

# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Masalah

Defisit anggaran berkaitan erat dengan pembangunan ekonomi yang terus-menerus memperhatikan seluruh kondisi keuangan negara. Pemerintah telah menerapkan kebijakan anggaran yang bersifat ekspansi demi meningkatkan kualitas ekonomi selama satu setengah dekade terakhir ini. Kebijakan tersebut dilakukan karena pemerintah memiliki pandangan bahwa pada kenyataannya pertumbuhan ekonomi lebih rendah daripada potensi yang diperkirakan.

Hal ini sesuai dengan prinsip penentuan arah kebijakan fiskal yang idealnya bersifat *countercyclical*. Ketika pertumbuhan ekonomi aktual berada di bawah pertumbuhan ekonomi potensial, kebijakan yang diambil adalah kebijakan anggaran yang ekspansif. Sebaliknya, jika pertumbuhan ekonomi aktual melebihi potensialnya, kebijakan anggaran yang diambil adalah kebijakan anggaran yang kontraktif.

Dalam kebijakan anggaran yang ekspansif, pemerintah mengeluarkan lebih banyak anggaran untuk belanja negara daripada fokus pada pendapatan negara, dan hal ini dikenal sebagai kebijakan anggaran defisit. Akibatnya dari kebijakan ini adalah peningkatan jumlah uang yang beredar dibandingkan dengan jumlah yang ditarik oleh pemerintah. Likuiditas ekonomi di masyarakat

akan meningkat dan berdampak pada peningkatan permintaan dan penawaran barang dan jasa, serta berdampak pada aspek lain seperti penambahan.

Penerapan kebijakan anggaran defisit juga memiliki dampak terhadap kebutuhan pemerintah dalam menyediakan dana untuk menutup selisih antara pendapatan dan belanja negara. Seiring berjalannya sejarah di Indonesia, pemerintah telah menggunakan berbagai instrumen untuk membiayai defisit anggaran, termasuk pencetakan uang, pinjaman langsung (*direct loan*), dan penerbitan Surat Berharga Negara (SBN). Pencetakan uang pernah digunakan sebagai sumber pembiayaan defisit pada masa orde lama. Namun, kebijakan ini telah dihentikan karena memberikan dampak negatif pada perekonomian, terutama meningkatnya inflasi yang disebabkan oleh peningkatan jumlah uang yang beredar tanpa diimbangi dengan peningkatan pasokan barang dan jasa.

Pemerintah Orde Baru tahun 1968 hingga 1998 bergantung pada pinjaman luar negeri melalui berbagai cara baik itu secara bilateral dari negara-negara donor ataupun secara multilateral dari berbagai Lembaga multinasional dengan tujuan untuk membiayai kebutuhan pembangunan. Era itu berakhir pada tahun 1997-1998 dengan munculnya krisis ekonomi di daerah Asia Timur. Menjelang krisis utang Indonesia meningkat pesat baik itu utang luar negeri sektor negeri maupun swasta. Kurangnya upaya perlindungan dalam situasi ini tentu sangat berdampak besar terkait kondisi makro ekonomi di Indonesia.

Sistem pengelolaan nilai tukar rupiah tidak terkendali sehingga pada tahun 1997 pengelolaan nilai tukar diserahkan oleh pasar. Pada saat itu nilai rupiah terjun dari sekitar Rp 2.500/USD menjadi Rp 10.000/USD pada puncak

krisis moneter di tahun 1998. Saat itu pemerintah mengalami kesulitan untuk melunasi utang-utang luar negerinya, hal yang sama jika ini terjadi di suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan mengalami *default* atau gagal bayar terhadap utang-utangnya. Total utang publik dan pemerintah pada akhir 1997 diketahui sebesar USD60,5 miliar atau 28% dari Produk Domestik Bruto (PDB), sisanya dalam utang domestik masih belum diketahui atau belum ada. Akibat dari pelemahan mata uang rupiah, jumlah utang semakin membengkak menjadi Rp 1.270 triliun atau 102% dari PDB pada akhir tahun 2000.

Pemerintah melakukan program restrukturisasi/rekapitalisasi perbankan dengan menerbitkan surat utang negara dengan jumlah yang sangat besar Rp633 triliun (50% dari PDB tahun 1999). Jumlah tersebut terbagi menjadi 2 bagian meliputi, Rp240 triliun dalam bentuk surat utang negara untuk membiayai program rekapitalisasi bank-bank rekap, dan sebesar Rp233 triliun berupa surat utang kepada Bank Indonesia untuk dilakukan pengambilalihan hak tagih Bank Indonesia yang bertujuan untuk Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI) sekaligus untuk membiayai program penjaminan dana pihak ketiga, serta jawaban lain dari berbagai bank yang mengalami status beku atau berhenti pengoperasiannya.

Dalam pengoprasian awal mekanisme penerbitan obligasi tidak semerta-merta terdaftar ke dalam pasar modal. Hal ini dikatakan lazim pada masanya, mengingat kondisi pasar modal yang belum pulih pada tahun 1998, sementara jumlah emisi sangat besar. Aspek fiskal menjadi prioritas utama daripada aspek pasar yang bertujuan untuk mengurangi beban APBN dalam

jangka pendek. Setelah melewati masa krisis penerbitan surat utang yang dipersiapkan untuk jangka panjang telah menjadi salah satu instrumen di pasar modal.

Pada tahun 2000, fokus utama pemerintah bergeser untuk memprioritaskan pendanaan dalam negeri dengan cara menerbitkan Surat Berharga Negara (SBN). Langkah ini memberikan keuntungan kepada pemerintah dalam mengumpulkan dana dari masyarakat serta memastikan penggunaannya memberikan manfaat lebih besar bagi perekonomian domestik. Walaupun demikian, pemerintah juga tetap menggunakan sumber pendanaan dari luar negeri melalui dua cara, yaitu dengan menerbitkan SBN dalam mata uang asing dan melalui pinjaman langsung (*direct loan*). Hal ini bertujuan sebagai pelengkap untuk mendukung pendanaan dalam negeri. (Haryanto, 2016)

Selain itu, salah satu cara yang digunakan pemerintah untuk mendapatkan pembiayaan dalam rangka mengatasi defisit pada Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) adalah dengan menjual Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). SBSN merupakan instrumen keuangan yang diterbitkan oleh pemerintah dengan prinsip-prinsip syariah sebagai dasar operasionalnya. Dalam menjual SBSN, pemerintah menawarkan surat berharga kepada masyarakat atau lembaga keuangan dengan tujuan untuk mengumpulkan dana guna mendanai proyek-proyek pembangunan dan memenuhi kebutuhan fiskal negara (Mahendra, 2020).

Penjualan SBSN memiliki beberapa keunggulan dibandingkan dengan instrumen keuangan konvensional. Salah satunya adalah adanya prinsip syariah yang menjadi dasar dalam struktur dan mekanisme SBSN. Prinsip-prinsip syariah ini mencakup larangan *riba* (bunga), spekulasi, dan unsur-unsur *gharar* (ketidakpastian). Dengan adanya prinsip-prinsip ini, SBSN memberikan alternatif investasi yang sesuai dengan nilai-nilai syariah bagi masyarakat muslim, serta dapat menarik minat investor dari dalam dan luar negeri (Jatmika & Ningsih, 2018).

Penjualan SBSN juga dapat membantu pemerintah dalam mengelola defisit APBN. Defisit APBN terjadi ketika pengeluaran pemerintah melebihi pendapatannya. Dalam situasi seperti ini, pemerintah perlu mencari sumber pembiayaan tambahan untuk menjaga stabilitas fiskal negara. Salah satunya adalah dengan menjual SBSN. Dalam proses penjualan ini, pemerintah menerbitkan surat berharga dengan jangka waktu tertentu dan suku bunga yang telah ditetapkan. Masyarakat atau lembaga keuangan yang tertarik dengan investasi tersebut dapat membeli SBSN dan akan mendapatkan keuntungan berupa pembayaran bunga secara periodik dan pengembalian pokok saat jatuh tempo (Sitorus, Pasar Obligasi Indonesia Teori dan Praktik, 2015).

Selain sebagai sumber pembiayaan, penjualan SBSN juga memiliki peran penting dalam pengembangan pasar modal syariah di Indonesia. Dalam beberapa tahun terakhir, pasar modal syariah di Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan. Penjualan SBSN menjadi salah satu faktor yang mendorong pertumbuhan ini, karena SBSN merupakan salah satu instrumen

utama dalam pasar modal syariah. Pertumbuhan pasar modal syariah yang kuat juga memberikan dampak positif bagi perekonomian nasional, seperti peningkatan investasi, penciptaan lapangan kerja, dan meningkatkan daya saing sektor keuangan Indonesia di tingkat global (Armadiyanti, 2016).

Sukuk negara atau disebut Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). SBSN adalah instrumen keuangan yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia berdasarkan prinsip-prinsip syariah atau hukum Islam tercantum dalam Undang-undang No. 19 Tahun 2009 tentang Surat Berharga Syariah Nasional (SBSN). SBSN merupakan alternatif dari Surat Utang Negara (SUN) konvensional, yang diterbitkan oleh Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia. Tujuan dari penerbitan SBSN adalah untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan pemerintah dalam skala besar, sambil mematuhi prinsip-prinsip syariah, SBSN memiliki resiko rendah. (Hariyanto, 2017)

Hal ini berkaitan dengan pertumbuhan pesat industri keuangan syariah di Indonesia karena kesadaran masyarakat dalam menggunakan produk-produk keuangan berbasis syariah. Salah satu instrumen SBN yang sesuai dengan prinsip syariah adalah Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara, yang terdiri dari tiga jenis, yaitu Sukuk Negara Ritel (SR), Sukuk Negara Tabungan (ST), dan *Cash Waqf Linked Sukuk* (CWLS) (Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, 2021). Sejak diberlakukannya Undang-undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara

(SBSN) atau Sukuk Negara, pemerintah telah menggunakan Sukuk Negara sebagai salah satu instrumen pembiayaan APBN (Hariyanto, 2016).

Sukuk negara yang ditawarkan ini sesuai dengan prinsip syariah dan telah mendapatkan validasi dari Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Produk sukuk ini menarik minat para investor di pasar modal syariah karena dapat dibeli dengan jumlah minimal satu unit, dengan harga satu unit sebesar 1 juta. Selain itu, tingkat imbal hasil (*yield*) yang diberikan cukup besar, yaitu di atas 4%, dan pembayaran imbal hasil serta uang pokok pada saat jatuh tempo (*maturity*) menjamin keamanan berdasarkan undang-undang.

SBSN terdiri dari dua jenis sukuk dan masing-masing memiliki keunggulannya tergantung profil resiko yang akan diambil para investor. Pertama, sukuk tabungan biasanya memiliki tenor selama 2 tahun, sementara sukuk ritel memiliki tenor selama 3 tahun. Sukuk negara ritel dapat diperjualbelikan di pasar sekunder, sedangkan sukuk negara tabungan memiliki fasilitas penebusan awal (*early redemption*), di mana pemegang sukuk dapat mencairkan maksimal 50% dari total kepemilikan dengan memiliki minimal 2 juta. Penebusan ini dilakukan oleh pemerintah sebelum waktu jatuh tempo (*maturity*) tanpa dikenakan biaya penebusan (*redemption cost*).

Terdapat dua jenis sukuk berdasarkan siapa penerbitnya. Sukuk negara ritel dan sukuk korporasi ritel adalah instrumen investasi syariah yang diterbitkan oleh pemerintah dan perusahaan, masing-masing, untuk investor individu Warga Negara Indonesia (OJK, 2020). Sukuk negara ritel memiliki

risiko yang lebih rendah karena dijamin oleh pemerintah, sedangkan sukuk korporasi ritel memiliki risiko yang lebih tinggi karena hanya dijamin oleh perusahaan. Karena tingkat risiko yang berbeda sehingga pangsa pasar pun memiliki nilai yang berbeda. Berikut adalah tabel nilai *outstanding* dan pangsa pasar Sukuk Ritel Negara dan Sukuk Ritel Korporasi tahun 2016-2022:

**Table 1.1**  
**Data Perkembangan Sukuk di Indonesia 2016-2022**  
(Triliun)

Tahun	Sukuk Ritel Negara		Sukuk Korporasi	
	Outstanding	Pangsa Pasar	Outstanding	Pangsa Pasar
2016	31,50	13,3%	11,87	0,43%
2017	14,03	13,3%	15,74	0,48%
2018	8,43	14,4%	22,03	0,59%
2019	21,11	15,2%	29,82	0,73%
2020	37,80	16,0%	30,35	0,57%
2021	43,70	17,2%	34,77	0,56%
2022	45,38	18,2%	42,50	0,61%

Sumber: DJPPR dan OJK, (diolah)

Dari tabel diatas, pada tahun 2016 nilai sukuk korporasi yang beredar baru mencapai sekitar Rp11,87 triliun dengan pangsa pasar sekitar 0,43 persen dari total obligasi dan sukuk korporasi. Pada tahun 2017, nilai sukuk korporasi yang beredar meningkat menjadi sekitar Rp15,74 triliun. Lalu pada tahun 2018 dan 2019, nilai sukuk korporasi yang beredar meningkat masing- masing menjadi Rp22,03 triliun dan Rp29,82 triliun. Pada tahun 2020 nilai sukuk korporasi mengalami kenaikan lagi menjadi Rp30,77 triliun dan terus meningkat pada tahun 2021 dan 2022 menjadi Rp34,47 triliun dan Rp42,40 triliun. Pangsa pasar sukuk korporasi dari tahun 2016 sampai 2019 mengalami kenaikan masing-masing menjadi 0,43 persen, 0,59 persen, 0,73 persen. Namun, pada



tahun 2020 pangsa pasar turun di 0,57 persen dan pada tahun 2020 hingga 2022 mulai bertumbuh di 0,57 persen, 0,56 persen dan 0,61 persen.

Di sisi lain, pada tahun 2016 nilai sukuk ritel negara yang beredar sekitar Rp31,50 triliun dengan pangsa pasar sebesar 13,3 persen dari total Surat Berharga keseluruhan. Pada tahun 2017 dan 2018, nilai sukuk ritel negara yang beredar menurun berturut-turut menjadi Rp14,03 triliun dan Rp 8,3 triliun dengan pangsa pasar 13,3 persen dan 14,4 persen. Lalu pada tahun 2019 sampai 2022, nilai sukuk ritel negara mulai bertumbuh lagi sekitar Rp21,03 triliun, Rp37,80 triliun, Rp43,70 triliun, dan Rp45,28 triliun. Dengan pangsa pasar 15,2 persen, 16,0 persen, 17,2 persen, dan 18,2 persen. Pertumbuhan positif ini terjadi karena pemerintah yang setiap tahunnya selalu menerbitkan sukuk negara sebagai sumber pembiayaan APBN.

Suku bunga merupakan faktor utama yang mempengaruhi imbal hasil sukuk. Ketika suku bunga mengalami kenaikan, harga sukuk cenderung turun yang mengakibatkan kenaikan imbal hasil (*yield*). Keadaan sebaliknya jika suku bunga turun, harga sukuk akan naik, yang akan mengakibatkan penurunan imbal hasil. Hal ini menyebabkan hubungan terbalik antara suku bunga dan imbal hasil. Sedangkan rasio imbal hasil (*Yield ratio*) adalah perbandingan antara imbal hasil dari suatu sukuk dengan suku bunga acuan (*benchmark*). Rasio ini merupakan gambaran keuntungan yang akan diterima. Jika rasio imbal hasil sukuk lebih tinggi dari suku bunga acuan, sukuk cenderung banyak diminati karena nilai valuasi yang baik. Namun, jika rasio imbal hasil sukuk lebih rendah dari suku bunga acuan sukuk akan sedikit diminati karena valuasi yang buruk.

Selain suku bunga, *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi diperkirakan dapat mempengaruhi *Yield* obligasi. *Yield* obligasi, yang didefinisikan sebagai tingkat bunga yang diterima oleh investor dalam bentuk persentase dari nilai aset yang dibeli, dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk risiko kredit. CDS, sebagai instrumen derivatif yang memungkinkan investor untuk mengelola risiko kredit, dapat mempengaruhi *Yield* obligasi dengan cara memungkinkan investor untuk mengelola risiko kredit, yang dapat mempengaruhi *Yield* obligasi, harga obligasi dan risiko pasar. Menurut Lia Ernawati (2022) naiknya CDS (*Credit Default Swap*) dapat mempengaruhi *Yield* obligasi dengan cara meningkatkan risiko gagal bayar suatu perusahaan. Dengan demikian, investor meminta bunga yang lebih tinggi untuk mengimbangi risiko tersebut, sehingga *Yield* obligasi meningkat. Berdasarkan hasil penelitian yang dikemukakan dalam beberapa sumber, inflasi dapat berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *Yield* obligasi. Hal ini dikarenakan inflasi yang meningkat dapat mengurangi daya beli masyarakat, sehingga investor meminta imbal hasil yang lebih besar untuk menutup kerugian yang diantisipasi dari penurunan nilai uang (Auliya & Hidayati, 2023).

BI7DRR, CDS dan Inflasi memiliki pengaruh positif terhadap tingkat imbal hasil sukuk. Menurut Kumar (2012) perubahan laju inflasi dapat berdampak pada investasi surat-surat berharga sehingga tingkat risiko dalam berinvestasi meningkat dan membuat investor memiliki CDS. Berikut tabel 1.2 mengenai data BI7DRRR, CDS dan Inflasi sesuai seri Sukuk Negara Ritel;

**Tabel 1.2**  
**Analisis Rasio Imbal Hasil Melalui BI7DRRR, CDS dan Inflasi Sukuk Ritel Pada Periode 2015-2022 di Pasar Modal Syari'ah**

Seri	Tanggal Penerbitan	BI7DRR		CDS		Inflasi		Kupon	
SR007	23-Feb-15	7.50%		1.33%		6.29%		8.25%	
SR008	10-Mar-16	6,75%	↓	1.95%	↑	4.45%	↓	8,30%	↑
SR009	22-Mar-17	4,75%	↓	1.25%	↓	3.61%	↓	6,90%	↓
SR010	21-Mar-18	4,25%	↓	1.02%	↓	3.40%	↓	5,90%	↓
SR011	26-Mar-19	6,00%	↑	1.03%	↓	2.48%	↑	8,05%	↑
SR012	26-Mar-20	4,75%	↓	2.06%	↑	2.96%	↑	6,30%	↓
SR013	30-Sep-20	4,00%	↓	1.15%	↓	1.42%	↓	6,05%	↓
SR014	24-Mar-21	3,50%	↓	0.89%	↓	1.37%	↓	5,47%	↓
SR015	22-Sep-21	3,50%	-	0.82%	↓	1.60%	↑	5,10%	↓
SR016	23-Mar-22	3,50%	-	0.83%	↓	2.64%	↑	4,95%	↓
SR017	21-Sep-22	4,25%	↑	1.57%	↑	5.95%	↑	5,90%	↑

Sumber: [www.djppr.kemenkeu.go.id](http://www.djppr.kemenkeu.go.id), Bank Indonesia dan [investing.com](http://investing.com), diakses 1 Januari 2024 (diolah)

Keterangan

↑ = Mengalami peningkatan dari seri sebelumnya

↓ = Mengalami penurunan dari seri sebelumnya

— = Tidak mengalami penurunan dan peningkatan dari seri sebelumnya

Berdasarkan tabel 1.1 diatas, BI 7-Days Reverse Repo Rate (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi mengalami fluktuasi begitupun pergerakan rasio kupon mengalami fluktuasi yang signifikan. Pada seri SR007

penerbitan 25 Februari 2015, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), CDS dan Inflasi masing-masing berada di 7,50% 1,33% dan 6.29% dengan Kupon mencapai 8,25% sebesar Rp 825.000/tahun.

Pada seri SR008 penerbitan 10 Maret 2016, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR) menurun dari seri sebelumnya di angka 6,75% sebaliknya CDS meningkat dari seri sebelumnya sebesar 1,95% dan Inflasi menurun di angka 4.45% dengan Kupon naik di angka 8,30% sebesar RP 830.000/tahun.

Pada seri SR009 penerbitan 21 Maret 2017, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi menurun dari seri sebelumnya masing-masing sebesar 4.75%, 1.25% dan 3.61% dengan kupon menurun dari seri sebelumnya di angka 6,90% atau sebesar Rp 690.000/tahun.

Pada seri SR010 penerbitan 21 Maret 2018, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR) mengalami penurunan dari seri sebelumnya sebesar 4,25% BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi menurun dari seri sebelumnya masing-masing sebesar 4.25%, 1.02% dan 3.40% dengan kupon mengalami penurunan dari seri sebelumnya di angka 5,90% atau sebesar Rp 590.000/tahun.

Pada seri SR011 penerbitan 26 Maret 2019, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR) dan Inflasi mengalami kenaikan dari seri sebelumnya masing-masing sebesar 6,00% dan 2.48%. sedangkan CDS mengalami penurunan dari seri sebelumnya sebesar 1.03% dengan kupon yang mengalami kenaikan pesat dari seri sebelumnya di angka 8,05% atau sebesar Rp 805.000/tahun.

Pada seri SR012 penerbitan 26 Maret 2020, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR) menurun dari seri sebelumnya sebesar 4,75%, sedangkan CDS dan Inflasi mengalami kenaikan masing-masing sebesar 2.06% dan 2.96% dengan kupon menurun dari seri sebelumnya di angka 6,30% atau sebesar Rp 630.000/tahun.

Pada seri SR013 penerbitan 30 September 20, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), CDS dan Inflasi menurun dari seri sebelumnya masing-masing sebesar 4,00%, 1.15% dan 1.42% dengan tingkat kupon menurun dari seri sebelumnya di angka 6,05% atau sebesar Rp 605.000/tahun.

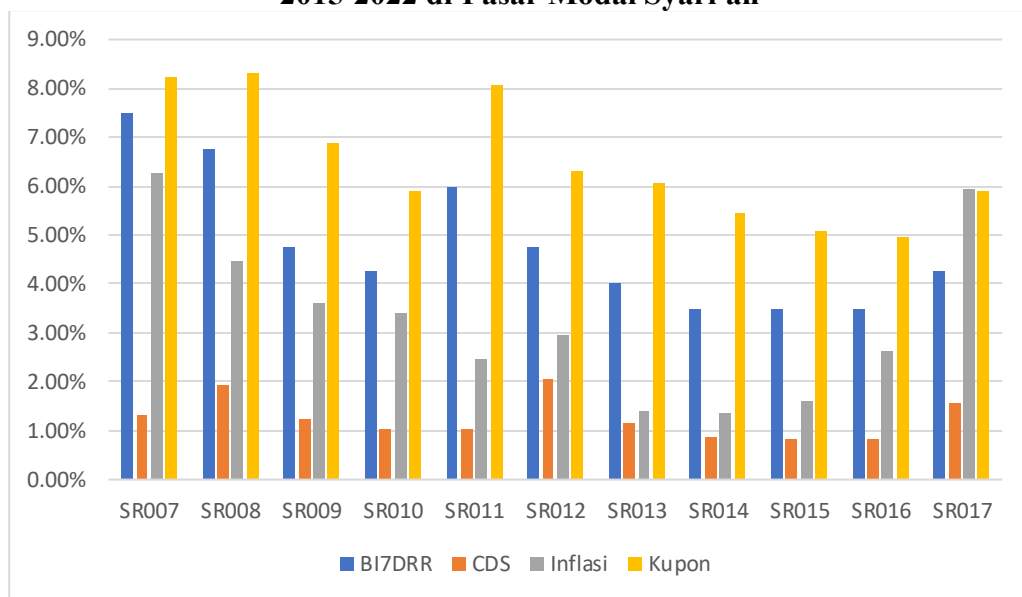
Pada seri SR014 penerbitan 22 Maret 2021, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), CDS dan Inflasi menurun dari seri sebelumnya masing-masing sebesar 3.50%, 0.89% dan 1.37% dengan Rasio Imbal Hasil menurun dari seri sebelumnya di angka 5.47% atau sebesar Rp 547.000/tahun.

Pada seri SR015 penerbitan 22 September 2021, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR) tidak mengalami perubahan dari seri sebelumnya dan tetap di angka 3,50%, sedangkan CDS menurun dari seri sebelumnya sebesar 0.82% dan Inflasi meningkat sebesar 1.60% dengan kupon menurun dari seri sebelumnya di angka 5,10% atau sebesar Rp 510.000/tahun.

Pada seri SR016 penerbitan 23 Maret 2022, BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR) tidak mengalami perubahan dari seri sebelumnya dan tetap di angka 3,50%, sedangkan CDS dan Inflasi meningkat masing-masing sebesar 0.83% dan 2.64% dengan kupon menurun dari seri sebelumnya di angka 4,95% atau sebesar Rp 495.000/tahun.

Pada seri SR017 penerbitan 21 September 2022, BI 7-Days Reverse Repo Rate (BI7DRRR), CDS dan Inflasi mengalami peningkatan masing-masing sebesar 4.25%, 1.57% dan 5.95% dengan nilai kupon meningkat dari seri sebelumnya di angka 5,90% atau sebesar Rp 590.000/tahun.

**Grafik 1.1**  
**BI7DRR, CDS dan Inflasi Terhadap Tingkat Kupon Sukuk Ritel Periode 2015-2022 di Pasar Modal Syari'ah**



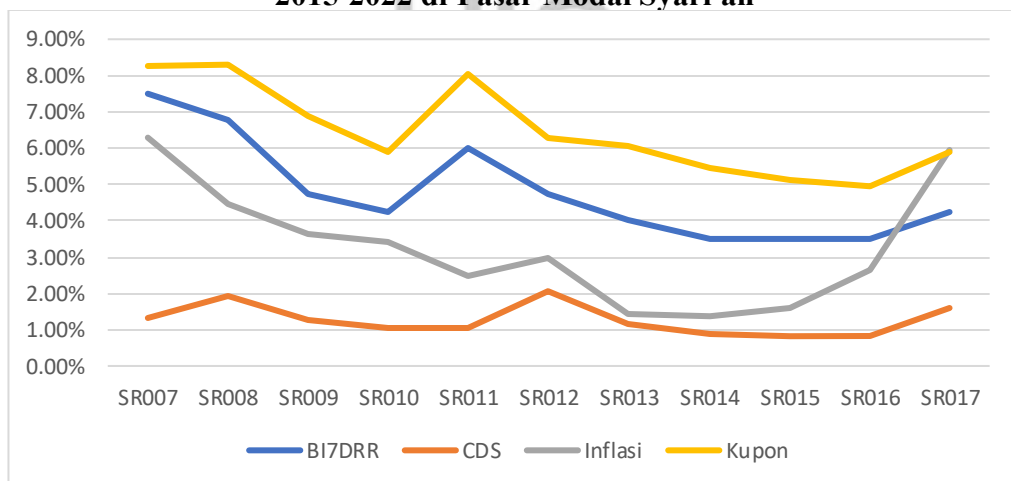
Sumber: [www.djppr.kemenkeu.go.id](http://www.djppr.kemenkeu.go.id), diakses 1 Januari 2024

Berdasarkan grafik 1.1, bahwa kupon sukuk seri SR011 mengalami kenaikan pesat dari dua seri sebelumnya. Bisa kita lihat perubahan BI 7-Days Reverse Repo Rate (BI7DRRR) seri SR009 dan SR010 mengalami penurunan suku bunga dari 4,75% hingga 4,25% dan CDS mengalami fluktuasi pada seri SR007 hingga SR017. Peneliti berasumsi bahwa perubahan BI 7-Days Reverse Repo Rate (BI7DRRR), CDS dan Inflasi mengakibatkan perubahan pada kupon dari 8,30% seri SR008 sebesar Rp 830.000/tahun menjadi 8,05% pada seri SR011.

Pada seri SR012-SR016 bertepatan dengan fenomena yang mempengaruhi makroekonomi dunia yakni Covid-19 dan perang antara Rusia dan Ukraina. Secara berturut-turut BI 7-Days Reverse Repo Rate (BI7DRRR) mengalami penurunan dari 4,75% di seri SR012 hingga 3,50% di seri SR016. Diikuti oleh turunnya CDS berturut-turut di seri SR012 hingga SR016 sebesar 2.06% hingga 0.83% dan. Peneliti berasumsi bahwa perubahan BI 7-Days Reverse Repo Rate (BI7DRRR), CDS dan Inflasi mengakibatkan perubahan pada Rasio Imbal Hasil dari 6,30% seri SR012 hingga 4,95% seri SR016.

BI7DRRR, CDS dan Inflasi berbanding lurus dengan imbal hasil Sukuk Ritel Negara. Adapun peneliti menggambarkan pengaruh BI7DRRR, CDS dan Inflasi terhadap kupon periode 2015-2022 di Pasar Modal Syari'ah sebagai berikut:

**Grafik 1.2**  
**BI7DRR, CDS dan Inflasi Terhadap Tingkat Kupon Sukuk Ritel Periode 2015-2022 di Pasar Modal Syari'ah**



Sumber: [www.djppr.kemenkeu.go.id](http://www.djppr.kemenkeu.go.id), diakses 1 Januari 2024

Pada grafik 1.2, Sukuk Ritel Seri SR011 dan seri SR016 merupakan seri sukuk yang terbit di era pandemi Covid-19 dan juga memiliki permintaan yang

tinggi oleh para investor. Dalam seri SR012 dan SR016 kupon berbanding lurus dengan BI7DRR masing-masing sebesar yakni 6,30% hingga 4,95% dengan BI7DRR 4.75% hingga 3.50%. Namun, terjadi permasalahan dalam seri SR012 *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi mengalami kenaikan namun Kupon tidak menunjukkan kenaikan, dimana dalam teori CDS dan Inflasi harus berbanding lurus dengan imbal hasil atau kupon . Peneliti berasumsi akan banyak faktor yang mempengaruhi fluktuasi imbal hasil. Oleh karena itu, Peneliti membawa asumsinya bahwa SR012 mengalami kesenjangan yang dipengaruhi oleh BI 7-*Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi.

Berdasarkan data-data yang telah diuraikan Peneliti, maka peneliti tertarik untuk mengajukan masalah penelitian ***Pengaruh BI7DRRR, Credit Default Swap (CDS) dan Inflasi Terhadap Imbal Hasil (Yield) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023)*** sebagai judul dalam penelitian ini. Karena imbal hasil mengalami permasalahan fluktuasi dengan perubahan BI 7-*Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi yang mengalami penurunan terus-menerus dalam pasar modal Syariah. Hal tersebut membuat peneliti tertarik untuk mengkaji secara berkelanjutan mengenai permasalahan tersebut dan mengetahui perubahan Rasio Imbal Hasil dalam penelitian ini.



## B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, penulis merumuskan masalah yang akan di teliti, yaitu sebagai berikut:

1. Bagaimana hubungan kausalitas antara *BI-7 Days Reverse Repo Rate* (BI7DRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Negara Ritel SR012 di Pasar Modal Syariah Periode (2020-2023)?
2. Bagaimana pengaruh jangka panjang maupun pendek antara *BI-7 Days Reverse Repo Rate* (BI7DRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Negara Ritel SR012 di Pasar Modal Syariah Periode (2020-2023)?
3. Seberapa besar pengaruh guncangan (*shock*) yang ditimbulkan variabel *BI-7 Days Reverse Repo Rate* (BI7DRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Negara Ritel SR012 di Pasar Modal Syariah Periode (2020-2023)?
4. Seberapa besar kontribusi yang ditimbulkan variabel *BI-7 Days Reverse Repo Rate* (BI7DRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Negara Ritel SR012 di Pasar Modal Syariah Periode (2020-2023)?

### C. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui dan menganalisis hubungan kausalitas antara BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023);
2. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh jangka panjang maupun jangka pendek antara BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023);
3. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh guncangan (*shock*) yang ditimbulkan BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023);
4. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh kontribusi variabel BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023).

#### D. Manfaat Penelitian

Hasil penulisan ini, diharapkan dapat memberikan manfaat dan kegunaan baik secara teoritis maupun praktis :

##### 1. Kegunaan Teoritis

- a. Membuat penelitian untuk dijadikan referensi penelitian selanjutnya dengan mengkaji pengaruh BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi secara simultan *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap terhadap Imbal Hasil (Yield) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023) di Pasar Modal Syariah;
- b. Memperkuat penelitian sebelumnya yang mengkaji pengaruh BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap terhadap Imbal Hasil (Yield) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023) di Pasar Modal Syariah;
- c. Mendeskripsikan pengaruh BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap terhadap Imbal Hasil (Yield) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023) di Pasar Modal Syariah;
- d. Mengembangkan konsep dan teori pengaruh BI *7-Days Reverse Repo Rate* (BI7DRRR), *Credit Default Swap* (CDS) dan Inflasi terhadap terhadap Imbal Hasil (Yield) Sukuk Ritel Negara Seri SR012 di Pasar Modal Syariah (Periode 2020-2023) di Pasar Modal Syariah.

## 2. Kegunaan Praktis

- a. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu sebagai acuan untuk mengambil langkah strategis maupun pertimbangan yang diperlukan untuk menentukan valuasi sukuk ritel;
- b. Bagi investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu dalam menganalisis sukuk yang akan dimiliki pada Pasar Modal Syariah sehingga para investor dapat memilih pilihan investasi;
- c. Bagi bank sentral dan pemerintah, hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu dalam pengembangan pengawasan kebijakan moneter yang dimana Bank Indonesia dan pemerintah memahami bagaimana kebijakan moneter, seperti BI7DRR, mempengaruhi imbal hasil sukuk ritel negara. Dengan demikian, kebijakan moneter dapat lebih efektif dan memastikan stabilitas pasar dengan mengawasi kebijakan moneter.