiditas.

Selain itu, terdapat pula transaksi yang berkaitan dengan *repo* yakni *Reverse Repurchase Agreement (Reverse Repo)* yaitu transaksi beli efek dengan perjanjian jual kembali pada waktu dan harga yang telah disepakati (OJK, 2014). Singkatnya, *Reverse Repo* adalah surat penjualan dimana nasabah meminjam dana dengan surat berharga yang dimiliki. Transaksi *reverse repo* mengandung risiko bagi seller/penjual maupun buyer/pembeli,

dimana pada saat jatuh tempo seller/penjual tidak mempunyai dana untuk menebus kembali efek yang sudah diserahkan kepada buyer/pembeli.

Begitu pula, disisi buyer/pembeli tidak dapat mengembalikan efek kepada seller/penjual. Dalam perbankan Indonesia, Bank Indonesia juga dapat melakukan transaksi reverse repo dengan Bank. Bank Indonesia menjual surat utang negara (SUN) kepada perbankan dengan syarat BI akan membeli Kembali sesuai yang telah ditentukan. Tujuannya untuk mengurangi jumlah uang yang beredar dimasyarakat.

2.1.11 Inflasi

Rahman et al (2016) menjelaskan bahwa inflasi adalah kecenderungan harga-harga mengalami peningkatan secara terus menerus. Kenaikan harga satu atau dua barang tidak disebut sebagai inflasi, kecuali jika peningkatan harga tersebut menyebabkan kenaikan sebagian besar harga barang lain. Laju inflasi diartikan sebagai tingkat perubahan berbagai jenis produk dalam jangka waktu tertentu contohnya perbulan, triwulan atau tahun.

Rahardja & Manurung (2008) menjelaskan terdapat tiga indikator perhitungan laju inflasi yakni: 1) Indeks harga konsumen (*Consumer Price Index*) adalah angka indeks yang menunjukkan tingkat harga barang dan jasa yang dibeli oleh konsumen selama periode waktu tertentu. Nilai IHK diperoleh dengan menghitung harga dan jasa pokok yang dikonsumsi masyarakat dalam periode tertentu; 2) Indeks harga produsen atau perdagangan besar (*Wholesale Price Index*) mengukur harga di tingkat

produsen atau pedagang besar; dan 3) Indeks harga Implisit (*GDP Deflator*) merupakan perubahan harga atau nilai seluruh komponen PDB (konsumsi, investasi, pengeluaran pemerintah dan ekspor netto). Tingkat keparahan inflasi dibedakan menjadi empat yaitu: 1) Inflasi ringan (kurang dari 10% per tahun); 2) Inflasi sedang (antara 10-30% per tahun); 3) Inflasi berat (antara 30-100% per tahun); dan 4) *Hyperinflation* (lebih dari 100% per tahun).

Inflasi menciptakan kondisi ketidakstabilan ekonomi bagi pelaku ekonomi sehingga menyulitkan dalam pengambilan keputusan investasi. Mishkin & Serletis (2011) menjelaskan ketika inflasi mengalami kenaikan maka tingkat bunga riil obligasi mengalami penurunan sehingga tingkat pengembalian obligasi menurun akibatnya permintaan obligasi menurun dan kurva permintaan obligasi bergeser ke kiri. Tandellilin (2010) menambahkan bahwa inflasi berdampak negatif terhadap investasi dalam pasar modal. Sukirno (2014) menyatakan inflasi menurunkan tingkat kekayaan masyarakat sehingga memungkinkan masyarakat mengalihkan investasinya kepada pasar uang agar tetap mempertahankan nilai riil uang mereka. Jadi, para investor seringkali menghindari berinvestasi jika inflasi sedang terjadi.

2.1.12 Deposito

Salah satu produk perbankan yang memiliki bunga lebih tinggi dibandingkan produk giro atau tabungan adalah simpanan berjangka atau lebih dikenal dengan deposito. Dendawijaya (2009) menjelaskan bahwa deposito merupakan simpanan pihak ketiga atau nasabah kepada bank

yang penarikannya dapat dilakukan dalam jangka waktu tertentu sesuai dengan perjanjian. Dalam perbankan konvensional simpanan deposito memberikan imbalan berupa bunga sedangkan perbankan syariah memberikan imbalan berupa bagi hasil (profit sharing) sesuai nisbah yang disepakati di awal akad. Deposito memiliki beberapa manfaat ditinjau dari segi kepentingan yakni: 1) Bagi bank, sebagai salah satu bentuk usaha perbankan dalam menghimpun dana, deposito menunjang usaha perbankan dan untuk kegiatan yang produktif; 2) Bagi nasabah, deposito menawarkan tingkat bunga yang tinggi dibandingkan bentuk simpanan lain. Selain itu, memperoleh jaminan kredit serta dapat mengelola keuangan sesuai kebutuhan dan jangka waktu; dan 3) Bagi perekonomian, dana yang dihimpun bank akan disalurkan dalam bentuk kredit, dalam rangka meningkatkan kegiatan produktif yang bertujuan meningkatkan pendapatan nasional dan kesejahteraan masyarakat

Kasmir (2008) menjelaskan terdapat beberapa jenis deposito yang ditawarkan Bank kepada nasabah, yakni:

1. Deposito berjangka

Menurut Undang-Undang No 10 Tahun 1998 tentang Perubahan atas Undang-Undang No 7 tahun 1992 tentang Perbankan, deposito berjangka dapat diartikan sebagai simpanan yang penarikannya hanya dapat dilakukan pada waktu tertentu sesuai kesepakatan antara penyimpan dengan bank. Deposito berjangka adalah simpanan yang hanya dapat dicarikan oleh pihak yang namanya tercantum dalam bilyet

deposito sesuai tanggal jatuh tempo serta tidak dapat dipindahtangankan.

Jangka waktu deposito bervariasi, di Indonesia terdapat beberapa jenis deposito berjangka yakni deposito berjangka satu bulan, tiga bulan, enam bulan, dua belas bulan serta lebih dari dua belas bulan. Bunga deposito berjangka dapat ditarik tunai atau ditransfer ke rekening nasabah setiap saat. Biasanya nasabah juga membuka rekening tabungan untuk menampung bunga deposito.

2. Sertifikat deposito

Ismail (2010) mengemukakan bahwa sertifikat deposito adalah jenis simpanan dana ditarik sesuai jangka waktu dan dapat dipindahtangankan atau diperjualbelikan. Pemilik deposito ini dapat menjual sertifikatnya jika membutuhkan dana. Dalam sertifikat deposito tidak memuat nama pemegang hak, baik nama perseorangan maupun perusahaan. Sertifikat deposito diterbitkan atas unjuk, artinya siapa saja yang memiliki atau membawa sertifikat deposito dapat mencairkannya pada bank penerbit sertifikat deposito.

3. *Deposit On Call*

Ismail (2010) menyatakan bahwa *deposit on call* adalah deposito yang penarikannya harus dengan pemberitahuan terlebih dahulu. Jangka waktu deposit on call adalah 7 hari sampai 30 hari. Bunga yang diberikan sesuai negosiasi antara bank dan nasabah, serta besarnya dihitung setiap bulan. Pembayaran bunga dilakukan saat penarikan.

Deposit on call diterbitkan dalam jumlah besar dan genap serta diterbitkan atas nama. Artinya *deposit on call* hanya dapat dicarikan oleh pihak yang namanya tertera dalam bilyet *deposit on call* terkecuali terdapat surat kuasa kepada pihak lain.

Terdapat beberapa alasan masyarakat memilih mendepositokan uangnya dibandingkan berinvestasi kepada instrumen seperti saham, obligasi dan lain sebagainya. Fahmi (2014) terdapat dua alasan masyarakat mendepositokan uangnya yakni: 1) Deposito dianggap sebagai penyimpanan uang dengan tingkat keamanan yang tinggi dan memberikan keuntungan berupa suku bunga yang diterima setiap waktu; dan 2) Deposito nasabah dijamin oleh pemerintah terutama jika bank tersebut merupakan anggota LPS (Lembaga Penjamin Simpanan).

Suku bunga deposito adalah nilai yang harus diberikan bank kepada nasabah sebagai imbalan atas simpanan nasabah. Deposito memberikan tingkat bunga yang berbeda. Prathama & Manurung (2008) menjelaskan suku bunga deposito mejadi pertimbangan masyarakat dalam berinvestasi. Apabila tingkat suku bunga deposito satu bulan naik, maka permintaan sukuk ritel akan menurun dikarenakan memberikan kupon yang tetap sehingga kurang diminati. Artinya suku bunga deposito mempengaruhi permintaan sukuk ritel.

Kenaikan suku bunga Bank Indoensia akan menaikkan suku bunga perbankan dan sebaliknya. Saat suku bunga naik, lebih menguntungkan untuk menyimpan kekayaan dalam bentuk simpanan. Hal ini dikarenakan

suku bunga simpanan mengalami kenaikan sedangkan obligasi memberikan return yang tetap. Sebaliknya jika tingkat bunga simpanan turun pada periode berikutnya, lebih menguntungkan jika mengalihkan kekayaannya dialihkan kepada investasi dengan return tetap seperti obligasi. Simpanan perbankan dipilih karena merupakan bentuk simpanan yang lebih diminati oleh masyarakat dibandingkan bentuk-bentuk simpanan lainnya. Kemudian, deposito satu bulan merupakan bentuk simpanan terbesar masyarakat.

2.2 Tinjauan Teoritis

2.2.1 Hubungan Harga Sukuk Ritel SR-009 dengan Permintaan Sukuk Ritel SR-009

Oktima (2012) menjelaskan harga adalah nilai jual atau beli suatu produk barang atau jasa. Sukirno (2014) mengemukakan bahwa faktor yang mempengaruhi permintaan suatu barang dan jasa adalah harga barang itu sendiri. Dalam teori permintaan obligasi, apabila harga menurun maka *yield to maturity* lebih besar sehingga permintaan akan meningkat dan sebaliknya. Rahman et al (2016) menambahkan jika harga sukuk ritel meningkat maka permintaan sukuk ritel akan mengalami penurunan. Hal ini disebabkan membeli atau investor akan mencari alternatif investasi lain seperti deposito atau ORI (Obligasi Ritel Indonesia) yang memberikan imbal hasil yang tinggi.

2.2.2 Hubungan BI-7Day (Reverse) Repo Rate dengan Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-009

Tingkat suku bunga mempengaruhi return atau imbal hasil yang akan diperoleh investor saat berinvestasi. Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, menetapkan BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* menjadi suku bunga acuan yang dapat dijadikan landasan berbagai pihak terkait pengambilan kebijakan. Penurunan tingkat suku bunga berdampak terhadap pertumbuhan investasi termasuk sukuk ritel Febriani et al (2013) menambahkan BI Rate masih menjadi acuan dalam investasi obligasi. Jika BI Rate naik 25 basis poin, imbal hasil obligasi jangka panjang meningkat dan menjadi lebih menarik. Namun, kenaikan BI Rate sejalan dengan ekspektasi pasar karena kenaikan tersebut memperhitungkan dampak inflasi yang dapat menurunkan nilai investasi.. Mahendra (2020) menyatakan jika BI 7-Day (*Reverse*) *Repo Rate* dinaikkan maka kupon/yield pemegang obligasi akan semakin besar. Sejalan dengan itu, Muhammad et al (2019) mengatakan kenaikan BI Rate diikuti perkembangan suku bunga sertifikat bank Indonesia (SBI) dan suku bunga simpanan perbankan. Tingginya suku bunga simpanan yang tinggi dibandingkan return sukuk lebih menguntungkan bagi investor. Akibatnya permintaan sukuk cenderung menurun.

2.2.3 Hubungan Inflasi dengan Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-009

Oktima (2012) menjelaskan inflasi merupakan proses meningkatnya harga-harga secara terus menerus (berkepanjangan). Raharjo (2004) mengemukakan kondisi perekonomian yang kuat serta inflasi yang rendah akan meningkatkan daya beli produk investasi, sehingga berdampak positif pada perdagangan dan investasi obligasi. Inflasi menyebabkan terjadinya kenaikan harga barang dan jasa yang mengakibatkan turunnya daya beli masyarakat. Muhammad et al (2019) menambahkan inflasi menurunkan return sukuk dikarenakan pendapatan atau nilai riil suatu investasi tergerus. Hal ini berimbas pada penurunan minat beli masyarakat terhadap sukuk ritel.

2.2.4 Hubungan Suku Bunga Deposito Perbankan dengan Permintaan Sukuk Negara Ritel SR-009

Menurut Oktima (2012) suku bunga adalah balas jasa yang diberikan oleh bank kepada nasabah atas simpanan/pinjaman uangnya. Dendawijaya (2009) mengemukakan suku bunga deposito yang menarik akan membuat nasabah tertarik untuk menyimpan dananya. Namun, apabila suku bunga deposito kurang menarik maka dana deposito yang dihimpun akan rendah jumlahnya. Dalam berinvestasi tingkat suku deposito dan return sukuk menjadi pertimbangan investor. Sukanto (2015) menambahkan jika suku bunga deposito tinggi maka investor lebih memilih menempatkan dananya pada deposito daripada membeli obligasi pemerintah, akibatnya harga obligasi akan terkoreksi atau turun. Muhammad et al (2019)

menyatakan semakin besar suku bunga deposito akan memberikan keuntungan yang besar sehingga permintaan masyarakat terhadap sukuk ritel akan menurun.

2.3 Hasil Penelitian dan Studi Empiris

Rahman et al (2016) meneliti tentang pengaruh harga sukuk ritel negara seri SR-005, tingkat inflasi dan *BI Rate* terhadap permintaan tingkat permintaan sukuk negara ritel seri SR-005. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh harga sukuk ritel, tingkat inflasi dan BI Rate terhadap permintaan sukuk negara rite SR-005. Metode analisis yang digunakan adalah Analisis Regresi Berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Harga sukuk ritel dan tingkat inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel. Sedangkan BI Rate berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-005.

Gusniarti (2019) meneliti faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi perimntaan sukuk negara ritel. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh imbal hasil sukuk, harga sukuk, kurs, inflasi dan suku bunga deposito terhadap permintaan sukuk negara ritel. Hasil penelitian menunjukkan imbal hasil sukuk, harga sukuk dan inflasi tidak berpengaruh signifikan. Sedangkan kurs dan suku bunga deposito berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel.

Amali (2018) meneliti Faktor-faktor yang mempengaruhi volume perdagangan sukuk negara ritel SR-006 di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh harga sukuk negara ritel SR-006, yield atau imbal hasil, harga emas, BI Rate dan tingkat imbal hasil deposito mudharabah terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-006. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis Autoregressive *VAR/VECM* dengan runtut waktu 2014-2017. Hasil penelitian menunjukkan semua variabel yang diuji berpengaruh positif signifikan terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-006.

Mubaraq (2019) meneliti Faktor yang memberikan pengaruh terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008 di Indonesia. Penelitian tersebut bertujuan agar dapat diketahui pengaruh kurun waktu lama maupun kurun waktu singkat harga sukuk ritel, tingkat bagi hasil deposito mudharabah, BI 7-day (*Reverse*) *repo rate*, dan ORI 013 terhadap permintaan sukuk ritel SR-008 di Indonesia. Metode yang digunakan adalah analisis *VAR/VECM* dengan runtun waktu 2016-2019. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang harga sukuk ritel dan BI 7-day *Reverse repo rate* berpengaruh positif signifikan, sedangkan tingkat bagi hasil deposito mudharabah dan ORI 013 berpengaruh negatif signifikan terhadap permintaan sukuk ritel SR-008. Dalam jangka pendek harga sukuk negara ritel berpengaruh negatif signifikan, namun variabel tingkat bagi hasil deposito mudharabah, BI 7-day (*Reverse*) *repo rate*, dan ORI 013

berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel SR-008.

Wafa (2010) meneliti Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat permintaan sukuk ritel (Periode Maret 2009 – Juni 2010). Tujuan penelitian ini mengetahui pengaruh harga sukuk ritel, harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito, dan tingkat suku bunga terhadap permintaan sukuk negara ritel. Metode analisis regresi berganda *time series* dengan data sekunder. Adapun hasil penelitian menunjukkan semua variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap permintaan sukuk negara ritel periode maret 2009 – juni 2010.

Nurhayadi et al (2020) meneliti tentang pengaruh inflasi, nilai tukar, dan yield sukuk ritel terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007 di pasar sekunder. Penelitian tersebut bertujuan agar dapat diketahui pengaruh inflasi, nilai tukar dan yield sukuk ritel terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Metode analisis yang digunakan analisis regresi linear berganda dan data yang digunakan adalah data sekunder. Hasil penelitian menunjukkan tingkat inflasi dan imbal hasil berpengaruh positif signifikan sedangkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap volume perdagangan SR-007.

Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Ardiansyah & Lubis (2017) mengenai pengaruh variabel makroekonomi terhadap pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Variabel yang diteliti terdiri dari jumlah uang beredar,

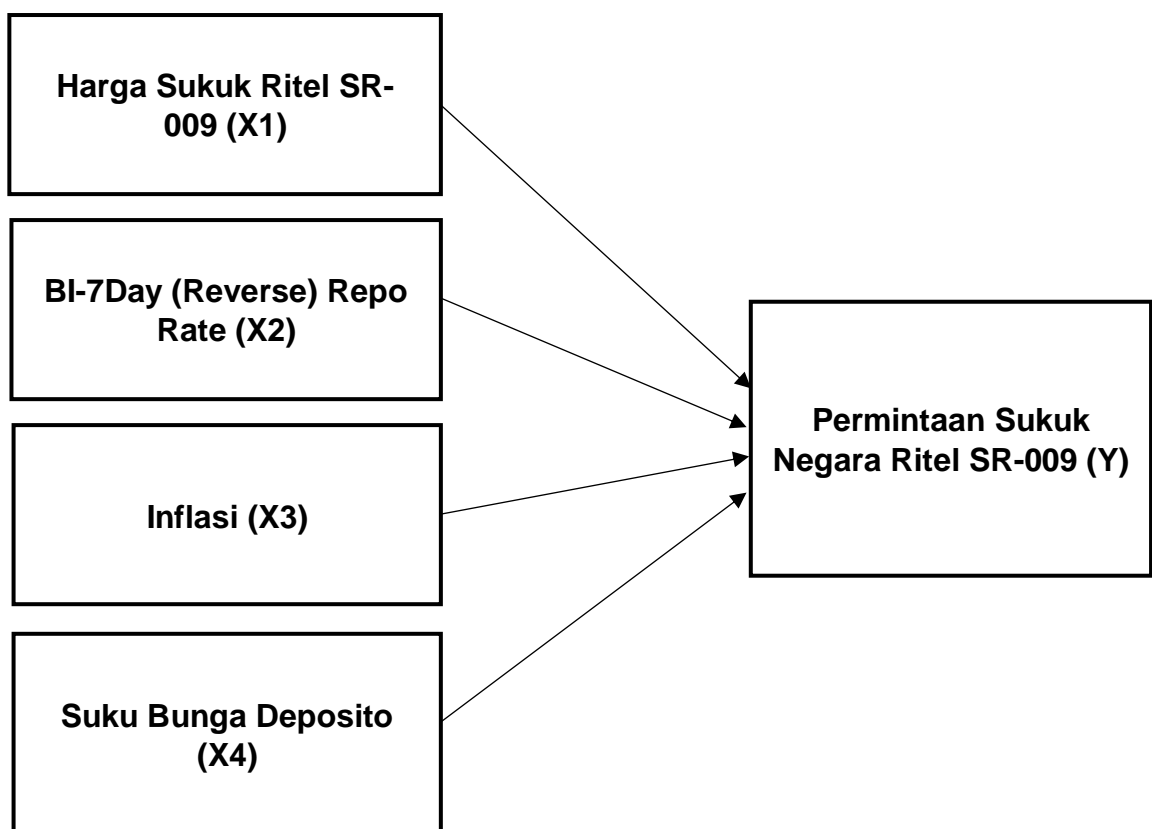
inflasi, indeks produksi industri, kurs, harga minyak dan bagi hasil deposito mudharabah dengan tujuan menganalisis pengaruh variabel tersebut terhadap penerbitan sukuk korporasi. Metode yang digunakan adalah metode *Ordinary Least Square* (OLS) dengan data deret waktu bulanan. Hasil penelitian menunjukkan variabel jumlah uang beredar, indeks produksi industri dan inflasi berpengaruh positif signifikan sedangkan variabel kurs, oil price, dan bagi hasil deposito mudharabah berpengaruh negatif signifikan terhadap pertumbuhan sukuk korporasi.

Ni'mah & Pratomo (2019) melakukan penelitian tentang analisis determinan volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Variabel yang diteliti adalah harga, *yield to maturity* (YTM), nilai tukar, bagi hasil deposito mudharabah, *BI Rate*, dan inflasi. Tujuan dari penelitian ini untuk menguji dan menganalisis pengaruh variabel mikroekonomi dan makroekonomi terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel seri SR-007. Metode yang digunakan adalah *vector error correction model* (VECM) dengan data sekunder. Hasil penelitian menunjukkan pada jangka pendek variabel *yield to maturity* (YTM) berpengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007. Sedangkan pada jangka panjang variabel YTM, nilai tukar, BI Rate, dan inflasi memberikan pengaruh positif terhadap volume perdagangan sukuk negara ritel SR-007.

2.5 Kerangka Konseptual Penelitian

Kerangka pemikiran dalam penelitian analisis faktor-faktor yang mempengaruhi permintaan sukuk negara ritel seri SR-009 di Indonesia, dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah (1) harga sukuk ritel SR-009, (2) BI-7Day (Reverse) Repo Rate, (3) inflasi, (4) suku bunga deposito. Variabel-variabel tersebut digunakan untuk membantu peneliti lebih terarah dalam menemukan data dan informasi agar dapat memecahkan masalah yang telah dipaparkan sebelumnya. Dari pemaparan tersebut maka dapat dibuat kerangka konseptual penelitian sebagaimana pada gambar berikut:

Gambar 2.3 Bagan Kerangka Pikir Penelitian



2.5 Hiptesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pikir penelitian pada **Gambar 2.4** maka dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- 3 Diduga harga sukuk negara ritel SR-009 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia tahun 2017-2020
- 4 Diduga suku bunga BI-7Day Reverse Repo Rate berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia tahun 2017-2020
- 5 Diduga inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia tahun 2017-2020
- 6 Diduga suku bunga deposito berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel SR-009 baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia tahun 2017-2020