

Determinan Valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah Di Indonesia: Perspektif Makroekonomi Dan Risiko Investasi

Lailul Ilham

Universitas Muhammadiyah Jember
lailulilham2002@gmail.com

Bayu Wijayantini

Universitas Muhammadiyah Jember
bayu@unmuhjember.ac.id

Achmad Hasan Hafidzi

Universitas Muhammadiyah Jember
hasan@unmuhjember.ac.id

Karnadi

Universitas PGRI Argopuro Jember
karnadi68@gmail.com

Abstract

Kajian ini bertujuan untuk menganalisis determinan valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah (Sukuk Ritel/SR) di Indonesia dari perspektif makroekonomi dan risiko investasi selama periode 2014–2024. Analisis difokuskan pada pengaruh inflasi, nilai tukar USD/IDR, kupon, dan rating terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah di pasar sekunder. Pendekatan kuantitatif dengan desain kausalitas digunakan melalui pemanfaatan data runtun waktu yang diperoleh dari Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik (BPS), Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Bursa Efek Indonesia, serta lembaga pemeringkat internasional. Proses analitis data dilakukan menggunakan model regresi linier berganda yang didukung oleh uji korelasi nonparametrik Spearman Rank dengan bantuan perangkat lunak statistik SPSS. Hasil analisis menunjukkan bahwa inflasi dan nilai tukar USD/IDR berpengaruh signifikan terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah, yang mengindikasikan bahwa investor cenderung mempertimbangkan kondisi makroekonomi dalam proses valuasi obligasi ritel syariah. Sebaliknya, kupon dan rating tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah selama periode pengamatan. Secara simultan, seluruh variabel prediktor mampu menjelaskan fluktuasi harga Obligasi Negara Ritel Syariah sebesar 66,8%, yang mencerminkan kemampuan penjelasan model yang cukup kuat. Temuan ini menegaskan bahwa faktor makroekonomi eksternal, khususnya inflasi dan nilai tukar, lebih dominan dalam memengaruhi valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah dibandingkan dengan karakteristik internal obligasi seperti kupon. Selain memperkaya literatur keuangan terapan, hasil kajian juga memberikan bukti empiris mengenai dinamika valuasi obligasi negara ritel syariah di pasar negara berkembang, khususnya Indonesia.

Kata kunci: Inflasi; Nilai Tukar; Kupon; Rating Obligasi; Obligasi Negara Ritel Syariah (Sukuk Ritel)

Abstract

This study focuses on analyzing the determinants of Indonesian Retail Sovereign Sukuk (Sukuk Ritel/SR) valuation from the perspectives of macroeconomic conditions and investment risk during the 2014–2024 period. The study examines the effects of inflation, the USD/IDR exchange rate, coupon rates, and sovereign ratings on Retail Sukuk prices in the secondary market. A quantitative approach with a causal research design was employed, using temporal data collected from Bank Indonesia, the Central Statistics Agency (BPS), and the Directorate General of Financing and Risk Management (DJPPR), the Indonesia Stock Exchange, and international rating agencies. Data processing was carried out using multiple linear regression analysis and Spearman's rank correlation test, supported by statistical software SPSS. The findings show that inflation and the USD/IDR exchange rate significantly affect Retail Sukuk prices, indicating that investors place considerable weight on macroeconomic conditions in retail sukuk valuation. In contrast, coupon rates and sovereign ratings do not show significant effects on Retail Sukuk prices during the observation period. Simultaneously, the independent variables explain 66.8% of the variation in Retail Sukuk prices, suggesting a reasonably strong explanatory capacity of the proposed model. This study highlights that external macroeconomic factors, particularly inflation and the exchange rate, are more dominant in influencing Retail Sukuk valuation than internal bond characteristics such as the coupon rate. The findings contribute to the applied finance literature by providing empirical evidence on retail bond valuation dynamics in emerging markets, particularly within the context of Indonesia's sovereign retail bond market.

Keywords: Inflation; Coupon Rate; Islamic Bonds; Macroeconomic Determinants; Sovereign Bonds

A. Pendahuluan

Manajemen keuangan syariah merupakan disiplin ilmu yang menekankan pengelolaan investasi secara optimal dengan memperhatikan keseimbangan antara tingkat pengembalian, risiko investasi, dan kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah. Dalam perkembangan pasar keuangan modern, investor tidak hanya mempertimbangkan aspek profitabilitas, tetapi juga stabilitas, keamanan investasi, serta dimensi etis dalam pengambilan keputusan keuangan. Salah satu instrumen investasi syariah yang berkembang pesat di Indonesia adalah Obligasi Negara Ritel Syariah, yaitu surat berharga negara berbasis syariah yang diterbitkan pemerintah sebagai instrumen pembiayaan APBN sekaligus sarana investasi masyarakat. Instrumen ini menawarkan imbal hasil yang relatif stabil, risiko gagal bayar yang rendah, dan mekanisme investasi

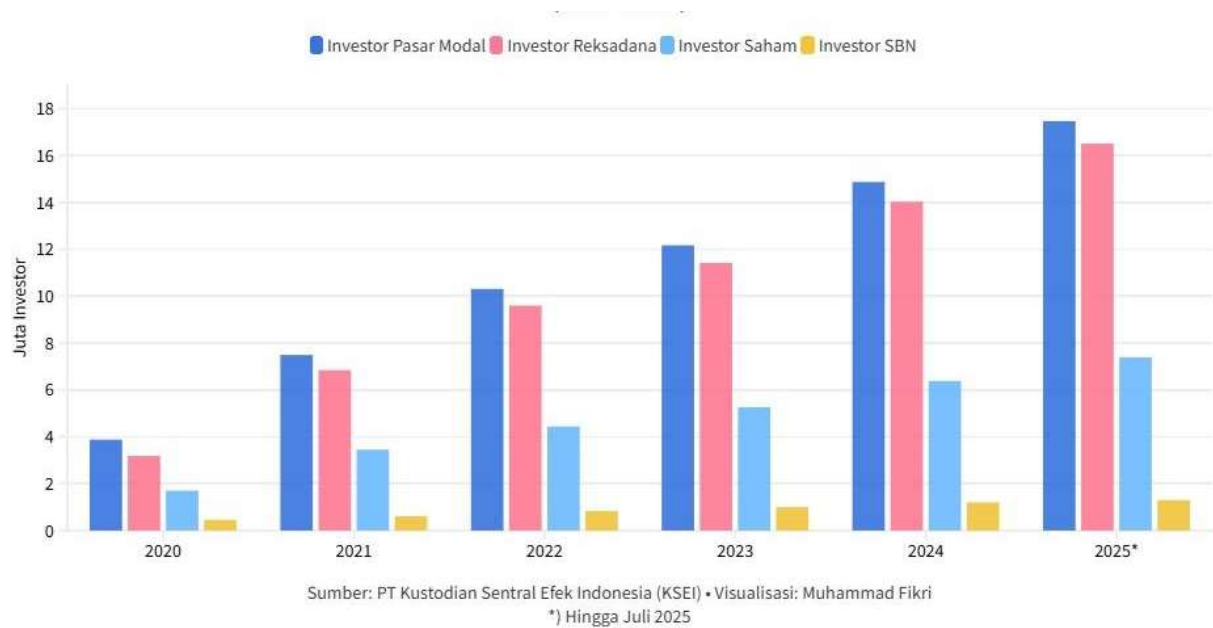
yang sesuai dengan prinsip syariah sehingga menjadi alternatif investasi yang semakin diminati di pasar keuangan Indonesia (Alkhan & Hassan, 2021).¹

Perkembangan Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia menunjukkan tren yang positif dalam beberapa tahun terakhir. Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Perkembangan Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia menunjukkan tren yang positif dalam beberapa tahun terakhir. Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan melaporkan bahwa penerbitan SR020 pada tahun 2024 berhasil menarik lebih dari 63.000 investor dengan total penjualan mencapai Rp21,35 triliun. Investor generasi milenial mendominasi pembelian instrumen tersebut dengan proporsi lebih dari 40%, yang menunjukkan meningkatnya minat generasi muda terhadap investasi syariah berbasis negara. Selain itu, jumlah investor Surat Berharga Negara (SBN) syariah terus meningkat seiring berkembangnya digitalisasi pasar modal dan literasi keuangan syariah di Indonesia. Kondisi ini menunjukkan bahwa Obligasi Negara Ritel Syariah semakin dipandang sebagai instrumen investasi yang stabil, aman, dan kompetitif di tengah dinamika pasar keuangan global (DJPPR Kemenkeu, 2024).²

Grafik 1. Jumlah Investor pasar Modal Berdasarkan instrument Investasi (2020-2025)

¹ Alkhan, A. M., & Hassan, M. K. (2021). Does Islamic microfinance serve maqāsid al-shari'a? *Borsa Istanbul Review*, 21(1), 57–68. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.07.002>

² DJPPR Kemenkeu. (2024, April 1). *SR020 Sukses Mengajak 32.861 Investor Milenial Untuk Mempersiapkan Masa Depan Sejahtera*. <https://djppr.kemenkeu.go.id/kphasilpenjualansr020>.



Sumber : (DataIndonesia.id, 2025)³

Dari Grafik di atas, peningkatan jumlah investor tersebut juga tercermin pada pertumbuhan investor pasar modal nasional selama periode 2020–2025. Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) menunjukkan bahwa investor Surat Berharga Negara mengalami peningkatan yang signifikan, mencerminkan meningkatnya kepercayaan masyarakat terhadap instrumen investasi pemerintah, termasuk instrumen berbasis syariah. Fenomena ini menunjukkan bahwa instrumen obligasi syariah memiliki potensi besar dalam mendukung pendalaman pasar keuangan syariah nasional sekaligus memperkuat stabilitas sistem keuangan.

Namun demikian, valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah di pasar sekunder tetap mengalami fluktuasi yang dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan risiko investasi. Secara teoritis, inflasi memiliki hubungan negatif terhadap harga obligasi karena peningkatan inflasi akan mendorong investor untuk meminta tingkat imbal hasil yang lebih tinggi (Mishkin, 2019). Selain inflasi, volatilitas nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat juga memengaruhi persepsi risiko investor terhadap aset berdenominasi rupiah. Pelemahan nilai tukar dapat meningkatkan ketidakpastian pasar dan berdampak pada penurunan permintaan obligasi di pasar sekunder (Fabozzi, 2021)⁴.

³ DataIndonesia.id. (2025, September 16). *Data Jumlah Investor di Pasar Modal berdasarkan Instrumen Investasi pada 2020 hingga Juli 2025*. https://DataIndonesia.Id/Pasar-Saham/Detail/Data-Jumlah-Investor-Di-Pasar-Modal-Berdasarkan-Instrumen-Investasi-Pada-2020-Hingga-Juli-2025?Utm_source=chatgpt.Com.

⁴ Fabozzi, F. J. (2021). *Bond markets, analysis, and strategies*. MIT Pres.

Dalam konteks pasar obligasi syariah, stabilitas makroekonomi menjadi faktor penting dalam menjaga kepercayaan investor terhadap instrumen investasi jangka panjang (Naifar, 2016)⁵.

Di tengah meningkatnya ketidakpastian ekonomi global, tekanan inflasi, dan volatilitas pasar keuangan, Obligasi Negara Ritel Syariah semakin dipandang sebagai alternatif investasi yang relatif stabil dan sesuai dengan prinsip kehati-hatian (prudential investment). Dalam perspektif keuangan syariah, valuasi obligasi tidak hanya dipengaruhi oleh faktor imbal hasil dan risiko pasar, tetapi juga oleh persepsi stabilitas ekonomi makro dan keberlanjutan fiskal pemerintah. Oleh karena itu, analisis terhadap determinan valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah menjadi semakin relevan, terutama dalam mendukung penguatan pasar keuangan syariah nasional dan stabilitas investasi jangka panjang (Alkhan & Hassan, 2021; Naifar, 2016).

Meskipun penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi harga obligasi telah banyak dilakukan, hasil penelitian sebelumnya masih menunjukkan inkonsistensi. Beberapa studi menemukan bahwa inflasi dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi, sedangkan penelitian lain menunjukkan bahwa kupon menjadi faktor dominan dalam menentukan valuasi obligasi pemerintah (Aman et al., 2022)⁶. Selain itu, kajian mengenai valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah dalam perspektif risiko investasi dan makroekonomi masih relatif terbatas dibandingkan obligasi konvensional, khususnya pada periode pascapandemi dan meningkatnya ketidakpastian ekonomi global (Naifar et al., 2022).⁷ Oleh karena itu, studi ini berupaya memberikan pembaruan kajian dengan mengintegrasikan faktor makroekonomi dan risiko investasi dalam menganalisis valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia periode 2014–2024 menggunakan data yang lebih mutakhir dan kontekstual terhadap perkembangan pasar keuangan syariah nasional. Studi ini dikembangkan guna memperoleh pemahaman

⁵ Naifar, N. (2016). Do global risk factors and macroeconomic conditions affect global Islamic index dynamics? A quantile regression approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 29–39. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.10.004>

⁶ Aman, A., Naim, A. M., Isa, M. Y., & Ali, S. E. A. (2022). Factors affecting sukuk market development: empirical evidence from sukuk issuing economies. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 15(5), 884–902. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2020-0105>

⁷ Naifar, N., Tiwari, A. K., & Alhashim, M. (2022). How COVID-19 pandemic, global risk factors, and oil prices affect Islamic bonds (Sukuk) prices? New insights from time-frequency analysis. *Review of Financial Economics*, 40(3), 312–331. <https://doi.org/10.1002/rfe.1158>

empiris mengenai hubungan inflasi, nilai tukar, kupon, dan rating terhadap valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia. Hasil studi diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris bagi pengembangan literatur keuangan syariah dan keuangan terapan, serta menjadi bahan pertimbangan bagi investor dan pemerintah dalam pengambilan keputusan investasi dan kebijakan penerbitan obligasi syariah.

B. Landasan Teori

Manajemen Keuangan Syariah

Manajemen keuangan syariah merupakan disiplin ilmu yang mempelajari proses perencanaan, pengelolaan, dan pengambilan keputusan keuangan berdasarkan prinsip efisiensi, kehati-hatian, dan kepatuhan terhadap syariah Islam. Dalam praktiknya, manajemen keuangan syariah tidak hanya berorientasi pada optimalisasi keuntungan, tetapi juga mempertimbangkan aspek keadilan, stabilitas, dan keberlanjutan investasi. Salah satu bentuk implementasinya terlihat pada investasi di instrumen Obligasi Negara Ritel Syariah, yang menjadi alternatif investasi dengan tingkat risiko relatif rendah dan imbal hasil yang stabil karena dijamin oleh pemerintah (Arniwita et al., 2021)⁸. Dalam konteks pasar modal syariah, valuasi obligasi syariah dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan karakteristik instrumen investasi, sehingga analisis terhadap determinan harga obligasi menjadi bagian penting dalam kajian keuangan terapan dan keuangan syariah (Said & Grassa, 2021).

Efficient Market Hypothesis (EMH)

Efficient Market Hypothesis (EMH) yang dikemukakan oleh Eugene F. Fama menjelaskan bahwa harga sekuritas di pasar modal mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar. Dalam pasar yang efisien, informasi ekonomi dan keuangan akan segera direspons oleh investor dan tercermin dalam harga instrumen keuangan, termasuk obligasi negara syariah. Dalam penelitian ini, inflasi, nilai tukar, kupon, dan rating dipandang sebagai informasi yang memengaruhi persepsi investor terhadap risiko dan tingkat pengembalian Obligasi Negara Ritel Syariah. Peningkatan inflasi dan pelemahan nilai

⁸ Arniwita, E. T. K., Abriyoso, O., & Wijayantini, B. (2021). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. (1st ed., Vol. 1). CV Insan Cendekia Mandiri.

tukar dapat menurunkan minat investor terhadap obligasi, sedangkan kupon dan rating yang tinggi akan meningkatkan daya tarik obligasi di pasar sekunder ((Fama, 1970).⁹

Signalling Theory

Signalling Theory menjelaskan bahwa informasi yang disampaikan oleh penerbit atau kondisi ekonomi tertentu akan menjadi sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Spence, 1973).¹⁰ Dalam pasar obligasi, kupon dan rating menjadi sinyal kualitas instrumen investasi, sedangkan inflasi dan nilai tukar mencerminkan kondisi ekonomi makro. Tingkat kupon yang tinggi memberikan sinyal potensi imbal hasil yang lebih menarik, sementara rating yang tinggi menunjukkan risiko gagal bayar yang lebih rendah. Sinyal tersebut akan memengaruhi tingkat permintaan investor terhadap Obligasi Negara Ritel Syariah dan berdampak pada perubahan harga obligasi di pasar sekunder (Connelly et al., 2011).¹¹

Obligasi Negara Ritel Syariah

Obligasi Negara Ritel Syariah merupakan salah satu instrumen Surat Berharga Negara (SBN) berbasis syariah yang diterbitkan pemerintah untuk investor individu sebagai sarana investasi dan pembiayaan APBN. Instrumen ini memiliki karakteristik berupa kupon tetap, jaminan pembayaran oleh negara, dan dapat diperdagangkan di pasar sekunder setelah melewati masa minimum kepemilikan. Sebagai instrumen investasi syariah, Obligasi Negara Ritel Syariah menggunakan prinsip akad yang sesuai dengan ketentuan syariah dan menjadi bagian penting dalam pengembangan pasar keuangan syariah nasional (Naifar et al., 2022).

Periode penelitian ini menggunakan data Obligasi Negara Ritel Syariah tahun 2014–2024. Selama periode tersebut, instrumen obligasi syariah mengalami perkembangan yang signifikan baik dari sisi jumlah investor maupun nilai penerbitan. Perubahan tingkat kupon, kondisi ekonomi global, inflasi, serta volatilitas nilai tukar menyebabkan harga

⁹ Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>

¹⁰ Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>

¹¹ Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>

Obligasi Negara Ritel Syariah di pasar sekunder mengalami fluktuasi yang mencerminkan dinamika pasar keuangan dan persepsi risiko investor.

Inflasi

Inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus dalam suatu periode tertentu yang menyebabkan menurunnya daya beli masyarakat. Dalam teori pasar obligasi, inflasi berpengaruh negatif terhadap harga obligasi karena peningkatan inflasi akan mendorong investor meminta tingkat imbal hasil yang lebih tinggi. Akibatnya, harga obligasi di pasar sekunder cenderung mengalami penurunan. Sebaliknya, inflasi yang stabil akan meningkatkan daya tarik obligasi sebagai instrumen investasi berpendapatan tetap (Darul, 2025).¹² Dalam penelitian ini, inflasi diukur menggunakan tingkat inflasi tahunan berdasarkan Indeks Harga Konsumen (IHK) yang dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik.

Nilai Tukar (Kurs)

Nilai tukar atau kurs merupakan harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain. Nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat menjadi indikator penting dalam menilai stabilitas ekonomi dan memengaruhi keputusan investasi di pasar obligasi. Pelemahan nilai tukar rupiah dapat meningkatkan risiko investasi dan menurunkan minat investor terhadap obligasi berdenominasi rupiah sehingga harga obligasi cenderung mengalami penurunan. Sebaliknya, penguatan rupiah akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap pasar obligasi domestik (Fabozzi, 2021). Penelitian ini menggunakan kurs tengah rupiah terhadap dolar Amerika Serikat berdasarkan data Bank Indonesia.

Kupon

Kupon merupakan imbal hasil tetap yang diterima investor obligasi secara periodik selama masa berlaku obligasi. Tingkat kupon merupakan salah satu faktor penting yang memengaruhi ketertarikan investor terhadap obligasi karena berhubungan langsung dengan imbal hasil investasi yang diperoleh. Obligasi dengan tingkat kupon yang lebih tinggi cenderung lebih diminati oleh investor karena memberikan pendapatan yang lebih besar dibandingkan dengan obligasi dengan kupon rendah. Oleh karena itu, peningkatan tingkat kupon umumnya akan meningkatkan permintaan investor dan mendorong

¹² Darul, M. G. (2025). Telaah Teori Inflasi Menurut Al-Maqrizi dalam Perspektif Ekonomi Islam. *JSE: Jurnal Sharia Economica*, 4(2), 210–221. <https://doi.org/10.46773/jse.v4i2.2286>

kenaikan harga obligasi di pasar sekunder (Fabozzi, 2021; Gumanti, 2013)¹³. Dalam penelitian ini, kupon diukur berdasarkan tingkat kupon tetap obligasi negara ritel syariah yang diterbitkan pemerintah setiap tahunnya.

Rating

Rating obligasi merupakan penilaian terhadap kemampuan penerbit obligasi dalam memenuhi kewajiban pembayaran pokok dan imbal hasil kepada investor. Rating yang tinggi menunjukkan tingkat risiko gagal bayar yang rendah sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap instrumen obligasi. Sebaliknya, rating yang rendah mencerminkan risiko investasi yang lebih tinggi dan dapat menurunkan minat investor terhadap obligasi. Dalam konteks pasar obligasi syariah, rating juga mencerminkan stabilitas fiskal dan kredibilitas pemerintah dalam menjaga keberlanjutan pembiayaan negara (Smaoui & Ghouma, 2020).¹⁴

C. Metode Penelitian

Studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausalitas untuk menganalisis pengaruh faktor makroekonomi dan risiko investasi terhadap valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia pada periode 2014–2024. Pendekatan kuantitatif digunakan dalam penelitian ini karena bertujuan untuk menguji hubungan antarvariabel secara empiris dengan memanfaatkan data berbentuk angka serta analisis statistik. Desain kausalitas digunakan untuk menjelaskan hubungan sebab-akibat antara variabel independen berupa inflasi, nilai tukar USD/IDR, kupon, dan rating terhadap variabel dependen, yaitu harga Obligasi Negara Ritel Syariah di pasar sekunder (Takona, 2024).¹⁵

Objek studi mencakup seluruh seri Obligasi Negara Ritel Syariah yang diterbitkan pemerintah Indonesia dan diperdagangkan di pasar sekunder selama periode pengamatan. Studi ini menggunakan data sekunder berbentuk runtun waktu (time series) tahunan yang diperoleh dari berbagai sumber resmi, antara lain Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik, Bursa Efek Indonesia, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan

¹³ Gumanti, T. A. (2013). *Kebijakan Dividen Teori, Empiris dan Implikasi*.

¹⁴ Smaoui, H., & Ghouma, H. (2020). Sukuk market development and Islamic banks' capital ratios. *Research in International Business and Finance*, 51, 101064. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101064>

¹⁵ Takona, J. P. (2024). Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches / sixth edition. *Quality & Quantity*, 58(1), 1011–1013. <https://doi.org/10.1007/s11135-023-01798-2>

dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan, serta lembaga pemeringkat internasional seperti Fitch Ratings, Moody's, dan S&P Global Ratings. Data yang digunakan meliputi tingkat inflasi, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, tingkat kupon obligasi, rating negara Indonesia, dan harga Obligasi Negara Ritel Syariah di pasar sekunder.

Prosedur pengumpulan data dilakukan melalui metode dokumentasi dan studi kepustakaan. Metode dokumentasi dilaksanakan dengan menghimpun data numerik yang dipublikasikan dalam publikasi statistik, terbitan tahunan, serta data pasar keuangan resmi. Data inflasi diperoleh dari publikasi Indeks Harga Konsumen (IHK) Badan Pusat Statistik dan Bank Indonesia, data nilai tukar bersumber dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI), sedangkan data kupon dan harga Obligasi Negara Ritel Syariah diperoleh dari DJPPR Kementerian Keuangan serta Bursa Efek Indonesia. Adapun data rating diperoleh dari laporan lembaga pemeringkat internasional. Studi pustaka dilakukan dengan menelaah berbagai jurnal ilmiah, buku, dan kajian terdahulu yang berkaitan dengan pasar obligasi syariah, risiko investasi, dan faktor makroekonomi (Sugiyono, 2020).¹⁶

Teknik analisis data menggunakan analisis regresi linear berganda (Ordinary Least Squares/OLS) untuk menguji pengaruh inflasi, nilai tukar, kupon, dan rating terhadap valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah. Sebelum pengujian hipotesis dilakukan, studi ini terlebih dahulu melakukan analisis deskriptif untuk memberikan gambaran umum karakteristik data melalui nilai minimum, maksimum, rata-rata, serta standar deviasi. Selanjutnya, dilakukan pengujian asumsi klasik yang mencakup uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi untuk memastikan bahwa model regresi memenuhi kriteria estimasi yang bersifat tidak bias, efisien, dan konsisten (BLUE) (Sarstedt et al., 2022).¹⁷

Model regresi dalam studi ini dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 INF + \beta_2 KURS + \beta_3 KUPON + \beta_4 RATING + \varepsilon$$

Dimana :

Y : Harga Obligasi Negara Ritel Syariah

¹⁶ Sugiyono, Prof. D. (2020). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D* (Dr. I. Sutopo, Ed.; 2nd ed.). ALFABETA, CV.

¹⁷ Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Hair, J. F. (2022). Partial Least Squares Structural Equation Modeling. In *Handbook of Market Research* (pp. 587–632). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-57413-4_15

α	: Konstanta
$\beta_1 - \beta_4$	: Koefisien regresi
INF	: Inflasi
$KURS$	: Nilai tukar USD/IDR
$KUPON$	: Tingkat kupon obligasi
$RATING$	: Rating obligasi negara
ε	: Error term

Melalui pendekatan tersebut, studi ini diharapkan mampu memberikan gambaran empiris mengenai pengaruh faktor makroekonomi dan risiko investasi terhadap valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia, khususnya dalam konteks perkembangan pasar keuangan syariah dan dinamika ekonomi global pascapandemi.

D. Hasil dan Pembahasan

Bagian ini menyajikan hasil analisis empiris mengenai pengaruh inflasi, nilai tukar USD/IDR, kupon, dan rating terhadap valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia periode 2014–2024. Analisis dilakukan melalui statistik deskriptif, pengujian asumsi klasik, serta pengujian hipotesis menggunakan regresi linear berganda. Hasil studi selanjutnya diinterpretasikan dan dikaitkan dengan teori serta fenomena perkembangan pasar obligasi syariah di Indonesia guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai determinan valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah.

Hasil Studi

Hasil studi diawali dengan analisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian. Analisis ini penting dilakukan untuk memahami pola distribusi data, tingkat variasi, serta kondisi masing-masing variabel yang digunakan dalam studi, yaitu inflasi, nilai tukar USD/IDR, kupon, rating, dan harga Obligasi Negara Ritel Syariah selama periode pengamatan 2014–2024.

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk menyajikan ringkasan karakteristik data penelitian, yang meliputi nilai terendah, tertinggi, nilai rata-rata (mean), serta standar deviasi pada masing-masing variabel yang dianalisis.

Tabel 1. Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviasi
Inflasi	15	1.57	8.36	3.01	1.814
Kurs USD/IDR	15	11865	15545	14300.60	996.453
Kupon	15	4.90	9.00	6.47	1.222
Rating	15	10.00	11.00	10.73	0.458
Harga Obligasi Negara Ritel Syariah	15	96.75	104.22	101.18	2.202

Sumber : Data,diolah 2026

Berdasarkan Tabel diatas, tingkat inflasi selama periode pengamatan (N=15) memiliki rata-rata sebesar 3,01 dengan standar deviasi 1,814, berkisar antara 1,57% hingga 8,36%, yang menunjukkan bahwa inflasi mengalami fluktuasi cukup besar namun secara umum masih berada dalam rentang yang wajar bagi perekonomian Indonesia selama 2014-2024. Nilai tukar USD/IDR memiliki rata-rata sebesar Rp14.300,60 dengan standar deviasi 996,453, berkisar antara Rp11.865 hingga Rp15.545, yang mencerminkan tren pelemahan rupiah secara bertahap sejalan dengan kondisi ekonomi global dan domestik selama periode penelitian.

Variabel kupon memiliki rata-rata sebesar 6,47% dengan standar deviasi 1,222, berkisar antara 4,90% hingga 9,00%, yang menunjukkan adanya variasi tingkat imbal hasil Obligasi Negara Ritel Syariah sesuai kondisi pasar dan kebijakan penerbitan pemerintah. Sementara itu, rating Indonesia mencatat rata-rata sebesar 10,73 dengan standar deviasi 0,458 yang menunjukkan bahwa peringkat kredit Indonesia relatif stabil selama periode pengamatan.

Harga Obligasi Negara Ritel Syariah sebagai variabel dependen (N=15) memiliki rata-rata sebesar 101,18 dengan standar deviasi 2,202, berkisar antara 96,75 hingga 104,22. Hal ini menunjukkan bahwa harga obligasi di pasar sekunder mengalami fluktuasi yang relatif stabil selama periode penelitian.

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa model regresi memenuhi kriteria Best Linear Unbiased Estimator (BLUE). Pengujian asumsi klasik mencakup uji normalitas, multikolinearitas,

heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Hasil uji normalitas dengan metode Kolmogorov-Smirnov menunjukkan nilai Asymp. Sig. sebesar 0,200 atau lebih besar dari 0,05, sehingga residual model dinyatakan berdistribusi normal. Selain itu, hasil uji multikolinearitas memperlihatkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai tolerance di atas 0,10 dan nilai VIF di bawah 10, yang menunjukkan bahwa model regresi terbebas dari gejala multikolinearitas.

Uji heteroskedastisitas melalui metode scatterplot menunjukkan pola penyebaran residu yang acak dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga model regresi dinyatakan bebas dari heteroskedastisitas. Selain itu, hasil uji autokorelasi dengan metode Durbin-Watson menunjukkan nilai sebesar 1,821 yang berada dalam rentang 1,5-2,5, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung masalah autokorelasi. Dengan demikian, seluruh pengujian asumsi klasik mengindikasikan bahwa model regresi telah memenuhi kriteria kelayakan untuk digunakan dalam analisis lebih lanjut (Gujarati & Porter, 2021; Wooldridge, 2020).

Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen, yaitu inflasi, kurs USD/IDR, kupon, dan rating, terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah secara parsial.

Tabel 2. Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Koefisien (B)	t-hitung	Sig.
Konstanta	113.819	8.257	0.000
Inflasi	-1.025	-3.319	0.008
Kurs USD/IDR	-0.0025	-2.960	0.014
Kupon	0.723	1.815	0.100
Rating	2.028	1.296	0.224

Sumber: Data, diolah 2026

Hasil uji menunjukkan bahwa variabel inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah dengan nilai signifikansi sebesar 0,008 (lebih kecil dari 0,05) dan koefisien negatif sebesar -1,025, yang berarti kenaikan inflasi diikuti oleh penurunan harga obligasi. Variabel kurs USD/IDR juga terbukti berpengaruh signifikan dengan nilai signifikansi sebesar 0,014 dan koefisien negatif sebesar -0,0025, yang menunjukkan bahwa pelemahan rupiah terhadap dolar Amerika Serikat berasosiasi

dengan penurunan harga obligasi. Sementara itu, variabel kupon menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,100 (lebih besar dari 0,05) sehingga tidak berpengaruh signifikan pada taraf 5%, meskipun koefisiennya bernilai positif (0,723) dan mendekati ambang signifikansi 10%. Variabel rating juga tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap harga obligasi, dengan nilai signifikansi sebesar 0,224.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi harga Obligasi Negara Ritel Syariah. Semakin besar nilai R^2 , semakin kuat kemampuan model dalam menjelaskan hubungan antara variabel penelitian.

Tabel 3. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.817	.668	.535	1.502	1.821

Sumber: Data, diolah 2026

Nilai R^2 sebesar 0,668 menunjukkan bahwa inflasi, kurs USD/IDR, kupon, dan rating secara bersama-sama mampu menjelaskan variasi harga Obligasi Negara Ritel Syariah sebesar 66,8%. Dengan mempertimbangkan jumlah prediktor relatif terhadap ukuran sampel, nilai Adjusted R^2 sebesar 0,535 (53,5%) merupakan ukuran yang lebih tepat digunakan untuk menilai kekuatan penjelasan model secara keseluruhan, sedangkan sisanya sebesar 46,5% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model studi, seperti suku bunga acuan Bank Indonesia, likuiditas pasar sekunder, atau sentimen investor.

Pembahasan

Hasil studi menunjukkan bahwa inflasi dan nilai tukar USD/IDR menjadi faktor yang paling berpengaruh terhadap valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah di Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor lebih mempertimbangkan kondisi makroekonomi dibandingkan karakteristik internal obligasi dalam pengambilan keputusan investasi obligasi syariah. Dalam perspektif Signalling Theory, inflasi dan nilai tukar dipandang sebagai sinyal mengenai stabilitas ekonomi makro yang memengaruhi persepsi risiko investor terhadap obligasi di pasar sekunder (Spence, 1973). Sementara itu, meskipun teori penilaian obligasi (Bond Valuation Theory) dari Frank J. Fabozzi

menyatakan bahwa tingkat kupon idealnya memiliki hubungan erat dengan permintaan investor karena mencerminkan tingkat pengembalian investasi (Fabozzi, 2021), hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh kupon terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah belum signifikan secara statistik pada periode penelitian, sehingga karakteristik internal obligasi tersebut belum menjadi pertimbangan utama investor dibandingkan kondisi makroekonomi.

Variabel inflasi menunjukkan arah pengaruh negatif terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah dan pengaruh tersebut signifikan secara statistik (nilai signifikansi 0,008). Kondisi ini menunjukkan bahwa peningkatan inflasi cenderung menurunkan harga obligasi karena investor mengharapkan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi untuk mengompensasi penurunan daya beli (Wijayantini et al., 2022).¹⁸ Hasil tersebut mendukung teori pasar obligasi yang menyatakan bahwa inflasi berhubungan negatif dengan harga obligasi (Darul, 2025). Temuan ini konsisten dengan pengujian statistik yang menunjukkan bahwa pengaruh inflasi terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah signifikan pada taraf 5% selama periode penelitian, sehingga investor perlu memperhitungkan risiko inflasi dalam menilai instrumen ini. Nilai tukar USD/IDR juga menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah. Temuan ini mengindikasikan bahwa pelemahan rupiah terhadap dolar Amerika Serikat turut menjadi pertimbangan investor domestik dalam menilai instrumen obligasi syariah pemerintah, sekalipun Obligasi Negara Ritel Syariah memiliki karakteristik risiko gagal bayar yang rendah dan dijamin oleh pemerintah. Hal ini menunjukkan bahwa persepsi risiko nilai tukar tetap relevan meskipun instrumen ini tergolong aman dari sisi risiko kredit.

Sementara itu, rating memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap harga obligasi. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa stabilitas peringkat kredit Indonesia selama periode pengamatan belum memberikan perubahan signifikan terhadap valuasi obligasi syariah di pasar sekunder. Meskipun demikian, rating tetap menjadi indikator penting dalam menilai kemampuan pemerintah untuk memenuhi

¹⁸ Wijayantini, B., Darmawan, M. R., & Arif, A. (2022). *Relevance of Free Cash Flow, Profitsability, Liquidity, Leverage, Firm Size, and Price Earnings Ratio to Dividend Policy*. (2nd ed., Vol. 2, pp. 209–221). European Alliance for Innovation.

kewajiban pembayaran obligasi dan menjaga stabilitas fiskal negara (Fahmi et al., 2025¹⁹; Smaoui & Ghouma, 2020).

Secara keseluruhan, hasil studi memperlihatkan bahwa faktor internal obligasi, khususnya kupon, lebih dominan memengaruhi valuasi Obligasi Negara Ritel Syariah dibandingkan dengan faktor makroekonomi eksternal. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa investor obligasi syariah di Indonesia cenderung lebih mempertimbangkan stabilitas imbal hasil dan keamanan investasi dalam pengambilan keputusan investasi, terutama di tengah dinamika ketidakpastian ekonomi global dan perkembangan pasar keuangan syariah nasional.

E. Penutup

Hasil analisis menunjukkan bahwa inflasi dan nilai tukar USD/IDR merupakan faktor yang berpengaruh signifikan terhadap harga Obligasi Negara Ritel Syariah, dengan arah hubungan negatif untuk kedua variabel, sedangkan kupon dan rating tidak menunjukkan pengaruh signifikan secara parsial. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa investor cenderung lebih mempertimbangkan kondisi makroekonomi selama proses valuasi dibandingkan dengan karakteristik internal instrumen obligasi dalam menentukan keputusan investasi pada obligasi negara syariah.

Secara teoritis, studi ini memperkuat Efficient Market Hypothesis dan Signalling Theory yang menjelaskan bahwa informasi terkait kondisi makroekonomi menjadi sinyal utama yang memengaruhi persepsi investor terhadap instrumen keuangan. Dalam konteks pasar obligasi syariah, inflasi dan nilai tukar dipersepsikan sebagai indikator utama risiko dan stabilitas ekonomi, sementara karakteristik internal instrumen seperti kupon belum sepenuhnya menjadi determinan dominan dalam valuasi obligasi negara syariah di Indonesia pada periode penelitian ini.

Temuan studi ini juga menunjukkan bahwa harga Obligasi Negara Ritel Syariah tetap responsif terhadap dinamika inflasi dan volatilitas nilai tukar, meskipun risikonya gagal bayar relatif rendah karena dijamin oleh pemerintah. Kondisi tersebut memperlihatkan bahwa instrumen obligasi syariah pemerintah tidak sepenuhnya

¹⁹ Fahmi, A. B., Satya, A. M., Setiyono, J., Wijayantini, B., & Abusaada, H. A. Y. (2025). Crypto Regulation and Anti Money Laundering in Indonesia: A Comparative European Union and Switzerland. *Jurnal Pembangunan Hukum Indonesia*, 7(3), 514–541. <https://doi.org/10.14710/jphi.v7i3.514-541>

terisolasi dari fluktuasi makroekonomi, sehingga investor tetap perlu memperhitungkan risiko pasar di samping keamanan kredit yang ditawarkan instrumen ini.

Dalam konteks implementatif, temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa investor perlu memberi perhatian lebih pada kondisi makroekonomi, terutama pergerakan inflasi dan nilai tukar rupiah, ketika membuat keputusan investasi berbasis syariah. Bagi pemerintah dan regulator, hasil ini dapat menjadi dasar dalam merumuskan strategi penerbitan Obligasi Negara Ritel Syariah yang lebih kompetitif, stabil, dan berkelanjutan guna memperkuat pengembangan pasar keuangan syariah di Indonesia.

Meskipun demikian, studi ini masih memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu diungkapkan secara eksplisit. Pertama, jumlah observasi yang digunakan tergolong kecil ($N=15$) dengan derajat bebas residual yang terbatas ($df=10$) relatif terhadap empat variabel bebas dalam model, sehingga kekuatan (power) pengujian statistik masih terbatas dan hasil perlu diinterpretasikan secara hati-hati. Kedua, periode dan cakupan data tahunan yang terbatas menyebabkan model belum dapat menangkap dinamika bulanan atau triwulanan yang mungkin lebih relevan bagi harga obligasi di pasar sekunder. Ketiga, studi ini belum memasukkan variabel kontrol lain yang berpotensi relevan, seperti suku bunga acuan Bank Indonesia (BI Rate/BI 7-Day Reverse Repo Rate) maupun indikator risiko pasar global. Oleh karena itu, studi selanjutnya disarankan untuk menggunakan data dengan frekuensi yang lebih tinggi (misalnya bulanan) atau desain data panel antarseri sukuk ritel guna memperbesar jumlah observasi, serta mengembangkan model analisis dengan memasukkan variabel lain seperti suku bunga syariah, risiko pasar global, serta indikator ESG dan stabilitas fiskal agar mampu memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika valuasi obligasi negara syariah di Indonesia.

Referensi

- Alkhan, A. M., & Hassan, M. K. (2021). Does Islamic microfinance serve maqāsid al-shari'a? *Borsa Istanbul Review*, 21(1), 57–68. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.07.002>
- Aman, A., Naim, A. M., Isa, M. Y., & Ali, S. E. A. (2022). Factors affecting sukuk market development: empirical evidence from sukuk issuing economies. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 15(5), 884–902. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2020-0105>
- Arniwita, E. T. K., Abriyoso, O., & Wijyantini, B. (2021). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. (1st ed., Vol. 1). CV Insan Cendekia Mandiri.

- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Darul, M. G. (2025). Telaah Teori Inflasi Menurut Al-Maqrizi dalam Perspektif Ekonomi Islam. *JSE: Jurnal Sharia Economica*, 4(2), 210–221. <https://doi.org/10.46773/jse.v4i2.2286>
- DataIndonesia.id. (2025, September 16). *Data Jumlah Investor di Pasar Modal berdasarkan Instrumen Investasi pada 2020 hingga Juli 2025*. https://DataIndonesia.Id/Pasar-Saham/Detail/Data-Jumlah-Investor-Di-Pasar-Modal-Berdasarkan-Instrumen-Investasi-Pada-2020-Hingga-Juli-2025?Utm_source=chatgpt.Com.
- DJPPR Kemenkeu. (2024, April 1). *SR020 Sukses Mengajak 32.861 Investor Milenial Untuk Mempersiapkan Masa Depan Sejahtera*. <https://Djppr.Kemenkeu.Go.Id/KphasilpenjualanSr020>.
- Fabozzi, F. J. (2021). *Bond markets, analysis, and strategies*. MIT Pres.
- Fahmi, A. B., Satya, A. M., Setiyono, J., Wijayantini, B., & Abusaada, H. A. Y. (2025). Crypto Regulation and Anti Money Laundering in Indonesia: A Comparative European Union and Switzerland. *Jurnal Pembangunan Hukum Indonesia*, 7(3), 514–541. <https://doi.org/10.14710/jphi.v7i3.514-541>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Gumanti, T. A. (2013). *Kebijakan Dividen Teori, Empiris dan Implikasi*.
- Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., Danks, N. P., & Ray, S. (2021). *Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-80519-7>
- Naifar, N. (2016). Do global risk factors and macroeconomic conditions affect global Islamic index dynamics? A quantile regression approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 29–39. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.10.004>
- Naifar, N., Tiwari, A. K., & Alhashim, M. (2022). How COVID-19 pandemic, global risk factors, and oil prices affect Islamic bonds (Sukuk) prices? New insights from time-frequency analysis. *Review of Financial Economics*, 40(3), 312–331. <https://doi.org/10.1002/rfe.1158>
- Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Hair, J. F. (2022). Partial Least Squares Structural Equation Modeling. In *Handbook of Market Research* (pp. 587–632). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-57413-4_15
- Smaoui, H., & Ghouma, H. (2020). Sukuk market development and Islamic banks' capital ratios. *Research in International Business and Finance*, 51, 101064. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101064>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sugiyono, Prof. D. (2020). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D* (Dr. I. Sutopo, Ed.; 2nd ed.). ALFABETA, CV.
- Takona, J. P. (2024). Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches / sixth edition. *Quality & Quantity*, 58(1), 1011–1013. <https://doi.org/10.1007/s11135-023-01798-2>
- Wijayantini, B., Darmawan, M. R., & Arif, A. (2022). *Relevance of Free Cash Flow, Profitsability, Liquidity, Leverage, Firm Size, and Price Earnings Ratio to Dividend Policy*. (2nd ed., Vol. 2, pp. 209–221). European Alliance for Innovation.