PENGARUH RISIKO PASAR, LIKUIDITAS, DAN INFLASI TERHADAP IMBAL HASIL SURAT BERHARGA SYARIAH NEGARA (SBSN) DI INDONESIA TAHUN 2022–2025

TESIS

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Guna Memperoleh Gelar Magister Ekonomi pada Prodi Pascasarjana Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam

MUTIA FEBRINA SARI

NIM : 30124012

Dosen Pembimbing :
DR. AWALUDDIN, MA

PROGRAM STUDI PASCASARJANA EKONOMI SYARIAH

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI

SJECH M. DJAMIL DJAMBEK BUKITTINGGI

2025/2026

SURAT PERNYATAAN ORIGINALITAS

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Mutia Febrina Sari

Nim : 30124012

Tempat/tanggal lahir : Bukittinggi, 26 Februari 2001

Fakultas/Jurusan : FEBI/Magister Ekonomi Syariah

Judul Tesis : "Pengaruh Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia Tahun 2022–2025"

Menyatakan dengan sesungguhnya karya ilmiah (tesis) saya yang berjudul diatas adalah benar asli karya penulis. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa tesis ini bukan karya sendiri, maka penulis bersedia diproses sesuai denga hukum yang berlaku dan gelar magister penulis dicopot sampai batas waktu yang tidak ditentukan.

Demikian surat pernyataan ini dibuat dengan sesungguhnya untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Bukittinggi, 30 Juni 2026

Penulis

Mutia Febrina Sari

30124011

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Pembimbing tesis atas nama Mutia Febrina Sari Nim 30124012 dengan judul "Pengaruh Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia Tahun 2022–2025" menyatakan bahwa memang tesis yang bersangkutan telah memenuhi persyaratan ilmiah dan dapat disetujui untuk di ajukan ke sidang *munaqasah.* Demikian persetujuan ini diberikan untuk dapat dipergunakan seperlunya.

Bukittinggi, 30 Juni 2026

Pembimbing,

DR. AWALUDDIN, MA

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah puji syukur kehadirat Allah SWT, atas limpahan rahmat dan karunia-nya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis dengan judul "Analisis Pengaruh Entrepreneur Education Dan Working Experience Terhadap Entrepreneurial Competencies Muslim Milenial Di Kota Bukittinggi Dengan Religiusity Sebagai Variabel Moderasi"

Shalawat beserta salam semoga tetap tercurahkan kepada sang Nabi terakhir sejuta umat yakni Baginda Rasulullah SAW serta sahabat serta pengikut-nya yang senantiasa tetap istiqomah sampai akhir zaman.

Dalam kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih atas segala bantuan, bimbingan dan dukungan yang telah diberikan sehingga tesis ini dapat terselesaikan tepat pada waktunya.

1. Ibu Prof. Dr. Silfia Hanani, M.Si selaku Rektor UIN Sjech M. Djamil Djambek Bukittinggi.
2. Bapak Dr. Aidil Alfin, M.Ag selaku Dekan Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Islam UIN Sjech M. Djamil Djambek Bukittinggi.
3. Bapak Dr. Awaluddin, MA selaku Ketua Program Studi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Islam UIN Sjech M. Djamil Djambek Bukittinggi.
4. Bapak Dr. Awaluddin, MA selaku Dosen Pembimbing yang slalu bersedia mengarahkan dan meluangkan waktunya untuk membimbing penulis dalam penyusunan skripsi ini.
5. Bapak Dr. Awaluddin, MA selaku Dosen Pembimbing Akademik.
6. Bapak/Ibu Dosen UIN Sjech M. Djamil Djambek Bukittinggi, khususnya dosen magister ekonomi yang telah mendidik dan mengajarkan penulis banyak hal.

7. Untuk seluruh teman seperjungan mahasiswa UIN Sjech M. Djamil Djambek Bukittinggi., Jurusan Magister Ekonomi Syariah khususnya teman-teman yang slalu memberikan dukungan selama perkuliahan hingga tesis ini terselesaikan.

Penulis menyadari dalam penulisan tesis ini masih jauh dari kata sempurna, untuk itu kritik dan saran yang sifatnya membangun sangat penulis harapkan. Semoga tesis ini dapat memberikan kontribusi untuk penelitian selanjutnya dan berguna bagi masyarakat banyak.

Bukittinggi, 30 Juni 2026

Penulis

ABSTRACK

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan salah satu instrumen pembiayaan negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah untuk mendukung pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) sekaligus menjadi alternatif investasi yang aman bagi masyarakat. Dalam perkembangannya, imbal hasil (*yield*) SBSN mengalami fluktuasi yang dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro dan dinamika pasar keuangan. Perubahan tersebut dapat memengaruhi biaya pembiayaan pemerintah serta keputusan investasi para investor. Oleh karena itu, penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil SBSN menjadi penting untuk dilakukan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia baik secara parsial maupun simultan selama periode Januari 2022 sampai dengan Desember 2025.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif (kausal). Data yang digunakan merupakan data sekunder berbentuk time series bulanan sebanyak 48 observasi yang diperoleh dari Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Bank Indonesia (BI), dan Badan Pusat Statistik (BPS). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah imbal hasil (*yield*) SBSN benchmark, sedangkan variabel independennya meliputi risiko pasar yang diproksikan menggunakan BI 7-Day *Reverse Repo Rate* (BI7DRR), likuiditas yang diproksikan menggunakan logaritma natural volume perdagangan SBSN, serta inflasi yang diukur berdasarkan tingkat inflasi bulanan. Analisis data dilakukan menggunakan analisis regresi linear berganda dengan bantuan perangkat lunak IBM SPSS *Statistics*. Sebelum pengujian hipotesis dilakukan, model diuji melalui uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi guna memastikan model regresi memenuhi asumsi statistik.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial risiko pasar tidak berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil SBSN. Likuiditas juga tidak berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil SBSN. Sementara itu, inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil SBSN, yang menunjukkan bahwa peningkatan tingkat inflasi mendorong investor untuk menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi sehingga yield SBSN meningkat. Secara simultan, risiko pasar, likuiditas, dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil SBSN. Nilai koefisien determinasi (Adjusted R^2) menunjukkan bahwa ketiga variabel independen mampu menjelaskan sebesar 37,8% variasi perubahan imbal hasil SBSN, sedangkan sisanya sebesar 62,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian, seperti nilai tukar, kondisi fiskal pemerintah, sentimen pasar global, maupun faktor makroekonomi lainnya.

Penelitian ini memberikan kontribusi secara teoritis dalam memperkaya kajian empiris mengenai determinan imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara pada periode pascapandemi COVID-19. Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi pemerintah dalam merumuskan kebijakan pengelolaan SBSN, bagi Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan dalam menjaga stabilitas pasar keuangan syariah, serta bagi investor sebagai dasar dalam menyusun strategi investasi pada instrumen SBSN. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi akademisi dan peneliti selanjutnya dalam mengembangkan penelitian mengenai pasar modal syariah dan instrumen keuangan syariah di Indonesia.

Kata Kunci: Risiko Pasar, Likuiditas, Inflasi, Imbal Hasil, Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), *Yield*, Keuangan Syariah.

DAFTAR ISI

SURAT PERNYATAAN ORIGINALITAS

PERSETUJUAN PEMBIMBING

KATA PENGANTAR..... Error! Bookmark not defined.

ABSTRACK ..... Error! Bookmark not defined.

DAFTAR ISI.....**ii**

DAFTAR TABEL .....**i**

BAB I PENDAHULUAN.....**1**

1.1 Latar Belakang Masalah.....1

1.2 Rumusan Masalah 19

1.3 Tujuan Penelitian 19

1.4 Kegunaan Penelitian.....20

1.5 Penjelasan judul 21

BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....**24**

2.1 Landasan Teori.....24

2.2 Penelitian Terdahulu 82

2.3 Kerangka Pemikiran.....88

2.4 Hipotesis Penelitian.....91

BAB III METODOLOGI PENELITIAN **93**

3.1 jenis dan pendekatan penelitian 93

3.2 Lokasi dan Waktu Penelitian 94

3.3 Jenis dan Sumber Data.....94

3.4 Teknik Pengumpulan Data 96
3.5 Definisi Operasional Variabel 98
3.6 Teknik Analisis Data 100
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN 105
4.1 Gambaran Umum 105
4.2 Analisis Statistik Deskriptif 107
4.3 Hasil Pengujian Asumsi Klasik 110
4.4 Analisis Regresi Linear Berganda 115
4.5 Pengujian Hipotesis 116
4.6 Interpretasi Teoritis 122
BAB V PENUTUP 127
5.1 Kesimpulan 127
5.2 Implikasi Keilmuan 128
5.3 Saran 130
DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Penelitian Terdahulu 82
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel 100
Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif 108
Tabel 4.2 Uji Normalitas (One-Sample Kolmogorov-Smirnov) 110
Tabel 4.3 Uji Multikolinieritas 112
Tabel 4.4 Uji Heteroskedastisitas 113
Tabel 4.5 Uji Autokorelasi 114
Tabel 4.6 Uji T 117
Tabel 4.7 Uji F 120
Tabel 4.8 Koefisien Determinasi 121

BAB I
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pembangunan nasional memerlukan dukungan pembiayaan yang berkelanjutan agar berbagai program pemerintah dapat terlaksana secara optimal. Selama ini, Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) menjadi instrumen utama dalam mendanai pembangunan infrastruktur, pendidikan, kesehatan, serta berbagai program strategis lainnya. Namun, keterbatasan penerimaan negara menyebabkan pemerintah harus mencari sumber pembiayaan alternatif yang efisien, aman, dan sesuai dengan prinsip-prinsip tata kelola keuangan negara. Salah satu instrumen yang terus dikembangkan adalah Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau sukuk negara.[1]

SBSN merupakan surat berharga yang diterbitkan pemerintah berdasarkan prinsip syariah sebagai alternatif pembiayaan APBN. Berbeda dengan obligasi konvensional yang menggunakan mekanisme bunga, SBSN menggunakan akad syariah seperti ijarah, wakalah, atau mudharabah sehingga terbebas dari unsur riba. Keberadaan SBSN tidak hanya memberikan alternatif sumber pembiayaan bagi pemerintah, tetapi juga memperluas pilihan investasi bagi masyarakat dan investor yang menginginkan instrumen investasi sesuai dengan prinsip syariah.[2]

Sejak pertama kali diterbitkan berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, perkembangan SBSN di Indonesia

[1] Republik Indonesia, Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 4–5.

[2] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Green Book Sukuk Negara (Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2023).

menunjukkan tren yang terus meningkat. Pemerintah secara rutin menerbitkan berbagai jenis SBSN, baik yang dipasarkan kepada investor institusi maupun investor ritel. Peningkatan nilai penerbitan tersebut mencerminkan semakin besarnya kepercayaan pasar terhadap instrumen keuangan syariah sekaligus menunjukkan komitmen pemerintah dalam melakukan diversifikasi sumber pembiayaan negara.[3]

Selain berfungsi sebagai instrumen pembiayaan APBN, SBSN memiliki kontribusi yang signifikan terhadap pembangunan nasional. Dana hasil penerbitan SBSN, khususnya Project Based Sukuk (PBS), telah digunakan untuk membiayai berbagai proyek strategis seperti pembangunan jalan, jembatan, jalur kereta api, bendungan, fasilitas pendidikan, rumah sakit, serta infrastruktur keagamaan. Dengan demikian, SBSN tidak hanya berperan sebagai instrumen fiskal, tetapi juga menjadi salah satu motor penggerak pembangunan ekonomi nasional yang memberikan manfaat langsung kepada masyarakat.[4]

Di sisi lain, perkembangan industri keuangan syariah di Indonesia turut mendorong meningkatnya minat investor terhadap SBSN. Instrumen ini menawarkan tingkat keamanan yang tinggi karena dijamin oleh pemerintah, memiliki risiko gagal bayar yang relatif rendah, memberikan imbal hasil yang kompetitif, serta sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Karakteristik tersebut menjadikan SBSN semakin diminati oleh investor individu maupun institusi, baik dari dalam maupun luar negeri. Tingginya permintaan terhadap SBSN juga menunjukkan semakin kuatnya kepercayaan masyarakat terhadap stabilitas fiskal pemerintah dan prospek pasar keuangan syariah Indonesia.[5]

---

[3] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Laporan Tahunan Pengelolaan Utang Tahun 2024 (Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2025).

[4] Kementerian PPN/Bappenas, SBSN: Alternatif Pembiayaan Pembangunan di Tengah Pandemi**,** 2021.

[5] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Green Book Sukuk Negara (Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2023).

Berdasarkan kondisi tersebut, dapat dipahami bahwa SBSN memiliki peran yang sangat strategis dalam mendukung pembiayaan negara sekaligus memperkuat perkembangan pasar keuangan syariah nasional. Oleh karena itu, penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil SBSN menjadi penting untuk dilakukan, mengingat perubahan kondisi ekonomi makro maupun kondisi pasar keuangan dapat memengaruhi tingkat imbal hasil yang diterima investor serta biaya pembiayaan yang harus ditanggung pemerintah.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) telah menjadi salah satu instrumen pembiayaan pemerintah sekaligus sarana investasi syariah yang semakin berkembang di Indonesia. Keberhasilan penerbitan SBSN tidak hanya ditentukan oleh besarnya dana yang berhasil dihimpun, tetapi juga oleh tingkat imbal hasil (*yield*) yang terbentuk di pasar. Bagi pemerintah, yield merupakan indikator biaya yang harus dibayarkan dalam memperoleh dana melalui penerbitan SBSN, sedangkan bagi investor, yield mencerminkan tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi pada instrumen tersebut. Oleh karena itu, perubahan yield menjadi perhatian utama bagi seluruh pelaku pasar keuangan syariah.[6]

Secara umum, yield merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh investor dari suatu surat berharga berdasarkan harga pasar saat ini. Pada SBSN, yield tidak selalu sama dengan tingkat imbalan (kupon) yang telah ditetapkan ketika sukuk diterbitkan. Perbedaan tersebut muncul karena harga SBSN di pasar sekunder selalu berubah mengikuti mekanisme permintaan dan penawaran. Akibatnya, investor lebih memperhatikan nilai yield dibandingkan kupon nominal karena yield mencerminkan keuntungan riil yang dapat diperoleh apabila SBSN dibeli pada harga pasar tertentu.[7]

---

[6] Republik Indonesia, Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 1 dan Pasal 4.

[7] Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH), Kupas Tuntas Investasi SBSN (Jakarta: BPKH, 2021), hlm. 257–278.

Yield juga menjadi salah satu indikator utama dalam pengambilan keputusan investasi. Investor akan membandingkan yield SBSN dengan instrumen investasi lainnya, seperti obligasi pemerintah konvensional, deposito, maupun sukuk korporasi. Semakin tinggi yield yang ditawarkan dengan tingkat risiko yang relatif rendah, semakin besar pula daya tarik SBSN bagi investor. Sebaliknya, apabila yield relatif rendah dibandingkan instrumen lain, sebagian investor akan mengalihkan investasinya ke aset yang memberikan tingkat pengembalian lebih tinggi. Dengan demikian, pergerakan yield mencerminkan persepsi investor terhadap kondisi ekonomi, tingkat risiko, serta prospek pasar keuangan nasional.[8]

Salah satu karakteristik penting dalam pasar obligasi maupun sukuk adalah hubungan yang bersifat berlawanan (*inverse relationship*) antara harga dan yield. Ketika permintaan investor terhadap SBSN meningkat, harga SBSN di pasar sekunder akan naik sehingga yield menurun. Sebaliknya, apabila permintaan menurun dan investor lebih banyak menjual kepemilikannya, harga SBSN akan turun sehingga yield meningkat. Hubungan terbalik ini menjadikan yield sebagai indikator yang sangat sensitif terhadap perubahan kondisi pasar, termasuk perubahan suku bunga global, inflasi, kondisi likuiditas, maupun sentimen investor terhadap perekonomian Indonesia.[9]

Perubahan yield tidak hanya berdampak pada investor, tetapi juga berpengaruh terhadap kebijakan pembiayaan pemerintah. Yield yang tinggi menunjukkan bahwa pemerintah harus menawarkan tingkat pengembalian yang lebih besar agar SBSN tetap diminati oleh investor. Kondisi tersebut menyebabkan biaya pembiayaan APBN menjadi lebih mahal. Sebaliknya, apabila yield menurun, pemerintah dapat memperoleh dana dengan biaya yang lebih efisien sehingga ruang fiskal menjadi lebih

[8] Otoritas Jasa Keuangan, Statistik Sukuk Syariah, edisi 2025–2026.

[9] Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Fixed Income Securities*, edisi ke-9 (New York: McGraw-Hill Education, 2021).

luas untuk mendukung pembangunan nasional. Oleh karena itu, stabilitas yield SBSN menjadi salah satu indikator penting dalam menjaga keberlanjutan pembiayaan negara sekaligus menciptakan pasar keuangan syariah yang sehat dan kompetitif.[10]

Selama periode 2022–2025, yield SBSN mengalami fluktuasi yang dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi domestik maupun global. Kenaikan inflasi pascapandemi, pengetatan kebijakan moneter di berbagai negara, perubahan kondisi likuiditas pasar, serta meningkatnya ketidakpastian ekonomi global menyebabkan perubahan tingkat imbal hasil SBSN di pasar. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa yield SBSN tidak bergerak secara konstan, melainkan dipengaruhi oleh berbagai variabel ekonomi yang saling berinteraksi. Kondisi inilah yang menjadi dasar penting untuk meneliti faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil SBSN, khususnya risiko pasar, likuiditas, dan inflasi, sehingga hasil penelitian diharapkan dapat memberikan masukan bagi pemerintah maupun investor dalam mengambil keputusan yang lebih tepat.[11]

Pergerakan imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) selama periode 2022–2025 menunjukkan dinamika yang dipengaruhi oleh perkembangan ekonomi global maupun domestik. Yield SBSN sebagai indikator tingkat pengembalian yang diharapkan investor tidak bergerak secara konstan, tetapi mengalami fluktuasi sejalan dengan perubahan kondisi makroekonomi, kebijakan moneter, tingkat inflasi, likuiditas pasar, serta sentimen investor terhadap pasar keuangan. Oleh karena itu, periode 2022–2025 menjadi rentang waktu yang menarik untuk dianalisis karena mencerminkan proses penyesuaian pasar setelah pandemi COVID-19 hingga memasuki fase normalisasi ekonomi.

---

[10] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Yield yang Ditawarkan dalam Transaksi Penerbitan SBSN, Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2023.

[11] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Yield yang Ditawarkan dalam Transaksi Penerbitan SBSN, 2023; Otoritas Jasa Keuangan, Statistik Sukuk Syariah.

Pada tahun 2022, pasar keuangan global menghadapi tekanan yang cukup besar akibat meningkatnya inflasi di berbagai negara sebagai dampak pemulihan ekonomi pascapandemi dan terganggunya rantai pasok global. Kondisi tersebut mendorong berbagai bank sentral dunia, terutama Federal Reserve Amerika Serikat, untuk menaikkan suku bunga acuan secara agresif. Kebijakan moneter yang lebih ketat menyebabkan investor cenderung mengalihkan dananya ke aset yang dianggap lebih aman sehingga tekanan terhadap pasar obligasi dan sukuk negara meningkat. Akibatnya, harga SBSN mengalami penyesuaian dan yield cenderung meningkat sebagai respons terhadap kenaikan tingkat risiko dan meningkatnya ekspektasi imbal hasil investor.[12]

Memasuki tahun 2023, kondisi pasar keuangan mulai menunjukkan stabilisasi meskipun ketidakpastian global masih berlangsung. Inflasi di berbagai negara mulai mengalami perlambatan dibandingkan tahun sebelumnya, sementara kebijakan moneter yang ketat mulai menunjukkan dampaknya terhadap pengendalian harga. Di Indonesia, stabilitas makroekonomi yang relatif terjaga, pertumbuhan ekonomi yang tetap positif, serta koordinasi kebijakan antara pemerintah dan Bank Indonesia berhasil meningkatkan kepercayaan investor terhadap pasar Surat Berharga Negara, termasuk SBSN. Kondisi tersebut menyebabkan volatilitas yield mulai berkurang dibandingkan dengan tahun 2022 meskipun masih dipengaruhi oleh dinamika pasar keuangan internasional.[13]

Pada tahun 2024, kondisi ekonomi domestik menunjukkan perbaikan yang lebih kuat dengan tingkat inflasi yang semakin terkendali dan tetap berada dalam sasaran Bank Indonesia. Stabilitas inflasi memberikan sinyal positif bagi pasar keuangan karena mampu menjaga daya beli masyarakat sekaligus meningkatkan

[12] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) – Perdagangan SBSN Domestik Seri Benchmark; Bank Indonesia – Laporan Perekonomian Indonesia 2025

[13] Bank Indonesia – Laporan Perekonomian Indonesia 2025

keyakinan investor terhadap prospek perekonomian Indonesia. Dalam kondisi tersebut, pasar SBSN menjadi relatif lebih stabil sehingga perubahan yield tidak sebesar periode sebelumnya. Meskipun demikian, perkembangan yield masih dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal, seperti arah kebijakan suku bunga negara maju, kondisi geopolitik global, serta pergerakan arus modal internasional.[14]

Selanjutnya, pada tahun 2025, pasar obligasi dan sukuk Indonesia memasuki fase penyesuaian terhadap dinamika ekonomi domestik maupun global. Pemerintah terus mengoptimalkan penerbitan SBSN sebagai salah satu sumber pembiayaan APBN, sementara investor tetap memperhatikan perkembangan inflasi, arah kebijakan moneter Bank Indonesia, kondisi fiskal pemerintah, dan ketidakpastian ekonomi global. Perubahan kondisi tersebut menyebabkan yield SBSN tetap mengalami fluktuasi meskipun berada dalam kondisi pasar yang lebih stabil dibandingkan masa awal pemulihan ekonomi. Hal ini menunjukkan bahwa yield SBSN merupakan indikator yang sangat sensitif terhadap perubahan kondisi ekonomi dan pasar keuangan sehingga perlu dianalisis lebih lanjut melalui faktor-faktor yang memengaruhinya.[15]

Berdasarkan perkembangan tersebut, dapat dipahami bahwa perubahan yield SBSN selama periode 2022–2025 tidak hanya dipengaruhi oleh faktor eksternal berupa kondisi ekonomi global, tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi fundamental ekonomi domestik, seperti risiko pasar, tingkat likuiditas, dan inflasi. Fluktuasi yield tersebut menjadi fenomena empiris yang penting untuk dikaji karena berkaitan langsung dengan keputusan investasi investor maupun biaya pembiayaan yang harus ditanggung pemerintah dalam menerbitkan SBSN. Oleh karena itu, penelitian mengenai pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia periode

[14] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR); OJK – Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2022 (dan edisi lanjutan)

[15] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) – Posisi Outstanding SBN dan SBSN; Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) – Perdagangan SBSN Domestik Seri Benchmark.

2022–2025 menjadi relevan untuk memberikan gambaran mengenai faktor-faktor yang menentukan perubahan yield SBSN.

Salah satu faktor yang diduga memengaruhi perubahan imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah risiko pasar. Risiko pasar merupakan risiko yang timbul akibat perubahan kondisi pasar yang dapat memengaruhi nilai suatu instrumen keuangan, termasuk SBSN. Perubahan tersebut menyebabkan harga SBSN di pasar sekunder mengalami fluktuasi sehingga berdampak pada perubahan tingkat imbal hasil yang diharapkan investor. Oleh karena itu, risiko pasar menjadi salah satu aspek yang selalu diperhatikan oleh investor maupun pemerintah dalam aktivitas investasi dan pembiayaan negara.[16]

Dalam praktiknya, risiko pasar dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik yang berasal dari dalam negeri maupun luar negeri. Salah satu faktor utama adalah perubahan tingkat suku bunga. Meskipun SBSN diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, pergerakan imbal hasilnya tetap dipengaruhi oleh perubahan tingkat suku bunga acuan karena pasar keuangan syariah dan pasar keuangan konvensional saling berinteraksi. Ketika bank sentral menaikkan suku bunga, investor cenderung mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi sehingga harga SBSN mengalami penurunan dan yield meningkat. Sebaliknya, ketika suku bunga menurun, harga SBSN cenderung meningkat sehingga yield mengalami penurunan.[17]

Selain perubahan suku bunga, kondisi ekonomi global juga memberikan pengaruh yang besar terhadap risiko pasar SBSN. Ketidakpastian ekonomi dunia, konflik geopolitik, perlambatan pertumbuhan ekonomi global, maupun perubahan kebijakan moneter negara-negara maju dapat memengaruhi arus modal internasional.

---

[16] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025* (Jakarta: Bank Indonesia, 2025), hlm. 115–120.

[17] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025*; Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 9th ed. (New York: McGraw-Hill Education, 2021).

Dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi, investor biasanya lebih memilih instrumen investasi yang dianggap aman (*flight to quality*), sehingga permintaan terhadap surat berharga negara dapat berubah dan memengaruhi harga maupun yield SBSN. Dengan demikian, perkembangan ekonomi global menjadi salah satu determinan penting dalam pembentukan risiko pasar SBSN.[18]

Risiko pasar juga dipengaruhi oleh tingkat volatilitas pasar keuangan. Volatilitas mencerminkan besarnya perubahan harga instrumen keuangan dalam suatu periode tertentu. Semakin tinggi volatilitas pasar, semakin besar ketidakpastian yang dihadapi investor dalam memperkirakan nilai investasi pada masa mendatang. Kondisi tersebut mendorong investor untuk meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang dihadapi. Akibatnya, yield SBSN cenderung meningkat ketika volatilitas pasar mengalami kenaikan.[19]

Di samping faktor-faktor tersebut, ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi dan kebijakan pemerintah turut memengaruhi risiko pasar SBSN. Investor akan mempertimbangkan prospek pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, stabilitas fiskal, arah kebijakan moneter, serta kondisi pasar keuangan sebelum mengambil keputusan investasi. Apabila investor memperkirakan risiko ekonomi akan meningkat, mereka akan menuntut tingkat imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas ketidakpastian tersebut. Sebaliknya, ketika kondisi ekonomi dipandang stabil dan prospektif, permintaan terhadap SBSN meningkat sehingga harga naik dan yield cenderung menurun.[20]

Fenomena tersebut menunjukkan bahwa risiko pasar memiliki hubungan yang erat dengan perubahan yield SBSN. Semakin tinggi tingkat risiko pasar, semakin besar

---

[18] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025*; Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 9th ed. (New York: McGraw-Hill Education, 2021).

[19] International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2025.

[20] Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, March 2025.

pula tingkat imbal hasil yang diminta investor sebagai kompensasi atas risiko investasi yang ditanggung. Kondisi ini menyebabkan biaya penerbitan SBSN yang harus ditanggung pemerintah juga meningkat. Oleh karena itu, analisis mengenai pengaruh risiko pasar terhadap imbal hasil SBSN menjadi penting untuk memberikan pemahaman mengenai perilaku pasar keuangan syariah sekaligus menjadi bahan pertimbangan bagi pemerintah dalam merumuskan strategi pembiayaan negara dan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi.[21]

Selain risiko pasar, faktor lain yang diduga memengaruhi perubahan imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah likuiditas pasar. Likuiditas menggambarkan tingkat kemudahan suatu instrumen keuangan untuk diperjualbelikan di pasar sekunder tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan. Semakin tinggi tingkat likuiditas suatu SBSN, semakin mudah investor melakukan transaksi jual beli sehingga instrumen tersebut menjadi lebih menarik sebagai pilihan investasi. Sebaliknya, apabila likuiditas rendah, investor akan menghadapi kesulitan dalam menjual kembali SBSN pada harga yang wajar sehingga risiko investasi menjadi lebih besar.[22]

Likuiditas memiliki peran penting dalam meningkatkan efisiensi pasar keuangan syariah. Pasar yang likuid memungkinkan terbentuknya harga yang lebih mencerminkan kondisi pasar (*price discovery*) karena transaksi berlangsung secara aktif. Tingginya frekuensi perdagangan juga memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka dapat mencairkan investasinya sewaktu-waktu tanpa harus menanggung kerugian yang besar. Oleh karena itu, tingkat likuiditas sering dijadikan salah satu

[21] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, *Laporan Tahunan Pengelolaan Utang Tahun 2024* (Jakarta: Kementerian Keuangan RI, 2025).

[22] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025* (Jakarta: Bank Indonesia, 2025), hlm. 128–132.

pertimbangan utama oleh investor institusi maupun investor individu dalam memilih instrumen investasi, termasuk SBSN.[23]

Dalam praktiknya, tidak seluruh seri SBSN memiliki tingkat likuiditas yang sama. Beberapa seri benchmark diperdagangkan secara aktif sehingga memiliki volume transaksi yang tinggi, sedangkan seri lainnya relatif jarang diperdagangkan. Perbedaan aktivitas perdagangan tersebut menyebabkan adanya variasi tingkat likuiditas antarseri SBSN. Instrumen yang aktif diperdagangkan umumnya memiliki selisih harga beli dan harga jual (*bid-ask spread*) yang lebih kecil sehingga biaya transaksi menjadi lebih rendah. Sebaliknya, SBSN dengan aktivitas perdagangan yang rendah cenderung memiliki *bid-ask spread* yang lebih lebar dan membutuhkan waktu lebih lama untuk diperdagangkan.[24]

Likuiditas yang rendah mendorong investor meminta tingkat imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko kesulitan menjual kembali instrumen tersebut di pasar sekunder. Kondisi ini dikenal sebagai *liquidity premium*, yaitu tambahan tingkat pengembalian yang diminta investor karena instrumen memiliki tingkat likuiditas yang rendah. Dengan demikian, hubungan antara likuiditas dan yield bersifat negatif, di mana semakin tinggi likuiditas suatu SBSN maka yield cenderung menurun, sedangkan semakin rendah likuiditas maka yield cenderung meningkat. Hubungan tersebut telah menjadi salah satu konsep penting dalam teori pasar obligasi maupun sukuk.[25]

Selama periode 2022–2025, kondisi likuiditas pasar SBSN mengalami dinamika seiring dengan perubahan kondisi ekonomi domestik dan global.

---

[23] Otoritas Jasa Keuangan, *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024* (Jakarta: OJK, 2025).

[24] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, *Perdagangan SBSN Domestik Seri Benchmark* (Jakarta: Kementerian Keuangan RI, 2025).

[25] Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 9th ed. (New York: McGraw-Hill Education, 2021).

Penyesuaian kebijakan moneter, perubahan preferensi investor, meningkatnya ketidakpastian pasar keuangan global, serta fluktuasi arus modal memengaruhi aktivitas perdagangan SBSN di pasar sekunder. Pada saat kondisi pasar stabil, volume perdagangan SBSN cenderung meningkat sehingga likuiditas membaik. Sebaliknya, ketika terjadi tekanan di pasar keuangan, aktivitas perdagangan menurun dan investor menjadi lebih berhati-hati dalam melakukan investasi sehingga tingkat likuiditas ikut melemah. Perubahan kondisi tersebut pada akhirnya memengaruhi pembentukan yield SBSN di pasar.[26]

Berdasarkan kondisi tersebut, likuiditas menjadi salah satu indikator penting dalam pasar obligasi syariah karena mencerminkan efisiensi perdagangan sekaligus memengaruhi tingkat imbal hasil yang diminta investor. Semakin baik tingkat likuiditas SBSN, semakin rendah kompensasi risiko yang diminta investor sehingga biaya pembiayaan pemerintah melalui penerbitan SBSN dapat ditekan. Sebaliknya, apabila likuiditas menurun, investor akan meminta yield yang lebih tinggi sehingga meningkatkan biaya penerbitan SBSN. Oleh karena itu, analisis mengenai pengaruh likuiditas terhadap imbal hasil SBSN menjadi penting untuk memberikan gambaran mengenai efisiensi pasar SBSN serta mendukung pengambilan kebijakan yang lebih efektif oleh pemerintah maupun pelaku pasar.

Selain risiko pasar dan likuiditas, inflasi merupakan salah satu variabel makroekonomi yang diduga memengaruhi perubahan imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Inflasi menggambarkan kecenderungan meningkatnya harga barang dan jasa secara umum dan berlangsung terus-menerus dalam suatu periode tertentu. Peningkatan inflasi menyebabkan nilai uang mengalami penurunan sehingga daya beli masyarakat terhadap barang dan jasa menjadi berkurang.

[26] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025*; Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, *Laporan Tahunan Pengelolaan Utang Tahun 2024* (Jakarta: Kementerian Keuangan RI, 2025).

Kondisi tersebut tidak hanya berdampak pada aktivitas konsumsi masyarakat, tetapi juga memengaruhi keputusan investasi dan perkembangan pasar keuangan, termasuk pasar SBSN.[27]

Dalam perspektif investasi, tingkat inflasi menjadi salah satu indikator penting yang selalu diperhatikan oleh investor. Inflasi yang tinggi menyebabkan nilai riil dari pendapatan investasi mengalami penurunan karena kenaikan harga barang dan jasa mengurangi daya beli atas keuntungan yang diperoleh. Oleh sebab itu, investor akan mempertimbangkan tingkat inflasi sebelum memutuskan untuk membeli atau mempertahankan kepemilikan SBSN. Apabila inflasi diperkirakan meningkat, investor cenderung mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi agar nilai riil investasinya tetap terjaga. Sebaliknya, ketika inflasi berada pada tingkat yang rendah dan stabil, investor lebih bersedia menerima tingkat imbal hasil yang relatif lebih rendah karena risiko penurunan nilai riil investasi juga lebih kecil.[28]

Pengaruh inflasi terhadap yield SBSN juga berkaitan dengan ekspektasi investor terhadap kebijakan moneter. Kenaikan inflasi sering kali direspons oleh bank sentral melalui penyesuaian suku bunga acuan sebagai upaya menjaga stabilitas harga. Perubahan kebijakan tersebut kemudian memengaruhi kondisi pasar obligasi dan sukuk, termasuk pergerakan harga SBSN di pasar sekunder. Ketika investor memperkirakan inflasi akan meningkat, mereka akan meminta tingkat yield yang lebih tinggi sebagai bentuk kompensasi atas meningkatnya risiko penurunan nilai riil investasi. Akibatnya, harga SBSN cenderung menurun dan yield mengalami kenaikan.[29]

---

[27] Badan Pusat Statistik, *Berita Resmi Statistik: Indeks Harga Konsumen dan Inflasi*, berbagai edisi tahun 2022–2025.

[28] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025* (Jakarta: Bank Indonesia, 2025), hlm. 78–85.

[29] Bank Indonesia, *Laporan Kebijakan Moneter*, berbagai edisi tahun 2022–2025; Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 9th ed. (New York: McGraw-Hill Education, 2021).

Selama periode 2022–2025, tingkat inflasi di Indonesia mengalami dinamika yang dipengaruhi oleh proses pemulihan ekonomi pascapandemi, perubahan harga energi dan pangan global, serta berbagai kebijakan pemerintah dalam menjaga stabilitas harga. Pada tahun 2022, inflasi meningkat akibat kenaikan harga komoditas global dan penyesuaian harga bahan bakar minyak, sehingga memberikan tekanan terhadap pasar keuangan domestik. Memasuki tahun 2023 dan 2024, inflasi mulai menurun dan kembali berada dalam kisaran sasaran Bank Indonesia seiring membaiknya pasokan barang, terkendalinya harga pangan, serta koordinasi kebijakan antara pemerintah dan Bank Indonesia. Pada tahun 2025, inflasi relatif tetap terkendali meskipun masih dipengaruhi oleh dinamika ekonomi global dan kondisi domestik.[30] Perubahan kondisi inflasi selama periode tersebut memberikan sinyal yang berbeda kepada investor mengenai prospek pasar SBSN dan berpotensi memengaruhi pembentukan yield.

Hubungan antara inflasi dan yield SBSN menunjukkan bahwa inflasi merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Semakin tinggi tingkat inflasi, semakin besar pula kecenderungan investor untuk meminta yield yang lebih tinggi agar nilai riil investasinya tetap terjaga. Sebaliknya, inflasi yang rendah dan stabil dapat meningkatkan kepercayaan investor sehingga permintaan terhadap SBSN meningkat dan yield cenderung menurun. Dengan demikian, inflasi diduga memiliki pengaruh terhadap perubahan yield SBSN sehingga perlu dianalisis secara empiris dalam penelitian ini bersama dengan risiko pasar dan likuiditas untuk mengetahui seberapa besar kontribusinya terhadap perubahan imbal hasil SBSN di Indonesia selama periode 2022–2025.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil (*yield*) surat berharga pemerintah telah banyak dilakukan, baik pada obligasi konvensional maupun

[30] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025*; Badan Pusat Statistik, *Berita Resmi Statistik: Indeks Harga Konsumen dan Inflasi*, berbagai edisi tahun 2022–2025.

sukuk. Namun demikian, hasil penelitian yang diperoleh masih menunjukkan perbedaan sehingga belum terdapat kesimpulan yang konsisten mengenai faktor-faktor yang memengaruhi perubahan yield. Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu lebih banyak menggunakan objek penelitian berupa obligasi pemerintah konvensional, sukuk ritel, maupun sukuk korporasi, sedangkan penelitian yang secara khusus mengkaji Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) seri benchmark masih relatif terbatas.[31]

Dari sisi variabel penelitian, penelitian-penelitian sebelumnya umumnya lebih menitikberatkan pada pengaruh suku bunga acuan, BI Rate atau BI 7-Day Reverse Repo Rate, nilai tukar rupiah, pertumbuhan ekonomi, volume perdagangan, maupun faktor-faktor makroekonomi lainnya terhadap imbal hasil obligasi atau sukuk. Sementara itu, penelitian yang mengombinasikan variabel risiko pasar, likuiditas, dan inflasi secara simultan dalam menjelaskan perubahan yield SBSN masih belum banyak ditemukan. Padahal, ketiga variabel tersebut memiliki keterkaitan yang erat dengan mekanisme pembentukan harga dan imbal hasil surat berharga di pasar keuangan.[32]

Perbedaan hasil penelitian terdahulu juga menunjukkan adanya inkonsistensi hubungan antarvariabel. Beberapa penelitian menyimpulkan bahwa risiko pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap yield surat berharga, sedangkan penelitian lainnya menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Demikian pula pada variabel likuiditas, terdapat penelitian yang menemukan hubungan negatif terhadap yield karena meningkatnya aktivitas perdagangan mampu menekan *liquidity premium*, tetapi terdapat pula penelitian yang memperoleh hasil berbeda. Pada variabel inflasi, sebagian penelitian menyatakan bahwa inflasi meningkatkan yield karena investor meminta

---

[31] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, *Laporan Tahunan Pengelolaan Utang Tahun 2024* (Jakarta: Kementerian Keuangan RI, 2025).

[32] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025* (Jakarta: Bank Indonesia, 2025); Otoritas Jasa Keuangan, *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024* (Jakarta: OJK, 2025).

kompensasi atas menurunnya nilai riil investasi, sementara penelitian lain menunjukkan bahwa pengaruh inflasi tidak selalu signifikan karena dipengaruhi oleh kebijakan moneter dan kondisi pasar pada periode tertentu.[33]

Selain perbedaan objek dan variabel penelitian, periode penelitian yang digunakan dalam studi terdahulu umumnya masih terbatas pada periode sebelum tahun 2022 atau sebelum terjadinya normalisasi ekonomi pascapandemi COVID-19. Padahal, periode 2022–2025 merupakan fase yang menarik untuk diteliti karena ditandai oleh kenaikan suku bunga global, meningkatnya tekanan inflasi pada tahun 2022, proses stabilisasi ekonomi pada tahun 2023, pengendalian inflasi pada tahun 2024, serta penyesuaian pasar obligasi dan sukuk terhadap kondisi ekonomi domestik maupun global pada tahun 2025. Perubahan kondisi tersebut menyebabkan dinamika yield SBSN menjadi lebih kompleks dibandingkan periode sebelumnya.[34]

Berdasarkan uraian tersebut, terdapat celah penelitian (*research gap*) yang masih perlu dikaji lebih lanjut. Penelitian ini memiliki beberapa kebaruan dibandingkan penelitian terdahulu. Pertama, penelitian menggunakan objek berupa SBSN seri benchmark yang diperdagangkan di pasar sekunder sehingga lebih mencerminkan kondisi pasar surat berharga syariah negara. Kedua, penelitian menggunakan periode terbaru, yaitu tahun 2022–2025, yang menggambarkan kondisi setelah pandemi dan fase normalisasi ekonomi. Ketiga, penelitian menganalisis secara simultan pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil (*yield*) SBSN. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris yang lebih mutakhir mengenai faktor-faktor yang memengaruhi perubahan yield SBSN

[33] Hasil sintesis berbagai penelitian mengenai determinan yield obligasi dan sukuk menunjukkan bahwa pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi belum konsisten sehingga masih memerlukan pengujian lebih lanjut pada objek dan periode yang berbeda.

[34] Bank Indonesia, *Laporan Perekonomian Indonesia 2025*; International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2025.

di Indonesia serta menjadi referensi bagi pemerintah, investor, dan akademisi dalam memahami dinamika pasar surat berharga syariah negara.

Berdasarkan uraian latar belakang tersebut, dapat dipahami bahwa Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) memiliki peran yang sangat penting sebagai instrumen pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) sekaligus sebagai instrumen investasi syariah yang terus berkembang di Indonesia. Imbal hasil (*yield*) SBSN menjadi indikator utama yang mencerminkan biaya pembiayaan pemerintah serta tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Selama periode 2022–2025, yield SBSN menunjukkan dinamika yang dipengaruhi oleh berbagai perubahan kondisi ekonomi domestik maupun global, seperti pengetatan kebijakan moneter, fluktuasi inflasi, perubahan kondisi pasar keuangan, serta aktivitas perdagangan SBSN di pasar sekunder.[35]

Berbagai faktor tersebut menunjukkan bahwa perubahan yield SBSN tidak terjadi secara kebetulan, melainkan dipengaruhi oleh faktor-faktor yang berkaitan dengan kondisi pasar dan perekonomian. Risiko pasar dapat meningkatkan ketidakpastian investasi sehingga investor menuntut tingkat imbal hasil yang lebih tinggi. Di sisi lain, tingkat likuiditas SBSN memengaruhi kemudahan investor dalam melakukan transaksi di pasar sekunder, sedangkan inflasi memengaruhi nilai riil investasi dan ekspektasi tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Ketiga faktor tersebut secara teoritis memiliki hubungan dengan perubahan yield SBSN, namun hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan temuan yang beragam sehingga belum diperoleh kesimpulan yang konsisten.[36]

---

[35] Republik Indonesia**,** Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara**;** Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Laporan Tahunan Pengelolaan Utang Tahun 2024 (Jakarta: Kementerian Keuangan RI, 2025).

[36] Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 9th ed. (New York: McGraw-Hill Education, 2021); Bank Indonesia, Laporan Perekonomian Indonesia 2025 (Jakarta: Bank Indonesia, 2025).

Selain adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu, masih terdapat keterbatasan penelitian yang secara khusus mengkaji pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil SBSN benchmark dengan menggunakan periode terbaru setelah pandemi COVID-19, yaitu tahun 2022–2025. Padahal, periode tersebut merupakan fase yang ditandai oleh normalisasi kebijakan moneter, perubahan tingkat inflasi, dinamika pasar keuangan global, serta meningkatnya peran SBSN dalam pembiayaan pembangunan nasional. Kondisi tersebut menjadi alasan penting untuk melakukan penelitian yang mampu memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang memengaruhi perubahan yield SBSN pada periode tersebut.[37]

Berdasarkan fenomena fluktuasi imbal hasil SBSN selama periode 2022–2025, adanya dugaan bahwa risiko pasar, likuiditas, dan inflasi merupakan faktor-faktor yang memengaruhi perubahan yield SBSN, serta masih terdapat kesenjangan penelitian (*research gap*) pada objek, variabel, dan periode penelitian, maka diperlukan penelitian empiris untuk menguji hubungan ketiga variabel tersebut terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu pengetahuan di bidang keuangan syariah, menjadi bahan pertimbangan bagi pemerintah dalam pengelolaan SBSN, serta menjadi referensi bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **"Pengaruh Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia Tahun 2022–2025."**

[37] Bank Indonesia, Laporan Perekonomian Indonesia 2025; Otoritas Jasa Keuangan**,** Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024 (Jakarta: OJK, 2025); Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Laporan Tahunan Pengelolaan Utang Tahun 2024 (Jakarta: Kementerian Keuangan RI, 2025).

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh risiko pasar terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia periode 2022–2025?
2. Bagaimana pengaruh likuiditas terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia periode 2022–2025?
3. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia periode 2022–2025?
4. Bagaimana pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi secara simultan terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia periode 2022–2025?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh risiko pasar terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia periode 2022–2025.
2. Menganalisis pengaruh likuiditas terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia periode 2022–2025.
3. Menganalisis pengaruh inflasi terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia periode 2022–2025.
4. Menganalisis pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi secara simultan terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia periode 2022–2025.

1.4 Kegunaan Penelitian

1. Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya dalam bidang ekonomi syariah, keuangan syariah, dan pasar modal syariah. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya kajian empiris mengenai pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), serta menjadi referensi bagi peneliti selanjutnya yang mengkaji topik serupa.

2. Kegunaan Praktis

a. Bagi Pemerintah

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan masukan bagi pemerintah, khususnya melalui Kementerian Keuangan Republik Indonesia, dalam merumuskan kebijakan pengelolaan dan penerbitan SBSN sehingga mampu menjaga stabilitas imbal hasil serta meningkatkan daya tarik SBSN sebagai instrumen pembiayaan negara.

b. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi bagi investor dalam memahami pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap perubahan imbal hasil SBSN sehingga dapat menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi yang lebih rasional.

c. Bagi Otoritas Pasar Keuangan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi Otoritas Jasa Keuangan dan Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas pasar keuangan syariah melalui kebijakan yang berkaitan dengan pengendalian inflasi, likuiditas pasar, dan kondisi pasar obligasi maupun sukuk negara.

d. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menambah khazanah literatur mengenai faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil SBSN di Indonesia serta menjadi referensi dalam pengembangan penelitian di bidang ekonomi syariah, pasar modal syariah, dan manajemen investasi.

e. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan dalam melakukan penelitian lanjutan dengan menambahkan variabel lain, memperluas periode penelitian, atau menggunakan metode analisis yang berbeda sehingga diperoleh hasil yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil SBSN.

1.5 Penjelasan judul

Judul penelitian ini mengkaji hubungan antara tiga variabel independen, yaitu risiko pasar, likuiditas, dan inflasi, terhadap variabel dependen berupa imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia selama periode 2022–2025. Agar tidak terjadi perbedaan penafsiran, istilah-istilah dalam judul dijelaskan sebagai berikut.

Pengaruh Pengaruh adalah hubungan sebab-akibat yang menunjukkan sejauh mana perubahan pada suatu variabel dapat memengaruhi perubahan pada variabel lain. Dalam penelitian ini, pengaruh merujuk pada hubungan antara risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap perubahan imbal hasil SBSN.

Risiko Pasar Risiko pasar merupakan risiko yang timbul akibat perubahan kondisi pasar, seperti perubahan tingkat suku bunga, tingkat pengembalian obligasi pemerintah, nilai tukar, maupun kondisi ekonomi makro yang dapat memengaruhi harga dan imbal hasil instrumen keuangan. Dalam penelitian ini, risiko pasar diukur menggunakan indikator yang mencerminkan kondisi pasar selama periode penelitian.

Likuiditas Likuiditas adalah kemampuan suatu instrumen keuangan untuk diperjualbelikan di pasar dengan cepat tanpa menyebabkan perubahan harga yang

signifikan. Pada SBSN, likuiditas mencerminkan tingkat kemudahan investor dalam melakukan transaksi jual beli sehingga dapat memengaruhi besarnya imbal hasil yang diminta investor.

Inflasi Inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus dalam suatu periode tertentu yang mengakibatkan menurunnya daya beli masyarakat. Tingkat inflasi yang tinggi dapat memengaruhi ekspektasi investor terhadap tingkat pengembalian investasi sehingga berpotensi memengaruhi imbal hasil SBSN.

Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Imbal hasil SBSN adalah tingkat keuntungan atau tingkat pengembalian yang diperoleh investor dari investasi pada Surat Berharga Syariah Negara. Imbal hasil tersebut mencerminkan tingkat keuntungan yang diharapkan investor sekaligus menjadi indikator biaya pendanaan pemerintah melalui penerbitan SBSN. Dalam penelitian ini, imbal hasil SBSN menjadi variabel dependen yang dipengaruhi oleh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti kepemilikan atas bagian aset yang menjadi dasar penerbitannya (underlying asset). SBSN digunakan oleh pemerintah sebagai salah satu instrumen pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) sekaligus sebagai sarana investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.

Indonesia Tahun 2022–2025 Periode 2022–2025 dipilih karena merupakan masa setelah pemulihan ekonomi pascapandemi yang ditandai dengan dinamika inflasi, perubahan kondisi likuiditas pasar, serta fluktuasi kondisi pasar keuangan yang berpotensi memengaruhi imbal hasil SBSN. Dengan menggunakan data pada periode tersebut, penelitian diharapkan mampu memberikan gambaran empiris mengenai pengaruh ketiga variabel independen terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia.

Secara keseluruhan, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menguji secara empiris apakah risiko pasar, likuiditas, dan inflasi berpengaruh, baik secara parsial maupun simultan, terhadap imbal hasil SBSN di Indonesia selama periode 2022–2025. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan informasi bagi pemerintah, investor, dan akademisi mengenai faktor-faktor yang memengaruhi perubahan imbal hasil SBSN sehingga dapat menjadi dasar dalam pengambilan keputusan investasi maupun perumusan kebijakan di bidang keuangan syariah.

BAB II
TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

1. Pengertian Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau yang lebih dikenal sebagai sukuk negara merupakan instrumen pembiayaan yang diterbitkan oleh Pemerintah Republik Indonesia berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Instrumen ini dirancang sebagai alternatif pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) sekaligus sebagai sarana investasi yang sesuai dengan ketentuan syariat Islam. Berbeda dengan obligasi konvensional yang menggunakan sistem bunga (interest), SBSN memberikan imbalan kepada investor melalui mekanisme akad syariah yang telah disahkan oleh Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Oleh karena itu, seluruh proses penerbitan dan pengelolaan SBSN harus terbebas dari unsur riba, gharar (ketidakpastian), maysir (spekulasi), serta praktik-praktik yang bertentangan dengan prinsip syariah.[1]

Secara yuridis, pengertian SBSN diatur dalam Pasal 1 angka 1 Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara yang menyatakan bahwa SBSN adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Aset yang menjadi dasar penerbitan tersebut dikenal sebagai underlying asset, yaitu aset milik negara atau proyek pemerintah yang memiliki nilai ekonomi dan sesuai dengan prinsip syariah. Keberadaan underlying asset menjadi karakteristik utama yang membedakan SBSN dengan obligasi konvensional

karena transaksi yang dilakukan didasarkan pada kepemilikan atau pemanfaatan aset riil.[38]

Dalam perspektif keuangan syariah, SBSN merupakan salah satu inovasi instrumen pasar modal syariah yang menghubungkan kebutuhan pembiayaan pemerintah dengan kebutuhan investasi masyarakat. Pemerintah memperoleh sumber pendanaan yang kompetitif untuk membiayai pembangunan nasional, sedangkan investor memperoleh instrumen investasi yang aman, memiliki tingkat risiko relatif rendah, serta memberikan imbal hasil yang kompetitif sesuai prinsip syariah. Perkembangan SBSN juga menunjukkan komitmen pemerintah dalam memperkuat ekosistem keuangan syariah nasional melalui diversifikasi sumber pembiayaan negara.[39]

Menurut literatur keuangan Islam kontemporer, sovereign sukuk atau SBSN merupakan instrumen pasar modal yang diterbitkan pemerintah dengan menggunakan kontrak syariah seperti ijarah, wakalah, mudharabah, musyarakah, maupun istisna'. Berbeda dengan obligasi konvensional yang mencerminkan hubungan kreditur dan debitur, sukuk merepresentasikan kepemilikan proporsional atas manfaat aset atau proyek yang menjadi dasar penerbitannya. Oleh karena itu, investor tidak memperoleh bunga, melainkan imbalan yang berasal dari manfaat ekonomi aset yang menjadi dasar transaksi sesuai akad syariah yang digunakan.[40]

Di Indonesia, penerbitan SBSN terus mengalami perkembangan yang signifikan sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2008. Pemerintah tidak hanya menerbitkan SBSN sebagai instrumen pembiayaan defisit APBN,

---

[38] Republik Indonesia. (2008). *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*.

[39] Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. *Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)*. https://djppr.kemenkeu.go.id/

[40] Lahsasna, A. (2022). *Introduction to Islamic Capital Markets*. Wiley; didukung oleh kajian mengenai perkembangan dan pemanfaatan sovereign sukuk dalam pembiayaan pembangunan.

tetapi juga mengembangkan berbagai jenis sukuk negara seperti Project Based Sukuk (PBS), Sukuk Ritel (SR), Sukuk Tabungan (ST), Green Sukuk, Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS), serta Sukuk Valas (Global Sukuk). Diversifikasi tersebut menunjukkan bahwa SBSN telah berkembang menjadi salah satu instrumen utama dalam mendukung pembiayaan pembangunan nasional sekaligus memperluas pasar keuangan syariah Indonesia.[41]

Perkembangan SBSN tidak hanya memberikan manfaat bagi pemerintah sebagai penerbit, tetapi juga memberikan kontribusi terhadap peningkatan inklusi keuangan syariah, pendalaman pasar keuangan domestik, serta penyediaan alternatif investasi yang sesuai dengan kebutuhan masyarakat muslim maupun nonmuslim. Berbagai penelitian menunjukkan bahwa keberadaan SBSN mampu meningkatkan efisiensi pembiayaan pembangunan, memperkuat stabilitas fiskal, dan memperluas basis investor syariah di Indonesia. Selain itu, penerbitan Green Sukuk Indonesia juga mendapat pengakuan internasional sebagai salah satu inovasi pembiayaan pembangunan berkelanjutan berbasis syariah.[42]

2. Dasar Hukum Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia memiliki landasan hukum yang kuat, baik dari aspek peraturan perundang-undangan maupun prinsip-prinsip syariah. Keberadaan dasar hukum tersebut memberikan kepastian hukum bagi pemerintah sebagai penerbit, investor sebagai pemegang SBSN, serta seluruh pihak yang terlibat dalam transaksi sukuk negara. Selain menjamin legalitas penerbitannya, regulasi tersebut juga memastikan bahwa seluruh mekanisme penerbitan dan pengelolaan

[41] Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. *Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)*. https://djppr.kemenkeu.go.id/

[42] Lahsasna, A. (2022). *Introduction to Islamic Capital Markets*. Wiley; didukung oleh kajian mengenai perkembangan dan pemanfaatan sovereign sukuk dalam pembiayaan pembangunan.

SBSN tetap sejalan dengan prinsip-prinsip syariah Islam dan sistem keuangan negara.[43]

Landasan hukum utama SBSN adalah Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Undang-undang ini menjadi dasar bagi pemerintah dalam menerbitkan instrumen pembiayaan berbasis syariah untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Pasal 1 angka 1 menyatakan bahwa Surat Berharga Syariah Negara adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Definisi tersebut menunjukkan bahwa setiap penerbitan SBSN harus didukung oleh aset yang menjadi dasar transaksi (*underlying asset*), sehingga berbeda dengan obligasi konvensional yang hanya mencerminkan hubungan utang-piutang.[44]

Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 juga mengatur berbagai aspek penting dalam penerbitan SBSN, antara lain tujuan penerbitan, jenis akad syariah yang dapat digunakan, aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*), hak dan kewajiban pemerintah sebagai penerbit, hak investor sebagai pemegang SBSN, mekanisme pembayaran imbalan dan pelunasan, hingga penyelesaian apabila terjadi permasalahan dalam pelaksanaan SBSN. Dengan adanya pengaturan tersebut, pemerintah memiliki dasar hukum yang jelas dalam mengelola pembiayaan negara

[43] Republik Indonesia. (2008). *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*.

[44] Ibid.

melalui instrumen syariah yang transparan, akuntabel, dan sesuai dengan ketentuan syariah.[45]

Selain berlandaskan undang-undang, penerbitan SBSN juga harus memenuhi ketentuan syariah yang ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI)**.** Ketentuan tersebut diwujudkan melalui berbagai fatwa yang menjadi pedoman dalam penggunaan akad syariah pada penerbitan sukuk negara. Fatwa-fatwa DSN-MUI menjelaskan bahwa transaksi SBSN harus terbebas dari unsur riba, gharar (ketidakpastian yang berlebihan), maysir (spekulasi), serta aktivitas yang bertentangan dengan syariat Islam. Oleh karena itu, setiap seri SBSN yang diterbitkan pemerintah wajib memperoleh opini kesesuaian syariah sebelum ditawarkan kepada investor.[46]

Dalam implementasinya, pemerintah melalui Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia bertanggung jawab sebagai lembaga yang mengelola penerbitan dan administrasi SBSN. DJPPR memiliki kewenangan untuk merencanakan penerbitan, menentukan jenis SBSN yang akan diterbitkan, mengelola pembayaran imbalan dan pelunasan, serta melakukan pengembangan pasar SBSN baik di pasar domestik maupun internasional. Kewenangan tersebut bertujuan untuk menjaga keberlanjutan pembiayaan APBN sekaligus meningkatkan efisiensi pengelolaan utang negara melalui instrumen syariah.[47]

---

[45] Republik Indonesia. (2008). *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*.

[46] Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia. (2023). *Kompilasi Fatwa DSN-MUI tentang Pasar Modal Syariah*. Jakarta: DSN-MUI.

[47] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Laporan Kinerja Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Tahun 2024*.

Di samping itu, pengawasan terhadap perdagangan SBSN di pasar modal dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK**)** sesuai dengan kewenangannya dalam mengawasi kegiatan sektor jasa keuangan. OJK memastikan bahwa perdagangan SBSN berlangsung secara transparan, efisien, adil, serta memberikan perlindungan kepada investor. Sementara itu, Bank Indonesia berperan dalam mendukung stabilitas pasar keuangan melalui kebijakan moneter dan pengembangan pasar uang syariah yang turut memengaruhi likuiditas perdagangan SBSN di pasar sekunder.[48]

Secara internasional, pengelolaan SBSN di Indonesia juga mengacu pada prinsip-prinsip yang dikembangkan oleh lembaga internasional, seperti *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) dan *Islamic Financial Services Board* (IFSB)**.** Kedua lembaga tersebut menetapkan standar mengenai penerbitan sukuk, tata kelola syariah (*sharia governance*), transparansi, manajemen risiko, dan perlindungan investor. Penerapan standar internasional tersebut meningkatkan kredibilitas SBSN Indonesia di mata investor global dan memperkuat posisi Indonesia sebagai salah satu penerbit sovereign sukuk terbesar di dunia.[49]

Dengan adanya dasar hukum yang komprehensif, SBSN tidak hanya memiliki legitimasi secara hukum positif Indonesia, tetapi juga memperoleh legitimasi secara syariah. Kepastian hukum dan kepatuhan terhadap prinsip syariah tersebut menjadi faktor penting yang meningkatkan kepercayaan investor, memperluas basis investor domestik maupun internasional, serta mendukung pengembangan pasar keuangan syariah nasional secara berkelanjutan.

---

[48] Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024*; Bank Indonesia. (2024). *Laporan Perekonomian Indonesia 2024*.

[49] Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. (2021). *Sharia Standards*; Islamic Financial Services Board. (2023). *Islamic Financial Services Industry Stability Report*.

3. Karakteristik Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) memiliki karakteristik yang membedakannya dari instrumen utang konvensional, khususnya obligasi pemerintah. Perbedaan tersebut terletak pada prinsip dasar penerbitannya yang mengacu pada syariah Islam, sehingga seluruh mekanisme transaksi harus bebas dari unsur riba, gharar (ketidakjelasan), maysir (spekulasi), serta aktivitas yang bertentangan dengan ketentuan syariah. Karakteristik tersebut menjadikan SBSN tidak hanya berfungsi sebagai instrumen pembiayaan negara, tetapi juga sebagai alternatif investasi yang memenuhi prinsip syariah dan memberikan kepastian hukum bagi para investor.[50]

Karakteristik pertama SBSN adalah berdasarkan prinsip syariah**.** Seluruh proses penerbitan, pengelolaan, hingga pelunasan SBSN harus menggunakan akad yang sesuai dengan syariat Islam. Akad yang umum digunakan dalam penerbitan SBSN di Indonesia meliputi akad *ijarah*, *wakalah*, *mudharabah, musyarakah*, dan *istisna'*. Setiap akad memiliki mekanisme yang berbeda sesuai dengan tujuan penerbitan dan karakteristik aset yang digunakan sebagai dasar transaksi. Sebelum diterbitkan, setiap seri SBSN harus memperoleh opini kesesuaian syariah dari Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) untuk memastikan bahwa instrumen tersebut memenuhi ketentuan syariah.[51]

Karakteristik kedua adalah memiliki *underlying asset* atau aset yang menjadi dasar penerbitan. Berbeda dengan obligasi konvensional yang hanya menunjukkan hubungan utang-piutang antara penerbit dan investor,

---

[50] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Laporan Kinerja Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Tahun 2024*.

[51] Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia. (2023). *Kompilasi Fatwa DSN-MUI tentang Pasar Modal Syariah*. Jakarta: DSN-MUI.

SBSN diterbitkan dengan dukungan aset riil yang memiliki nilai ekonomi. Underlying asset tersebut dapat berupa Barang Milik Negara (BMN), proyek pembangunan pemerintah, tanah, bangunan, maupun aset lainnya yang memenuhi persyaratan syariah sebagaimana diatur dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008. Keberadaan aset tersebut memberikan legitimasi bahwa transaksi SBSN didasarkan pada kepemilikan atau pemanfaatan aset nyata sehingga sesuai dengan prinsip keuangan Islam.[52]

Karakteristik ketiga adalah menggunakan akad syariah sebagai dasar hubungan hukum antara pemerintah dan investor. Dalam SBSN, hubungan yang tercipta bukan semata-mata hubungan kreditur dan debitur sebagaimana pada obligasi konvensional, melainkan hubungan yang dibangun berdasarkan akad syariah tertentu. Dengan demikian, investor memperoleh hak atas manfaat ekonomi dari aset yang menjadi dasar penerbitan sesuai dengan akad yang digunakan. Mekanisme tersebut mencerminkan prinsip keadilan, transparansi, dan pembagian manfaat yang menjadi ciri utama sistem keuangan syariah.[53]

Karakteristik keempat adalah memberikan imbalan (yield atau return) sesuai prinsip syariah**.** Imbalan yang diterima investor bukan merupakan bunga, melainkan berupa ujrah (fee), margin, atau bagi hasil yang berasal dari manfaat ekonomi aset atau proyek yang menjadi dasar penerbitan SBSN. Besaran imbalan tersebut telah ditentukan pada saat penerbitan sesuai dengan akad yang digunakan dan dibayarkan secara berkala hingga jatuh tempo. Dengan mekanisme tersebut, SBSN tetap mampu memberikan

[52] Republik Indonesia. (2008). *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*.

[53] Lahsasna, A. (2022). *Introduction to Islamic Capital Markets*. Wiley.

tingkat pengembalian yang kompetitif tanpa melanggar prinsip-prinsip syariah.[54]

Karakteristik kelima adalah pembayaran imbalan dan pelunasan dijamin oleh pemerintah. Berdasarkan ketentuan perundang-undangan, pemerintah Republik Indonesia menjamin pembayaran imbalan serta pelunasan nilai nominal SBSN pada saat jatuh tempo. Jaminan tersebut menjadikan SBSN sebagai salah satu instrumen investasi dengan tingkat risiko gagal bayar (*default risk*) yang relatif rendah. Kondisi ini meningkatkan kepercayaan investor domestik maupun internasional sehingga SBSN menjadi salah satu instrumen investasi yang banyak diminati dalam pasar keuangan syariah.[55]

Karakteristik keenam adalah dapat diperdagangkan di pasar sekunder, terutama untuk jenis SBSN yang bersifat *tradable*. Setelah diterbitkan di pasar perdana, sebagian besar seri SBSN dapat diperjualbelikan kembali melalui pasar sekunder sehingga memberikan fleksibilitas kepada investor yang ingin mencairkan investasinya sebelum jatuh tempo. Namun demikian, terdapat beberapa jenis SBSN, seperti Sukuk Tabungan (ST), yang memiliki ketentuan khusus sehingga tidak dapat diperdagangkan secara bebas dan hanya dapat dicairkan melalui mekanisme tertentu yang telah ditetapkan pemerintah.[56]

Karakteristik ketujuh adalah memiliki beragam jenis dan tujuan penerbitan**.** Pemerintah Indonesia menerbitkan berbagai jenis SBSN, seperti Project Based Sukuk (PBS), Sukuk Ritel (SR), Sukuk Tabungan (ST), Green

---

[54] Islamic Financial Services Board. (2023). *Islamic Financial Services Industry Stability Report*. Kuala Lumpur: IFSB.

[55] Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024*. Jakarta: OJK.

[56] Ibid.

Sukuk, Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS), dan Global Sukuk. Masing-masing jenis memiliki karakteristik, target investor, jangka waktu, serta tujuan penerbitan yang berbeda. Diversifikasi tersebut memberikan fleksibilitas kepada pemerintah dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan sekaligus memperluas pilihan investasi bagi masyarakat dan investor institusi.[57]

Selain itu, SBSN juga memiliki karakteristik sebagai instrumen yang mendukung pembangunan berkelanjutan**.** Dalam beberapa tahun terakhir, pemerintah aktif menerbitkan Green Sukuk sebagai instrumen pembiayaan proyek-proyek ramah lingkungan, seperti energi terbarukan, pengelolaan sumber daya air, transportasi berkelanjutan, dan mitigasi perubahan iklim. Penerbitan Green Sukuk menunjukkan bahwa SBSN tidak hanya berfungsi sebagai sumber pembiayaan negara, tetapi juga menjadi instrumen yang mendukung pencapaian tujuan pembangunan berkelanjutan (*Sustainable Development Goals*).[58]

Berdasarkan karakteristik tersebut, dapat dipahami bahwa SBSN merupakan instrumen investasi yang memiliki keunikan dibandingkan instrumen keuangan konvensional. Keberadaan underlying asset, penggunaan akad syariah, jaminan pemerintah, serta kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah menjadikan SBSN sebagai instrumen yang aman, transparan, dan kompetitif. Karakteristik inilah yang mendorong meningkatnya minat investor terhadap SBSN dan menjadi salah satu faktor

[57] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Laporan Kinerja Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Tahun 2024*.

[58] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Green Sukuk Report 2024*. Jakarta: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko.

yang memengaruhi dinamika harga maupun imbal hasilnya di pasar keuangan.

4. Akad dalam Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Akad merupakan unsur fundamental dalam penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Dalam keuangan syariah, akad diartikan sebagai kesepakatan yang menimbulkan hak dan kewajiban bagi para pihak sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Berbeda dengan obligasi konvensional yang didasarkan pada hubungan utang-piutang berbunga, SBSN menggunakan akad yang mencerminkan transaksi riil sehingga terbebas dari unsur riba, gharar (ketidakjelasan), dan maysir (spekulasi). Penggunaan akad tersebut menjadi dasar legal sekaligus dasar syariah dalam penerbitan sukuk negara.[59]

Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 menyatakan bahwa penerbitan SBSN harus menggunakan prinsip syariah yang dituangkan dalam suatu akad. Ketentuan tersebut diperkuat oleh fatwa Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) yang mengatur berbagai bentuk akad yang dapat digunakan dalam penerbitan SBSN. Setiap akad memiliki karakteristik, mekanisme transaksi, dan objek yang berbeda sesuai dengan kebutuhan pembiayaan pemerintah serta karakteristik aset yang menjadi *underlying asset*.[60]

Akad yang paling banyak digunakan dalam penerbitan SBSN di Indonesia adalah akad ijarah. Dalam akad ini, pemerintah memperoleh dana dari investor melalui pemanfaatan aset yang kemudian disewakan kembali kepada pemerintah. Investor memperoleh imbalan berupa ujrah (sewa) yang

[59] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Laporan Kinerja Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Tahun 2024*.

[60] Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia. (2023). *Kompilasi Fatwa DSN-MUI tentang Pasar Modal Syariah*. Jakarta: DSN-MUI.

dibayarkan secara periodik selama jangka waktu sukuk berlangsung. Karena berbasis manfaat aset (*usufruct*), akad ijarah menjadi salah satu akad yang paling stabil dan banyak digunakan dalam penerbitan Project Based Sukuk (PBS) maupun Sukuk Ritel.[61]

Selain akad ijarah, pemerintah juga menggunakan **akad wakalah**. Dalam akad ini, investor memberikan kuasa (*wakalah*) kepada pemerintah atau *Special Purpose Vehicle* (SPV) untuk mengelola dana yang dihimpun sesuai tujuan penerbitan sukuk. Dana tersebut kemudian diinvestasikan pada aset atau proyek pemerintah yang memenuhi prinsip syariah. Imbalan yang diterima investor berasal dari hasil pengelolaan aset tersebut sesuai dengan ketentuan akad. Dalam beberapa tahun terakhir, akad wakalah semakin banyak digunakan, termasuk pada penerbitan Green Sukuk dan Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS), karena memberikan fleksibilitas yang lebih besar dalam pengelolaan aset.[62]

Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 juga membuka kemungkinan penggunaan akad lain, seperti mudharabah**,** musyarakah**,** dan istisna'**.** Akad mudharabah merupakan kerja sama antara pemilik modal dan pengelola usaha dengan sistem bagi hasil sesuai nisbah yang disepakati. Akad musyarakah merupakan kerja sama penyertaan modal antara dua pihak atau lebih yang berbagi keuntungan dan risiko sesuai porsi kontribusi. Sementara itu, akad istisna' digunakan untuk pembiayaan pembangunan atau pemesanan suatu aset yang proses penyelesaiannya dilakukan secara bertahap. Walaupun ketiga akad tersebut tersedia dalam regulasi,

[61] Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024*. Jakarta: OJK.

[62] Lahsasna, A. (2022). *Introduction to Islamic Capital Markets*. Wiley.

penerapannya pada SBSN Indonesia relatif lebih terbatas dibandingkan akad ijarah dan wakalah.[63]

Penggunaan berbagai akad dalam SBSN menunjukkan fleksibilitas instrumen keuangan syariah dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan pemerintah. Setiap akad dirancang agar tetap memenuhi prinsip keadilan, transparansi, kepastian hukum, dan kepatuhan terhadap syariah. Oleh karena itu, sebelum diterbitkan, setiap seri SBSN wajib memperoleh pernyataan kesesuaian syariah (*Sharia Compliance Opinion*) dari DSN-MUI sehingga investor memperoleh kepastian bahwa instrumen tersebut telah memenuhi ketentuan syariah yang berlaku.[2]

5. Jenis-Jenis Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Seiring dengan meningkatnya kebutuhan pembiayaan negara dan berkembangnya pasar keuangan syariah, pemerintah Indonesia menerbitkan berbagai jenis SBSN yang disesuaikan dengan karakteristik investor, tujuan pembiayaan, dan mekanisme perdagangan. Diversifikasi jenis SBSN bertujuan memperluas basis investor sekaligus meningkatkan efektivitas pembiayaan pembangunan nasional.[5]

Jenis SBSN yang paling banyak diperdagangkan adalah Project Based Sukuk (PBS)**.** PBS merupakan sukuk negara yang diterbitkan terutama untuk membiayai proyek-proyek pembangunan pemerintah, seperti pembangunan jalan nasional, jembatan, bendungan, jalur kereta api, perguruan tinggi, rumah sakit, dan infrastruktur strategis lainnya. PBS juga menjadi seri acuan (*benchmark series*) di pasar sekunder sehingga banyak digunakan dalam penelitian mengenai pergerakan harga maupun imbal hasil SBSN.[6]

[63] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Laporan Kinerja Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Tahun 2024*.

Jenis berikutnya adalah Sukuk Ritel (SR)**.** Sukuk Ritel diterbitkan khusus bagi Warga Negara Indonesia sebagai investor individu dengan nilai investasi yang relatif terjangkau. Instrumen ini bertujuan meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pembiayaan pembangunan nasional sekaligus memperluas inklusi keuangan syariah. Sukuk Ritel bersifat tradable**,** sehingga dapat diperjualbelikan kembali di pasar sekunder setelah melewati masa minimum kepemilikan (*holding period*).[64]

Pemerintah juga menerbitkan Sukuk Tabungan (ST) yang ditujukan bagi investor individu. Berbeda dengan Sukuk Ritel, Sukuk Tabungan tidak diperdagangkan di pasar sekunder, namun memberikan fasilitas *early redemption*, yaitu pencairan sebagian dana sebelum jatuh tempo sesuai ketentuan yang berlaku. Karakteristik tersebut menjadikan Sukuk Tabungan sesuai bagi masyarakat yang menginginkan investasi syariah dengan tingkat keamanan tinggi dan risiko relatif rendah.[65]

Jenis SBSN lainnya adalah Green Sukuk, yaitu sukuk negara yang hasil penerbitannya digunakan untuk membiayai proyek-proyek yang berorientasi pada pelestarian lingkungan dan pembangunan berkelanjutan. Dana yang diperoleh dari Green Sukuk dialokasikan untuk sektor energi terbarukan, transportasi berkelanjutan, efisiensi energi, pengelolaan limbah, konservasi sumber daya alam, serta berbagai proyek mitigasi perubahan iklim. Indonesia menjadi salah satu negara pertama di dunia yang menerbitkan sovereign green sukuk secara internasional, sehingga memperoleh pengakuan sebagai pelopor pembiayaan hijau berbasis syariah.[66]

---

[64] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Green Sukuk Report 2024*. Jakarta: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko.

[65] Islamic Financial Services Board. (2023). *Islamic Financial Services Industry Stability Report*. Kuala Lumpur: IFSB.

[66] Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024*. Jakarta: OJK.

Selanjutnya terdapat *Cash Waqf Linked Sukuk* (CWLS)**,** yaitu inovasi pembiayaan syariah yang mengintegrasikan instrumen wakaf uang dengan SBSN. Melalui instrumen ini, dana wakaf masyarakat diinvestasikan pada SBSN, sedangkan hasil investasinya digunakan untuk membiayai berbagai program sosial, pendidikan, kesehatan, dan pemberdayaan ekonomi umat. Model ini menunjukkan bahwa SBSN tidak hanya berfungsi sebagai instrumen investasi, tetapi juga sebagai sarana pengembangan ekonomi sosial syariah.[67]

Selain diterbitkan di dalam negeri, pemerintah juga menerbitkan Global Sukuk, yaitu SBSN yang dipasarkan kepada investor internasional dalam mata uang asing. Penerbitan Global Sukuk bertujuan memperluas sumber pembiayaan negara, meningkatkan cadangan devisa, serta memperkuat posisi Indonesia di pasar keuangan syariah global. Tingginya minat investor internasional terhadap Global Sukuk menunjukkan meningkatnya kepercayaan terhadap fundamental ekonomi Indonesia serta kredibilitas pengelolaan keuangan negara.[68]

Beragamnya jenis SBSN memberikan fleksibilitas bagi pemerintah dalam memilih sumber pembiayaan yang paling efisien sesuai kondisi pasar. Di sisi lain, masyarakat dan investor institusi memperoleh lebih banyak alternatif investasi syariah sesuai tujuan investasi, tingkat risiko, dan jangka waktu yang diinginkan. Diversifikasi instrumen tersebut juga menjadi salah satu faktor yang mendukung perkembangan pasar keuangan syariah Indonesia dalam beberapa tahun terakhir.

---

[67] Lahsasna, A. (2022). *Introduction to Islamic Capital Markets*. Wiley.

[68] Islamic Financial Services Board. (2023). *Islamic Financial Services Industry Stability Report*. Kuala Lumpur: IFSB.

6. Mekanisme Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Mekanisme penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan serangkaian proses yang dilakukan oleh Pemerintah Republik Indonesia untuk memperoleh sumber pembiayaan berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Proses tersebut dirancang secara sistematis agar setiap penerbitan SBSN memenuhi aspek legal, kepatuhan syariah, transparansi, dan akuntabilitas. Berbeda dengan penerbitan obligasi konvensional, penerbitan SBSN harus didukung oleh aset yang menjadi dasar transaksi (*underlying asset*) serta menggunakan akad syariah yang telah memperoleh persetujuan dari Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Oleh karena itu, mekanisme penerbitan SBSN melibatkan berbagai institusi, seperti Kementerian Keuangan, Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bursa Efek Indonesia (BEI), lembaga penunjang pasar modal, dan investor.[69]

Tahap pertama dalam penerbitan SBSN adalah perencanaan kebutuhan pembiayaan. Pada tahap ini pemerintah melalui Kementerian Keuangan menyusun strategi pembiayaan APBN dengan mempertimbangkan kondisi fiskal, kebutuhan pembiayaan defisit anggaran, pembiayaan proyek strategis nasional, kondisi pasar keuangan, serta profil jatuh tempo utang negara. Hasil perencanaan tersebut menjadi dasar dalam menentukan jumlah penerbitan, jenis SBSN, jangka waktu (*tenor*), metode penerbitan, serta waktu pelaksanaan penerbitan. Perencanaan yang baik bertujuan menjaga keberlanjutan fiskal sekaligus meminimalkan biaya pembiayaan pemerintah.[70]

---

[69] K. Nisak. (2022). *Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan APBN dan Proyek Pemerintah*. *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(1).

[70] Ibid.

Tahap kedua adalah penetapan underlying asset. Underlying asset merupakan aset yang menjadi dasar penerbitan SBSN dan menjadi karakteristik utama yang membedakannya dari surat utang konvensional. Berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan, underlying asset dapat berupa Barang Milik Negara (BMN), tanah, bangunan, maupun proyek pemerintah yang telah dialokasikan dalam APBN. Aset tersebut harus memiliki nilai ekonomi dan memenuhi ketentuan syariah sehingga transaksi SBSN benar-benar didukung oleh aset riil (*asset-based financing*). Keberadaan underlying asset juga memberikan kepastian hukum sekaligus meningkatkan kepercayaan investor terhadap instrumen SBSN.[71]

Tahap ketiga adalah penyusunan struktur akad syariah. Setelah underlying asset ditetapkan, pemerintah menentukan akad syariah yang akan digunakan sesuai karakteristik penerbitan SBSN. Akad yang paling sering digunakan adalah *ijarah* dan *wakalah*, meskipun regulasi juga memperbolehkan penggunaan akad *mudharabah*, *musyarakah*, *istisna'*, maupun kombinasi beberapa akad. Struktur akad tersebut kemudian dikaji oleh DSN-MUI untuk memastikan bahwa seluruh transaksi memenuhi prinsip syariah dan terbebas dari unsur riba, gharar, serta maysir. Setelah memperoleh opini kesesuaian syariah, struktur penerbitan dapat dilanjutkan ke tahap berikutnya.[72]

Tahap keempat adalah pembentukan Special Purpose Vehicle (SPV)**.** Dalam penerbitan SBSN, pemerintah membentuk perusahaan penerbit khusus (*Special Purpose Vehicle*) yang bertindak sebagai wakil pemerintah dalam melakukan transaksi dengan investor. SPV berfungsi menerima

[71] Kustiawan Abdurrahman. (2024). *Analisis Penerbitan Sukuk di Indonesia*.

[72] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2024). *Rencana Lelang SBSN dan Struktur Akad Penerbitan*.

pengalihan manfaat atas underlying asset, menerbitkan SBSN kepada investor, serta menyalurkan pembayaran imbalan dan pelunasan pokok pada saat jatuh tempo. Pembentukan SPV bertujuan memberikan kepastian hukum terhadap struktur transaksi sekaligus memastikan bahwa kepemilikan manfaat atas aset dapat dialihkan sesuai prinsip syariah.[73]

Tahap kelima adalah penerbitan dan penawaran SBSN kepada investor**.** Pemerintah menggunakan beberapa metode penerbitan, yaitu melalui lelang (*auction*)**,** *book building***,** dan *private placement***.** Metode lelang umumnya digunakan untuk seri benchmark yang diperdagangkan di pasar sekunder, sedangkan metode book building banyak digunakan pada Sukuk Ritel dan Sukuk Tabungan. Adapun metode private placement digunakan untuk investor tertentu, seperti Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI) maupun penerbitan khusus lainnya. Pemilihan metode penerbitan disesuaikan dengan karakteristik investor serta kondisi pasar pada saat penerbitan.[74]

Setelah proses penawaran selesai, dilakukan penjatahan (*allocation*) kepada investor yang memenangkan proses penerbitan. Dana hasil penerbitan kemudian disetorkan ke Kas Umum Negara sebagai bagian dari pembiayaan APBN atau pembiayaan proyek tertentu sesuai dengan jenis SBSN yang diterbitkan. Selanjutnya pemerintah berkewajiban membayarkan imbalan (*coupon/ujrah*) secara berkala sesuai jadwal yang telah ditetapkan hingga jatuh tempo. Pada saat jatuh tempo, pemerintah melunasi nilai nominal SBSN kepada investor sesuai ketentuan yang berlaku. Seluruh pembayaran tersebut dijamin oleh pemerintah sehingga

[73] K. Nisak. (2022). *Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan APBN dan Proyek Pemerintah*. *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(1).

[74] Ibid.

menjadikan SBSN sebagai salah satu instrumen investasi dengan tingkat risiko gagal bayar yang relatif rendah.[75]

Bagi SBSN yang bersifat *tradable*, setelah diterbitkan instrumen tersebut dapat diperdagangkan di pasar sekunder melalui Bursa Efek Indonesia atau pasar *over-the-counter* (OTC). Perdagangan di pasar sekunder memungkinkan investor menjual kembali SBSN sebelum jatuh tempo sehingga meningkatkan likuiditas instrumen tersebut. Harga SBSN di pasar sekunder akan dipengaruhi oleh kondisi pasar, perubahan tingkat suku bunga, inflasi, likuiditas, serta persepsi investor terhadap risiko. Oleh karena itu, mekanisme perdagangan di pasar sekunder memiliki peranan penting dalam pembentukan harga dan imbal hasil (*yield*) SBSN.[76]

Secara keseluruhan, mekanisme penerbitan SBSN menunjukkan bahwa instrumen ini tidak hanya memenuhi aspek hukum dan prinsip syariah, tetapi juga menerapkan tata kelola yang baik (*good governance*) dalam setiap tahapannya. Keterlibatan berbagai lembaga, keberadaan underlying asset, penggunaan akad syariah, serta jaminan pemerintah menjadikan SBSN sebagai instrumen pembiayaan negara yang kredibel, transparan, dan semakin diminati oleh investor domestik maupun internasional.

7. Perkembangan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia

Perkembangan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia menunjukkan kemajuan yang sangat pesat sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2008. Penerbitan SBSN merupakan langkah strategis pemerintah dalam melakukan diversifikasi sumber pembiayaan negara melalui instrumen yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Selain menjadi

[75] BPKH. (2023). *Kupas Tuntas Investasi SBSN*
[76] R. Febriyanti. (2026). *Pasar Sukuk: Sistem dan Operasionalnya di Indonesia*.

alternatif pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), SBSN juga berperan dalam mempercepat perkembangan pasar keuangan syariah nasional, memperluas basis investor, serta meningkatkan daya saing Indonesia di pasar keuangan syariah global.[77]

Pada awal penerbitannya, SBSN hanya terdiri atas beberapa seri dengan nilai penerbitan yang relatif terbatas. Namun, seiring meningkatnya kebutuhan pembiayaan pembangunan dan tingginya minat investor terhadap instrumen syariah, pemerintah secara konsisten meningkatkan frekuensi maupun volume penerbitan SBSN. Inovasi juga terus dilakukan melalui penerbitan berbagai seri, seperti Project Based Sukuk (PBS), Sukuk Ritel (SR), Sukuk Tabungan (ST), Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS), Green Sukuk, hingga Global Sukuk yang dipasarkan kepada investor internasional. Diversifikasi tersebut menunjukkan bahwa SBSN telah berkembang menjadi salah satu instrumen utama dalam strategi pembiayaan pemerintah sekaligus mendukung pendalaman pasar keuangan syariah domestik.[78]

Perkembangan SBSN semakin signifikan setelah pemerintah mulai memanfaatkan instrumen ini untuk membiayai proyek-proyek infrastruktur melalui skema *Project Based Sukuk* (PBS)**.** Dana yang dihimpun dari penerbitan PBS digunakan untuk membiayai pembangunan jalan nasional, jembatan, bendungan, jalur kereta api, perguruan tinggi, rumah sakit, sarana transportasi, serta berbagai proyek strategis nasional lainnya. Skema tersebut memberikan manfaat ganda, yaitu membantu pemerintah memperoleh sumber pembiayaan yang efisien sekaligus memastikan bahwa dana

[77] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko: Perkembangan SBSN*.

[78] Nisak, K. (2022). *Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan APBN dan Proyek Pemerintah*. *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(1).

masyarakat digunakan secara langsung untuk pembangunan aset produktif yang memberikan manfaat ekonomi jangka panjang.[79]

Dalam perkembangannya, Indonesia juga memperoleh pengakuan internasional sebagai salah satu pelopor penerbitan **Green Sukuk**. Sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2018, Green Sukuk menjadi instrumen pembiayaan yang digunakan untuk mendukung proyek-proyek ramah lingkungan, seperti energi terbarukan, efisiensi energi, transportasi berkelanjutan, pengelolaan limbah, konservasi sumber daya air, dan mitigasi perubahan iklim. Hingga tahun 2024, pemerintah terus memperluas penerbitan Green Sukuk baik di pasar domestik maupun internasional sebagai bagian dari komitmen mencapai target pembangunan berkelanjutan (*Sustainable Development Goals/SDGs*) dan target penurunan emisi karbon nasional.[80]

Selain Green Sukuk, pemerintah juga mengembangkan *Cash Waqf Linked Sukuk* (CWLS) sebagai inovasi pembiayaan sosial syariah. Melalui instrumen ini, dana wakaf uang yang dihimpun dari masyarakat diinvestasikan pada SBSN, sedangkan hasil investasinya dimanfaatkan untuk membiayai berbagai program sosial, pendidikan, kesehatan, dan pemberdayaan ekonomi masyarakat. Kehadiran CWLS menunjukkan bahwa SBSN tidak hanya berfungsi sebagai instrumen investasi, tetapi juga sebagai instrumen yang mampu mengintegrasikan aspek komersial dan sosial dalam sistem keuangan syariah Indonesia.[81]

Perkembangan SBSN juga tercermin dari meningkatnya kepercayaan investor domestik maupun internasional. Hal tersebut terlihat dari tingginya

[79] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2024). *Project Based Sukuk*

[80] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2024). *Green Sukuk sebagai Bentuk Komitmen Indonesia untuk Perubahan Iklim*.

[81] Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Cash Waqf Linked Sukuk*.

tingkat permintaan (*oversubscription*) pada berbagai penerbitan Sukuk Negara, baik Sukuk Ritel maupun Global Sukuk. Pada tahun 2024 pemerintah kembali berhasil menerbitkan Global Sukuk senilai sekitar USD2,35 miliar, yang menunjukkan bahwa instrumen SBSN Indonesia tetap memperoleh respons positif dari investor global meskipun kondisi pasar keuangan internasional masih menghadapi ketidakpastian akibat tingginya suku bunga global dan tekanan geopolitik.[82]

Secara keseluruhan, perkembangan SBSN menunjukkan bahwa instrumen ini telah menjadi salah satu pilar penting dalam sistem pembiayaan negara. Inovasi produk yang berkelanjutan, meningkatnya partisipasi investor, serta semakin luasnya pemanfaatan dana SBSN untuk pembangunan nasional memperlihatkan bahwa sukuk negara tidak hanya berfungsi sebagai instrumen fiskal, tetapi juga sebagai penggerak perkembangan industri keuangan syariah Indonesia.

8. Peran Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pembiayaan APBN

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) memiliki peran yang sangat strategis dalam pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Dalam struktur APBN, penerbitan SBSN merupakan salah satu instrumen pembiayaan yang digunakan pemerintah untuk menutup defisit anggaran ketika kebutuhan belanja negara lebih besar dibandingkan dengan penerimaan negara. Melalui penerbitan SBSN, pemerintah memperoleh sumber dana yang berasal dari masyarakat maupun investor institusi tanpa harus bergantung sepenuhnya pada pinjaman luar negeri.[83]

---

[82] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2024). *Penerbitan Global Sukuk Republik Indonesia*.

[83] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2024). *Pembiayaan APBN melalui Surat Berharga Negara*.

Selain berfungsi sebagai instrumen pembiayaan defisit APBN, SBSN juga digunakan untuk membiayai proyek-proyek pembangunan nasional. Skema Project Based Sukuk (PBS) memungkinkan dana hasil penerbitan SBSN dialokasikan secara langsung kepada proyek-proyek strategis pemerintah yang telah tercantum dalam APBN. Melalui mekanisme tersebut, pembangunan infrastruktur tidak hanya memperoleh sumber pendanaan yang lebih berkelanjutan, tetapi juga meningkatkan transparansi penggunaan dana karena proyek yang dibiayai dapat diidentifikasi secara jelas.[84]

SBSN juga berperan dalam melakukan diversifikasi sumber pembiayaan pemerintah. Sebelum adanya SBSN, pemerintah lebih banyak mengandalkan Surat Utang Negara (SUN) konvensional dan pinjaman luar negeri. Kehadiran SBSN memberikan alternatif pembiayaan yang sesuai dengan prinsip syariah sehingga mampu memperluas basis investor, terutama investor syariah domestik maupun internasional. Diversifikasi tersebut penting untuk mengurangi ketergantungan terhadap satu jenis instrumen pembiayaan sekaligus meningkatkan ketahanan fiskal pemerintah dalam menghadapi dinamika pasar keuangan global.[85]

Dari sisi pembangunan ekonomi, SBSN memberikan efek berganda (*multiplier effect*) karena dana yang dihimpun digunakan untuk membiayai pembangunan infrastruktur, meningkatkan konektivitas antarwilayah, memperbaiki kualitas layanan publik, menciptakan lapangan kerja, serta mendorong pertumbuhan ekonomi

[84] Nisak, K. (2022). *Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan APBN dan Proyek Pemerintah*.

[85] Rohmatin, A., Firmansyah, F., & Fadllan. (2025). *Peran Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia*.

nasional. Oleh sebab itu, manfaat SBSN tidak hanya dirasakan oleh pemerintah sebagai penerbit, tetapi juga oleh masyarakat melalui peningkatan kualitas pembangunan dan pelayanan publik.[86]

Di samping fungsi fiskal, SBSN berperan dalam memperkuat industri keuangan syariah nasional. Semakin meningkatnya penerbitan SBSN mendorong pertumbuhan pasar modal syariah, memperluas pilihan instrumen investasi, meningkatkan likuiditas pasar keuangan syariah, serta menciptakan benchmark bagi instrumen keuangan syariah lainnya. Dengan demikian, SBSN memiliki kontribusi yang tidak hanya terbatas pada pembiayaan APBN, tetapi juga terhadap penguatan ekosistem ekonomi dan keuangan syariah di Indonesia.[87]

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa SBSN merupakan instrumen pembiayaan negara yang memiliki fungsi multidimensional. Selain menjadi sumber pembiayaan defisit APBN, SBSN juga mendukung pembangunan infrastruktur, memperluas basis investor, memperkuat pasar keuangan syariah, serta meningkatkan stabilitas fiskal nasional. Peran tersebut menjadikan SBSN sebagai salah satu instrumen strategis dalam mendukung pembangunan ekonomi Indonesia secara berkelanjutan.

2.1.2 Imbal Hasil (Yield) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

1. Pengertian imbal hasil (yield)

Imbal hasil (*yield*) merupakan salah satu indikator utama yang digunakan investor dalam menilai tingkat keuntungan dari suatu instrumen pendapatan tetap (*fixed income*), termasuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Yield menggambarkan tingkat pengembalian

[86] Rohmatin, A., Firmansyah, F., & Fadllan. (2025). *Peran Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia*.

[87] Ibid.

yang diharapkan investor berdasarkan harga pasar instrumen, besarnya imbalan (kupon atau ujrah), serta jangka waktu investasi. Dalam praktik investasi, yield lebih mencerminkan tingkat keuntungan yang sesungguhnya dibandingkan hanya melihat besarnya kupon, karena perhitungannya memperhitungkan harga pasar yang selalu berubah.[88]

Pada SBSN, imbal hasil merupakan tingkat pengembalian yang diterima investor berdasarkan mekanisme syariah yang digunakan dalam penerbitan sukuk. Berbeda dengan obligasi konvensional yang menggunakan bunga (*interest*), SBSN memberikan imbalan berupa ujrah, margin, atau bagi hasil sesuai dengan akad yang digunakan. Oleh karena itu, istilah yield pada SBSN lebih tepat dipahami sebagai tingkat pengembalian investasi yang berasal dari manfaat ekonomi aset (*underlying asset*) dan perubahan harga sukuk di pasar sekunder.[89]

Dalam pasar keuangan, yield memiliki hubungan yang berlawanan (*inverse relationship*) dengan harga obligasi maupun sukuk. Ketika harga SBSN meningkat akibat tingginya permintaan investor, tingkat yield akan menurun karena investor memperoleh tingkat pengembalian yang lebih kecil dibandingkan harga yang dibayarkan. Sebaliknya, apabila harga SBSN mengalami penurunan, yield akan meningkat karena investor dapat membeli instrumen tersebut dengan harga yang lebih rendah tetapi tetap memperoleh imbalan yang sama hingga jatuh tempo. Hubungan terbalik tersebut menjadikan yield

[88] Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities* (9th ed.). McGraw-Hill.

[89] Taqi, M., & Mirakhor, A. (2022). *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*. De Gruyter.

sebagai indikator yang sangat sensitif terhadap perubahan kondisi pasar, kebijakan moneter, inflasi, maupun tingkat likuiditas.[90]

Bagi investor, yield menjadi dasar dalam pengambilan keputusan investasi karena menunjukkan tingkat keuntungan yang dapat diperoleh dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya. Sementara bagi pemerintah sebagai penerbit SBSN, perubahan yield mencerminkan biaya pendanaan (*cost of borrowing*) yang harus ditanggung dalam memperoleh dana dari pasar. Semakin tinggi yield yang diminta investor, semakin besar pula biaya yang harus dikeluarkan pemerintah dalam menerbitkan SBSN. Oleh karena itu, stabilitas yield menjadi salah satu indikator penting dalam pengelolaan pembiayaan negara dan pengembangan pasar keuangan syariah.[91]

Dalam penelitian ini, yield SBSN diposisikan sebagai variabel dependen yang dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi dan pasar, seperti risiko pasar, likuiditas, dan inflasi. Perubahan ketiga variabel tersebut dapat memengaruhi persepsi investor terhadap risiko investasi sehingga berdampak pada perubahan harga dan imbal hasil SBSN di pasar sekunder. Oleh karena itu, analisis terhadap yield menjadi penting untuk memahami dinamika pasar Surat Berharga Syariah Negara di Indonesia.[92]

2. Jenis-Jenis Imbal Hasil (Yield)

Dalam analisis investasi obligasi maupun sukuk, terdapat beberapa ukuran yield yang digunakan untuk mengevaluasi tingkat

[90] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.). McGraw-Hill.
[91] International Monetary Fund. (2023). *Global Financial Stability Report*.
[92] Smaoui, H., & Ghouma, H. (2022). "Determinants of Sovereign Sukuk Yield: International Evidence." *The Quarterly Review of Economics and Finance* (Scopus).

pengembalian investasi. Masing-masing ukuran memiliki tujuan dan metode perhitungan yang berbeda sehingga penggunaannya disesuaikan dengan kebutuhan analisis investor maupun peneliti.

a. Current Yield

Current Yield merupakan ukuran sederhana yang menunjukkan tingkat pengembalian tahunan berdasarkan besarnya imbalan (kupon atau ujrah) dibandingkan dengan harga pasar instrumen pada saat tertentu. *Current Yield* hanya memperhitungkan pendapatan tahunan yang diterima investor tanpa memasukkan keuntungan atau kerugian akibat perubahan harga hingga jatuh tempo. Oleh karena itu, indikator ini lebih tepat digunakan untuk melihat pendapatan periodik yang diperoleh investor dalam jangka pendek.[93]

Dalam investasi SBSN, Current Yield dapat berubah setiap saat mengikuti fluktuasi harga di pasar sekunder. Apabila harga SBSN turun sementara nilai kupon tetap, maka Current Yield akan meningkat. Sebaliknya, ketika harga SBSN naik, Current Yield akan menurun. Karena tidak memperhitungkan nilai pelunasan pada saat jatuh tempo, Current Yield umumnya digunakan sebagai indikator awal dalam mengevaluasi daya tarik suatu instrumen investasi.[94]

b. *Yield to Maturity* (YTM)

Yield to Maturity (YTM) merupakan ukuran yield yang paling banyak digunakan dalam penelitian mengenai obligasi dan sukuk karena memberikan gambaran tingkat pengembalian investasi secara menyeluruh hingga instrumen tersebut jatuh tempo. YTM

[93] Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities* (9th ed.).
[94] Ibid.

memperhitungkan seluruh arus kas yang diterima investor, yaitu pembayaran kupon atau ujrah secara berkala serta pelunasan nilai nominal pada saat jatuh tempo. Selain itu, YTM juga mempertimbangkan harga beli instrumen sehingga menghasilkan estimasi tingkat keuntungan yang lebih akurat dibandingkan *Current Yield*.[95]

Dalam penelitian mengenai SBSN, Yield to Maturity sering digunakan sebagai indikator utama karena mampu menggambarkan kondisi pasar secara lebih komprehensif. Nilai YTM dipengaruhi oleh perubahan harga pasar, tingkat suku bunga, inflasi, kondisi likuiditas, risiko kredit pemerintah, serta ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi di masa mendatang. Oleh sebab itu, sebagian besar penelitian empiris mengenai determinan yield SBSN maupun obligasi pemerintah menggunakan YTM sebagai variabel dependen.[96]

c. *Yield to Call* (YTC)

Yield to Call (YTC) merupakan tingkat pengembalian yang dihitung apabila suatu obligasi atau sukuk dilunasi lebih awal (*call option*) sebelum mencapai tanggal jatuh tempo. Perhitungan YTC mempertimbangkan seluruh pembayaran kupon hingga tanggal pelunasan awal serta harga penebusan (*call price*) yang telah ditentukan dalam ketentuan penerbitan instrumen.[97]

Pada praktiknya, Yield to Call lebih banyak digunakan pada instrumen yang memiliki fitur *callable bond* atau *callable sukuk*.

[95] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.).

[96] Smaoui, H., & Ghouma, H. (2022). "Determinants of Sovereign Sukuk Yield: International Evidence." *The Quarterly Review of Economics and Finance* (Scopus).

[97] Taqi, M., & Mirakhor, A. (2022). *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*.

Namun, sebagian besar seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah Indonesia tidak memiliki fitur pelunasan lebih awal oleh pemerintah, sehingga ukuran YTC relatif jarang digunakan dalam penelitian mengenai SBSN. Oleh karena itu, penelitian ini lebih memfokuskan analisis pada Yield to Maturity (YTM) karena lebih sesuai dengan karakteristik data yield SBSN yang dipublikasikan oleh Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) maupun Bank Indonesia.[98]

Berdasarkan uraian tersebut, dapat dipahami bahwa masing-masing jenis yield memiliki fungsi analisis yang berbeda. Current Yield digunakan untuk mengukur tingkat pendapatan tahunan berdasarkan harga pasar saat ini, Yield to Maturity memberikan estimasi tingkat keuntungan hingga jatuh tempo, sedangkan Yield to Call digunakan apabila instrumen memiliki hak pelunasan sebelum jatuh tempo. Dalam konteks penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil SBSN di Indonesia, Yield to Maturity merupakan indikator yang paling tepat karena mampu mencerminkan perubahan kondisi pasar secara menyeluruh.

3. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Imbal Hasil (*Yield*) SBSN

Imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) tidak bersifat tetap, melainkan mengalami perubahan mengikuti dinamika pasar keuangan dan kondisi perekonomian. Perubahan tersebut terjadi karena investor akan selalu menyesuaikan tingkat pengembalian yang diharapkan (*required rate of return*) terhadap risiko yang dihadapi.

[98] Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2024). *Statistik Yield SBSN Benchmark*.

Semakin tinggi risiko yang dipersepsikan investor, semakin tinggi pula tingkat yield yang diminta. Sebaliknya, apabila kondisi ekonomi stabil dan risiko investasi relatif rendah, investor bersedia menerima tingkat yield yang lebih rendah. Oleh karena itu, yield menjadi salah satu indikator yang mencerminkan kondisi pasar obligasi maupun sukuk secara keseluruhan.[99]

Dalam literatur keuangan, perubahan yield dipengaruhi oleh kombinasi faktor makroekonomi, kondisi pasar keuangan, karakteristik instrumen, serta perilaku investor. Pada penelitian mengenai Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), faktor-faktor yang paling sering digunakan sebagai variabel penjelas adalah risiko pasar, likuiditas, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, kondisi fiskal pemerintah, dan sentimen investor.[100]

Faktor pertama yang memengaruhi yield adalah **risiko pasar (market risk)**. Risiko pasar merupakan potensi kerugian akibat perubahan kondisi pasar, seperti perubahan tingkat suku bunga, volatilitas harga surat berharga, maupun perubahan kondisi ekonomi global. Ketika risiko pasar meningkat, investor cenderung meminta kompensasi berupa yield yang lebih tinggi sebagai imbalan atas risiko tambahan yang mereka tanggung. Sebaliknya, apabila kondisi pasar stabil dan tingkat ketidakpastian menurun, yield SBSN cenderung mengalami penurunan karena meningkatnya permintaan terhadap instrumen tersebut.[101]

---

[99] Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities* (9th ed.). McGraw-Hill.
[100] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.). McGraw-Hill.
[101] Smaoui, H., & Ghouma, H. (2022). "Determinants of Sovereign Sukuk Yield: International Evidence." *The Quarterly Review of Economics and Finance* (Scopus).

Faktor kedua adalah **likuiditas pasar**. Likuiditas menunjukkan kemudahan suatu instrumen diperdagangkan tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan. SBSN yang memiliki tingkat likuiditas tinggi umumnya lebih diminati investor karena dapat diperjualbelikan dengan cepat ketika dibutuhkan. Tingginya permintaan tersebut akan meningkatkan harga SBSN sehingga menyebabkan yield menurun. Sebaliknya, apabila likuiditas rendah, investor akan meminta tambahan kompensasi berupa yield yang lebih tinggi sebagai pengganti risiko kesulitan menjual kembali instrumen tersebut di pasar sekunder.[102] Faktor ketiga adalah **inflasi**. Inflasi yang meningkat akan menurunkan nilai riil pendapatan yang diterima investor di masa depan. Untuk mengimbangi penurunan daya beli tersebut, investor biasanya meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Akibatnya, kenaikan inflasi akan mendorong kenaikan yield SBSN. Sebaliknya, ketika inflasi berada pada tingkat yang rendah dan terkendali, investor cenderung menerima yield yang lebih rendah karena nilai riil investasi relatif tetap terjaga. Hubungan positif antara inflasi dan yield telah banyak dibuktikan dalam berbagai penelitian mengenai pasar obligasi pemerintah maupun pasar sukuk.[103]

Selain ketiga variabel utama tersebut, yield juga dipengaruhi oleh **kebijakan moneter** yang ditempuh bank sentral. Perubahan suku bunga kebijakan, pengendalian jumlah uang beredar, serta ekspektasi terhadap arah kebijakan moneter akan memengaruhi keputusan investasi di pasar surat berharga. Ketika bank sentral menaikkan suku bunga, investor cenderung mengalihkan investasinya ke instrumen dengan tingkat pengembalian yang lebih tinggi sehingga harga SBSN

[102] Hasbrouck, J. (2023). *Empirical Market Microstructure*. Oxford University Press.
[103] International Monetary Fund. (2023). *Global Financial Stability Report*.

turun dan yield meningkat. Sebaliknya, penurunan suku bunga umumnya mendorong kenaikan harga SBSN yang diikuti dengan penurunan yield.[104]

Di samping faktor ekonomi, **kondisi fiskal pemerintah** juga berpengaruh terhadap yield SBSN. Tingkat defisit anggaran, rasio utang pemerintah, kredibilitas kebijakan fiskal, serta kemampuan pemerintah dalam memenuhi kewajiban pembayaran utang akan memengaruhi persepsi risiko investor. Semakin baik kondisi fiskal pemerintah, semakin tinggi tingkat kepercayaan investor sehingga yield yang diminta akan semakin rendah. Sebaliknya, apabila kondisi fiskal memburuk, investor akan meminta premi risiko yang lebih besar sehingga yield meningkat.[105]

Berdasarkan uraian tersebut, dapat dipahami bahwa perubahan yield merupakan hasil interaksi berbagai faktor ekonomi makro dan kondisi pasar keuangan. Dalam penelitian ini, faktor-faktor yang dianalisis difokuskan pada risiko pasar, likuiditas, dan inflasi karena ketiga variabel tersebut secara teoritis maupun empiris memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perubahan yield SBSN di Indonesia.

4. Hubungan Harga dengan Imbal Hasil (*Yield*)

Salah satu konsep paling mendasar dalam investasi surat berharga adalah hubungan antara harga (*price*) dan imbal hasil (*yield*). Dalam teori investasi, harga obligasi maupun sukuk memiliki hubungan yang berlawanan arah (*inverse relationship*) dengan yield. Artinya, ketika harga surat berharga meningkat maka tingkat yield akan

[104] Bank for International Settlements. (2023). *Annual Economic Report*.
[105] International Monetary Fund. (2024). *Fiscal Monitor*.

menurun. Sebaliknya, apabila harga surat berharga mengalami penurunan maka yield akan meningkat. Hubungan tersebut terjadi karena besarnya imbalan yang diterima investor bersifat tetap, sedangkan harga instrumen terus berubah mengikuti mekanisme permintaan dan penawaran di pasar.[106]

Sebagai ilustrasi, apabila suatu SBSN memiliki nilai nominal Rp1.000.000 dengan imbalan tetap sebesar Rp60.000 per tahun, kemudian harga pasar SBSN meningkat menjadi Rp1.050.000 akibat tingginya permintaan investor, maka tingkat pengembalian yang diperoleh investor baru menjadi lebih kecil dibandingkan sebelumnya. Sebaliknya, apabila harga pasar turun menjadi Rp950.000, investor yang membeli pada harga tersebut tetap memperoleh imbalan Rp60.000 sehingga tingkat pengembaliannya menjadi lebih tinggi. Kondisi inilah yang menyebabkan harga dan yield selalu bergerak berlawanan arah.[107]

Hubungan negatif antara harga dan yield sangat dipengaruhi oleh perubahan kondisi ekonomi, khususnya kebijakan moneter dan ekspektasi investor. Ketika tingkat suku bunga pasar meningkat, instrumen baru biasanya menawarkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Akibatnya, permintaan terhadap SBSN yang telah beredar menurun sehingga harga turun dan yield meningkat. Sebaliknya, ketika suku bunga mengalami penurunan, investor akan lebih tertarik membeli SBSN yang memiliki tingkat imbalan relatif lebih tinggi dibandingkan instrumen baru, sehingga harga naik dan yield turun.[108]

Dalam penelitian mengenai SBSN, hubungan antara harga dan yield menjadi dasar dalam menjelaskan pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap perubahan imbal hasil. Ketiga variabel

[106] Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities* (9th ed.).
[107] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.).
[108] Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2023). *Financial Markets and Institutions* (10th ed.).

tersebut pada dasarnya memengaruhi perilaku investor dalam melakukan transaksi di pasar sekunder. Perubahan permintaan dan penawaran tersebut akan memengaruhi harga SBSN, yang selanjutnya tercermin dalam perubahan yield. Oleh karena itu, analisis yield tidak dapat dipisahkan dari analisis pergerakan harga SBSN di pasar keuangan.

2.1.3 Risiko Pasar

1. Pengertian Risiko Pasar

Risiko pasar (*market risk*) merupakan risiko yang timbul akibat perubahan kondisi pasar yang menyebabkan penurunan nilai suatu instrumen keuangan. Perubahan tersebut dapat dipengaruhi oleh fluktuasi tingkat suku bunga, nilai tukar, inflasi, harga komoditas, harga saham, maupun perubahan kondisi ekonomi makro secara umum. Dalam investasi surat berharga, risiko pasar menjadi salah satu risiko utama yang dihadapi investor karena secara langsung memengaruhi harga pasar dan tingkat imbal hasil (*yield*) instrumen investasi.[109]

Dalam konteks Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), risiko pasar didefinisikan sebagai kemungkinan terjadinya perubahan harga atau yield SBSN akibat perubahan kondisi ekonomi dan pasar keuangan. Meskipun pembayaran imbalan dan pelunasan pokok SBSN dijamin oleh pemerintah sehingga memiliki risiko gagal bayar (*default risk*) yang sangat rendah, investor tetap menghadapi risiko perubahan harga apabila menjual SBSN sebelum jatuh tempo. Oleh karena itu, nilai

[109] Boukhatem, J. (2022). *How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach*. *Heliyon*, 8(5), e09453 (Scopus).

investasi SBSN di pasar sekunder sangat dipengaruhi oleh dinamika pasar keuangan domestik maupun global.[110]

Menurut teori investasi, risiko pasar bersifat **sistematis (systematic risk)**, yaitu risiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi portofolio karena berasal dari faktor-faktor makroekonomi yang memengaruhi seluruh pasar. Berbeda dengan risiko spesifik perusahaan (*unsystematic risk*), risiko pasar akan memengaruhi hampir seluruh instrumen keuangan secara bersamaan. Oleh sebab itu, investor biasanya meminta tambahan kompensasi berupa *risk premium* dalam bentuk yield yang lebih tinggi ketika risiko pasar meningkat.[111]

Pada pasar SBSN, perubahan risiko pasar tercermin melalui fluktuasi harga dan Yield to Maturity (YTM). Ketika kondisi pasar memburuk, seperti meningkatnya ketidakpastian ekonomi, kenaikan suku bunga acuan, atau memburuknya sentimen investor, harga SBSN di pasar sekunder cenderung mengalami penurunan. Penurunan harga tersebut kemudian diikuti oleh peningkatan yield sebagai bentuk penyesuaian tingkat keuntungan yang diharapkan investor. Sebaliknya, ketika kondisi ekonomi membaik dan kepercayaan investor meningkat, permintaan terhadap SBSN akan meningkat sehingga harga naik dan yield menurun.[112]

Dalam penelitian ini, risiko pasar diposisikan sebagai salah satu variabel independen yang diduga memengaruhi perubahan imbal hasil SBSN. Semakin tinggi tingkat risiko pasar, semakin besar tingkat

---

[110] Ibid.

[111] Boukhatem, J. (2022). *How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach*. *Heliyon*, 8(5), e09453 (Scopus).

[112] Aloui, C., Hammoudeh, S., & Hamida, H. B. (2023). *International Issuance of Sukuk and Companies' Systematic Risk: An Empirical Study*. *Borsa Istanbul Review* (Scopus).

pengembalian yang diharapkan investor sehingga yield SBSN cenderung meningkat. Hubungan tersebut menjadi dasar teoritis dalam menganalisis pengaruh risiko pasar terhadap imbal hasil SBSN selama periode penelitian.

2. Sumber-Sumber Risiko Pasar

Risiko pasar pada SBSN dapat berasal dari berbagai faktor ekonomi dan keuangan yang memengaruhi persepsi investor terhadap tingkat risiko investasi. Faktor-faktor tersebut dapat berasal dari dalam negeri maupun luar negeri sehingga perubahan kondisi ekonomi global sering kali berdampak terhadap pergerakan harga dan yield SBSN di Indonesia.[113]

Sumber pertama adalah **risiko tingkat suku bunga (interest rate risk)**. Perubahan suku bunga acuan yang ditetapkan bank sentral merupakan faktor yang paling dominan memengaruhi harga surat berharga. Ketika suku bunga meningkat, investor cenderung mengalihkan investasinya ke instrumen baru yang menawarkan tingkat pengembalian lebih tinggi. Akibatnya, permintaan terhadap SBSN menurun sehingga harga turun dan yield meningkat. Sebaliknya, penurunan suku bunga akan meningkatkan permintaan terhadap SBSN sehingga harga naik dan yield menurun.

Sumber kedua adalah **risiko nilai tukar (exchange rate risk)**. Fluktuasi nilai tukar, terutama terhadap dolar Amerika Serikat, dapat memengaruhi arus modal asing di pasar surat berharga. Pelemahan nilai tukar rupiah sering kali mendorong investor asing melakukan

[113] Ariyana, F. R., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2023). *Sukuk Market Liquidity Determinants: A Case Study on Sovereign Sukuk in Indonesia* (Scopus).

penyesuaian portofolio sehingga meningkatkan tekanan jual terhadap SBSN. Kondisi tersebut menyebabkan harga SBSN menurun dan yield mengalami kenaikan. Penelitian mengenai pasar sukuk juga menunjukkan bahwa stabilitas nilai tukar merupakan salah satu faktor penting yang mendukung perkembangan pasar sukuk.[114]

Sumber ketiga adalah **risiko inflasi**. Inflasi yang meningkat akan menurunkan nilai riil pendapatan yang diterima investor di masa depan. Untuk mengimbangi penurunan daya beli tersebut, investor biasanya meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Oleh karena itu, kenaikan inflasi sering diikuti oleh kenaikan yield SBSN melalui mekanisme penyesuaian harga di pasar sekunder.

Sumber keempat adalah **risiko likuiditas pasar**. Likuiditas yang rendah menyebabkan investor lebih sulit menjual SBSN tanpa memengaruhi harga pasar. Akibatnya, investor akan meminta kompensasi tambahan dalam bentuk yield yang lebih tinggi. Sebaliknya, pasar yang likuid meningkatkan kepercayaan investor sehingga harga SBSN lebih stabil dan yield cenderung lebih rendah. Penelitian mengenai pasar SBSN Indonesia menunjukkan bahwa karakteristik likuiditas pasar memiliki pengaruh penting terhadap dinamika perdagangan sukuk negara.[115]

Sumber kelima adalah **risiko ekonomi dan geopolitik global**. Ketidakpastian ekonomi dunia, konflik geopolitik, krisis keuangan, maupun perlambatan ekonomi global dapat meningkatkan sikap *risk*

[114] Boukhatem, J. (2022). *How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach*. *Heliyon*, 8(5), e09453 (Scopus).

[115] Ariyana, F. R., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2023). *Sukuk Market Liquidity Determinants: A Case Study on Sovereign Sukuk in Indonesia* (Scopus).

aversion investor. Dalam kondisi tersebut, investor cenderung mengalihkan dananya ke aset yang dianggap lebih aman (*flight to quality*), sehingga memengaruhi permintaan terhadap SBSN dan menyebabkan perubahan harga serta yield di pasar sekunder.

Selain faktor-faktor tersebut, perubahan kebijakan fiskal pemerintah, kondisi defisit APBN, tingkat utang negara, serta sentimen investor juga dapat menjadi sumber risiko pasar. Keseluruhan faktor tersebut saling berinteraksi dan membentuk persepsi investor terhadap risiko investasi pada SBSN. Oleh karena itu, pemahaman mengenai sumber-sumber risiko pasar sangat penting dalam menjelaskan perubahan imbal hasil SBSN serta menjadi dasar analisis empiris dalam penelitian ini.

3. Jenis-Jenis Risiko Pasar

Risiko pasar terdiri atas beberapa jenis yang masing-masing memiliki karakteristik dan mekanisme pengaruh yang berbeda terhadap nilai suatu instrumen keuangan. Dalam investasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), pemahaman terhadap jenis-jenis risiko pasar sangat penting karena setiap jenis risiko dapat memengaruhi harga pasar maupun tingkat imbal hasil (*yield*) yang diharapkan investor.[116]

Jenis risiko pasar yang pertama adalah risiko suku bunga **(***interest rate risk***)**. Risiko ini muncul akibat perubahan tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral maupun perubahan tingkat suku bunga di pasar keuangan. Ketika suku bunga meningkat, instrumen investasi baru umumnya menawarkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi sehingga investor cenderung menjual surat berharga yang

[116] Hull, J. C. (2022). *Risk Management and Financial Institutions* (6th ed.). Wiley.

dimilikinya. Kondisi tersebut menyebabkan harga SBSN di pasar sekunder mengalami penurunan dan yield meningkat. Sebaliknya, ketika suku bunga menurun, harga SBSN cenderung meningkat karena permintaan investor bertambah.[117]

Jenis kedua adalah **risiko nilai tukar (exchange rate risk)**. Risiko ini timbul akibat fluktuasi kurs mata uang yang dapat memengaruhi arus investasi, terutama bagi investor asing yang memiliki portofolio SBSN. Pelemahan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing dapat meningkatkan ketidakpastian investasi sehingga mendorong investor mengurangi kepemilikan SBSN. Akibatnya, harga SBSN mengalami penurunan dan yield meningkat.[118]

Jenis ketiga adalah risiko harga (*price risk*)**.** Risiko harga merupakan potensi kerugian akibat perubahan harga pasar surat berharga yang dipengaruhi oleh mekanisme permintaan dan penawaran. Perubahan ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, maupun perkembangan pasar keuangan akan memengaruhi harga SBSN secara langsung. Semakin besar fluktuasi harga, semakin tinggi risiko yang dihadapi investor.[119]

Jenis keempat adalah risiko volatilitas pasar (*market volatility risk*)**.** Risiko ini berkaitan dengan tingkat perubahan harga yang terjadi dalam periode tertentu. Volatilitas yang tinggi mencerminkan ketidakpastian pasar yang besar sehingga investor cenderung meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko

---

[117] Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2023). *Financial Markets and Institutions* (10th ed.). Pearson.

[118] Boukhatem, J. (2022). "How Does Financial Risk Affect Sukuk Market Development? Empirical Evidence from ARDL Approach." *Heliyon*, 8(5) (Scopus).

[119] Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities* (9th ed.). McGraw-Hill.

tersebut. Dalam kondisi pasar yang stabil, volatilitas menurun dan yield SBSN umumnya ikut mengalami penurunan.[120]

Selain keempat jenis risiko tersebut, pasar surat berharga juga dipengaruhi oleh risiko yang berasal dari kondisi ekonomi global, perubahan kebijakan fiskal, ketegangan geopolitik, maupun krisis keuangan internasional. Faktor-faktor tersebut sering kali meningkatkan ketidakpastian sehingga memengaruhi keputusan investasi dan menyebabkan perubahan harga serta imbal hasil SBSN di pasar sekunder.

4. Pengukuran Risiko Pasar

Pengukuran risiko pasar bertujuan untuk mengetahui tingkat potensi kerugian yang dapat dialami investor akibat perubahan kondisi pasar. Dalam praktik manajemen risiko, terdapat beberapa pendekatan yang umum digunakan untuk mengukur risiko pasar sesuai dengan karakteristik instrumen keuangan yang dianalisis.[121]

Pendekatan pertama adalah *Value at Risk* (VaR). Value at Risk merupakan metode yang paling banyak digunakan dalam industri keuangan untuk mengukur besarnya kerugian maksimum yang mungkin terjadi pada tingkat kepercayaan tertentu dalam periode waktu tertentu. Semakin besar nilai VaR, semakin tinggi tingkat risiko pasar yang dihadapi investor. Metode ini banyak digunakan oleh lembaga

[120] Aloui, C., Hammoudeh, S., & Hamida, H. B. (2023). "International Issuance of Sukuk and Companies' Systematic Risk." *Borsa Istanbul Review* (Scopus).

[121] Hull, J. C. (2022). *Risk Management and Financial Institutions*.

keuangan, bank, maupun manajer investasi dalam mengelola portofolio surat berharga.[122]

Pendekatan kedua adalah **durasi (duration)**. Durasi digunakan untuk mengukur sensitivitas harga obligasi atau sukuk terhadap perubahan tingkat suku bunga. SBSN yang memiliki durasi lebih panjang akan mengalami perubahan harga yang lebih besar ketika terjadi perubahan suku bunga dibandingkan SBSN yang memiliki durasi lebih pendek. Oleh karena itu, durasi sering digunakan sebagai indikator risiko suku bunga pada instrumen pendapatan tetap.[123]

Pendekatan ketiga adalah **volatilitas harga (price volatility)**. Volatilitas menunjukkan besarnya fluktuasi harga instrumen keuangan selama periode tertentu. Semakin tinggi volatilitas harga SBSN, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian yang dihadapi investor. Pengukuran volatilitas umumnya dilakukan menggunakan simpangan baku (*standard deviation*) atau model ekonometrika seperti ARCH dan GARCH dalam penelitian pasar keuangan.[124]

Dalam penelitian mengenai SBSN di Indonesia, pengukuran risiko pasar sering menggunakan **Yield to Maturity (YTM)**, perubahan harga pasar, atau tingkat volatilitas yield sebagai indikator karena data tersebut tersedia secara berkala dan mencerminkan kondisi pasar secara langsung. Pemilihan indikator disesuaikan dengan tujuan penelitian serta ketersediaan data empiris.[125]

---

[122] Jorion, P. (2021). *Value at Risk* (4th ed.). McGraw-Hill.

[123] Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities*.

[124] Tsay, R. S. (2022). *Analysis of Financial Time Series* (4th ed.). Wiley.

[125] Ariyana, F. R., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2023). "Sukuk Market Liquidity Determinants: A Case Study on Sovereign Sukuk in Indonesia" (Scopus).

5. Dampak Risiko Pasar terhadap Investasi

Risiko pasar memberikan dampak yang signifikan terhadap keputusan investasi. Investor akan mempertimbangkan tingkat risiko sebelum menentukan instrumen yang akan dipilih karena setiap peningkatan risiko umumnya diikuti oleh peningkatan tingkat pengembalian yang diharapkan (*high risk–high return*). Oleh sebab itu, perubahan risiko pasar secara langsung memengaruhi permintaan terhadap SBSN di pasar sekunder.[126]

Apabila risiko pasar meningkat akibat ketidakstabilan ekonomi atau perubahan kebijakan moneter, investor cenderung mengurangi kepemilikan surat berharga yang dianggap lebih berisiko. Kondisi tersebut menyebabkan harga SBSN mengalami penurunan dan yield meningkat. Sebaliknya, ketika kondisi ekonomi stabil dan risiko pasar menurun, permintaan terhadap SBSN meningkat sehingga harga naik dan yield menurun.

Bagi pemerintah sebagai penerbit, peningkatan risiko pasar juga berdampak pada meningkatnya biaya pembiayaan (*cost of funding*). Yield yang lebih tinggi berarti pemerintah harus menawarkan tingkat pengembalian yang lebih besar kepada investor agar penerbitan SBSN tetap menarik. Oleh karena itu, pengelolaan risiko pasar menjadi salah satu aspek penting dalam menjaga efisiensi pembiayaan APBN melalui penerbitan SBSN.[127]

---

[126] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.). McGraw-Hill.
[127] International Monetary Fund. (2024). *Fiscal Monitor*.

6. Hubungan Risiko Pasar dengan Imbal Hasil SBSN

Hubungan antara risiko pasar dan imbal hasil SBSN didasarkan pada teori *risk-return trade off***,** yaitu semakin tinggi risiko yang dihadapi investor, semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang diharapkan. Dalam konteks SBSN, peningkatan risiko pasar akan menurunkan minat investor untuk membeli atau mempertahankan kepemilikan sukuk negara. Penurunan permintaan tersebut menyebabkan harga SBSN turun sehingga yield meningkat.[128]

Sebaliknya, apabila kondisi pasar menunjukkan tingkat risiko yang rendah, investor memiliki keyakinan yang lebih besar terhadap stabilitas pasar keuangan. Peningkatan permintaan terhadap SBSN akan mendorong kenaikan harga sehingga tingkat yield mengalami penurunan. Hubungan positif antara risiko pasar dan yield telah dibuktikan dalam berbagai penelitian empiris mengenai pasar obligasi pemerintah maupun pasar sukuk di berbagai negara.[129]

Dalam penelitian ini, risiko pasar diproksikan sebagai salah satu variabel independen yang diduga berpengaruh positif terhadap imbal hasil SBSN. Artinya, semakin tinggi risiko pasar, semakin tinggi pula yield SBSN yang terbentuk di pasar sekunder. Hubungan teoritis tersebut menjadi dasar dalam penyusunan hipotesis penelitian mengenai pengaruh risiko pasar terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara di Indonesia periode 2022–2025.

---

[128] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.).

[129] Smaoui, H., & Ghouma, H. (2022). "Determinants of Sovereign Sukuk Yield: International Evidence." *The Quarterly Review of Economics and Finance* (Scopus).

2.1.4 Likuiditas

1. Pengertian Likuiditas

Likuiditas merupakan salah satu konsep penting dalam pasar keuangan yang menggambarkan kemampuan suatu aset untuk diperjualbelikan dengan cepat tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan. Semakin tinggi tingkat likuiditas suatu instrumen keuangan, semakin mudah instrumen tersebut diperdagangkan di pasar dengan biaya transaksi yang relatif rendah. Sebaliknya, instrumen yang memiliki likuiditas rendah akan lebih sulit diperjualbelikan sehingga investor menghadapi risiko memperoleh harga jual yang lebih rendah dari nilai wajarnya.[130]

Dalam teori keuangan, likuiditas tidak hanya berkaitan dengan kecepatan transaksi, tetapi juga mencerminkan efisiensi pasar dalam mempertemukan penjual dan pembeli. Pasar yang likuid ditandai dengan tingginya frekuensi perdagangan, volume transaksi yang besar, serta selisih harga jual dan harga beli (*bid-ask spread*) yang relatif sempit. Kondisi tersebut memungkinkan investor melakukan transaksi dalam jumlah besar tanpa memberikan pengaruh yang berarti terhadap harga pasar instrumen keuangan.[131]

Pada investasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), likuiditas menggambarkan kemudahan investor dalam membeli maupun menjual sukuk negara di pasar sekunder. Tingkat likuiditas yang tinggi memberikan fleksibilitas kepada investor untuk mengubah portofolio investasinya sesuai dengan kebutuhan tanpa harus menanggung kerugian

[130] Choudhry, M. (2022). *The Bond & Money Markets: Strategy, Trading, Analysis* (3rd ed.). Routledge.
[131] De Haan, J., Oosterloo, S., & Schoenmaker, D. (2021). *Financial Markets and Institutions: A European Perspective* (4th ed.). Cambridge University Press.

akibat penurunan harga yang besar. Oleh karena itu, likuiditas merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan investor sebelum mengambil keputusan investasi pada SBSN.[132]

2Likuiditas juga memiliki hubungan erat dengan tingkat risiko investasi. Instrumen yang mudah diperdagangkan umumnya memiliki tingkat risiko likuiditas yang rendah sehingga investor bersedia menerima tingkat imbal hasil (*yield*) yang lebih kecil. Sebaliknya, apabila suatu instrumen memiliki tingkat likuiditas rendah, investor akan meminta tambahan kompensasi berupa *liquidity premium* sebagai pengganti risiko kesulitan menjual kembali instrumen tersebut di pasar. Dengan demikian, likuiditas menjadi salah satu determinan utama dalam pembentukan harga dan yield surat berharga.[133]

2. Konsep Likuiditas Pasar Obligasi/Sukuk

Likuiditas pasar obligasi atau sukuk merupakan kemampuan pasar untuk memfasilitasi transaksi jual beli surat berharga secara efisien tanpa menyebabkan perubahan harga yang besar. Konsep ini berbeda dengan likuiditas perusahaan atau likuiditas perbankan karena lebih menekankan pada karakteristik pasar tempat instrumen tersebut diperdagangkan. Pasar obligasi atau sukuk dikatakan likuid apabila terdapat banyak pelaku pasar, frekuensi transaksi tinggi, volume perdagangan besar, serta informasi harga yang tersedia secara transparan.[134]

---

[132] International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2023). *Market Liquidity: Issues and Best Practices*.
[133] Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2022). "Liquidity Risk and Expected Returns." *Journal of Political Economy*.
[134] Sundaresan, S. (2021). *Fixed Income Markets and Their Derivatives* (4th ed.). Academic Press.

Dalam pasar SBSN, likuiditas memiliki peranan penting karena sebagian besar investor tidak selalu menahan instrumen hingga jatuh tempo. Investor institusi, seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, maupun manajer investasi sering melakukan transaksi di pasar sekunder untuk menyesuaikan kebutuhan likuiditas, strategi investasi, maupun pengelolaan portofolio. Oleh sebab itu, pasar SBSN yang likuid akan meningkatkan efisiensi perdagangan sekaligus memperkuat daya tarik instrumen tersebut di mata investor.[135]

Likuiditas pasar obligasi maupun sukuk umumnya diukur melalui beberapa indikator, antara lain *volume perdagangan (trading volume)*, *frekuensi transaksi (trading frequency)*, *bid-ask spread*, *turnover ratio*, serta *Amihud Illiquidity Ratio*. Volume perdagangan menunjukkan besarnya nilai transaksi dalam suatu periode, sedangkan frekuensi transaksi menggambarkan seberapa sering instrumen diperdagangkan. Sementara itu, *bid-ask spread* menunjukkan selisih antara harga beli dan harga jual yang mencerminkan biaya transaksi. Semakin kecil nilai *bid-ask spread*, semakin tinggi tingkat likuiditas pasar.[136]

Bagi pemerintah sebagai penerbit SBSN, likuiditas pasar yang tinggi memberikan berbagai manfaat, antara lain memperluas basis investor, meningkatkan efisiensi penerbitan surat berharga, memperkuat fungsi pasar sekunder, serta menurunkan biaya pembiayaan negara (*cost of borrowing*). Sebaliknya, likuiditas yang rendah akan mengurangi minat

[135] International Monetary Fund. (2024). *Global Financial Stability Report*.
[136] Ariyana, F. R., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2023). "Sukuk Market Liquidity Determinants: A Case Study on Sovereign Sukuk in Indonesia." (Scopus).

investor sehingga pemerintah harus menawarkan tingkat yield yang lebih tinggi agar instrumen tersebut tetap menarik di pasar.[137]

3. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Likuiditas

Likuiditas pasar SBSN dipengaruhi oleh berbagai faktor yang berasal dari karakteristik instrumen, kondisi pasar, maupun faktor makroekonomi. Faktor-faktor tersebut menentukan tingkat kemudahan investor dalam melakukan transaksi sehingga secara tidak langsung memengaruhi harga dan imbal hasil SBSN.

Faktor pertama adalah volume perdagangan. Volume perdagangan yang tinggi menunjukkan bahwa SBSN banyak diminati oleh investor sehingga transaksi dapat dilakukan dengan mudah tanpa memengaruhi harga secara signifikan. Semakin besar volume perdagangan, semakin tinggi tingkat likuiditas pasar. Sebaliknya, volume perdagangan yang rendah mengindikasikan terbatasnya aktivitas transaksi sehingga meningkatkan risiko likuiditas.[138]

Faktor kedua adalah jumlah dan keberagaman investor. Pasar yang memiliki banyak pelaku, baik investor institusi maupun investor individu, cenderung memiliki tingkat likuiditas yang lebih baik. Keberagaman investor juga mengurangi ketergantungan pasar pada kelompok tertentu sehingga perdagangan menjadi lebih aktif dan stabil.[139]

Faktor ketiga adalah kondisi ekonomi makro. Tingkat inflasi, suku bunga, pertumbuhan ekonomi, serta stabilitas nilai tukar

---

[137] Asian Development Bank. (2023). *Asia Bond Monitor*.
[138] Ariyana, F. R., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2023). "Sukuk Market Liquidity Determinants: A Case Study on Sovereign Sukuk in Indonesia." (Scopus).
[139] Ibid.

memengaruhi minat investor terhadap surat berharga. Pada saat kondisi ekonomi stabil, investor cenderung lebih aktif melakukan transaksi sehingga likuiditas meningkat. Sebaliknya, ketika terjadi ketidakpastian ekonomi, aktivitas perdagangan menurun dan likuiditas pasar ikut melemah.[140]

Faktor keempat adalah karakteristik instrumen SBSN**.** Jangka waktu (*tenor*), ukuran penerbitan (*issue size*), jenis seri, serta status sebagai seri acuan (*benchmark series*) turut memengaruhi likuiditas. SBSN dengan nilai penerbitan yang besar dan sering dijadikan acuan perdagangan umumnya memiliki tingkat likuiditas yang lebih tinggi dibandingkan seri dengan jumlah penerbitan yang relatif kecil.[141]

Faktor kelima adalah kebijakan pemerintah dan infrastruktur pasar. Pengembangan sistem perdagangan elektronik, keberadaan *primary dealer*, transparansi informasi, efisiensi sistem penyelesaian transaksi, serta kebijakan pemerintah dalam memperdalam pasar keuangan syariah akan meningkatkan aktivitas perdagangan SBSN. Infrastruktur pasar yang baik akan memperkuat likuiditas sehingga biaya transaksi menjadi lebih rendah dan efisiensi pasar meningkat.[142]

Selain faktor-faktor tersebut, perkembangan teknologi keuangan (*financial technology*), digitalisasi perdagangan surat berharga, serta meningkatnya partisipasi investor ritel juga berkontribusi terhadap peningkatan likuiditas pasar SBSN. Oleh karena itu, likuiditas tidak

[140] International Monetary Fund. (2024). *Global Financial Stability Report*.
[141] Choudhry, M. (2022). *The Bond & Money Markets: Strategy, Trading, Analysis*.
[142] International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2023). *Market Liquidity: Issues and Best Practices*.

hanya dipengaruhi oleh karakteristik instrumen, tetapi juga oleh perkembangan sistem keuangan dan kondisi ekonomi secara keseluruhan.

2.1.5 Inflasi

1. Pengertian Inflasi

Inflasi merupakan salah satu indikator makroekonomi yang menggambarkan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan berlangsung terus-menerus dalam suatu periode tertentu. Kenaikan harga suatu atau beberapa komoditas saja tidak dapat dikategorikan sebagai inflasi apabila tidak menyebabkan peningkatan tingkat harga secara umum. Inflasi mencerminkan penurunan daya beli uang karena jumlah barang dan jasa yang dapat dibeli dengan sejumlah uang tertentu menjadi semakin sedikit. Oleh karena itu, inflasi menjadi salah satu variabel ekonomi yang sangat diperhatikan oleh pemerintah, bank sentral, pelaku usaha, maupun investor dalam mengambil keputusan ekonomi dan investasi.[143]

Dalam perspektif ekonomi makro, inflasi merupakan fenomena yang tidak dapat dihindari dalam proses pertumbuhan ekonomi. Tingkat inflasi yang rendah dan stabil umumnya dianggap mampu mendorong aktivitas ekonomi karena memberikan insentif bagi produsen untuk meningkatkan produksi. Sebaliknya, inflasi yang tinggi dan tidak terkendali dapat menimbulkan ketidakpastian ekonomi, menurunkan daya beli masyarakat, mengganggu stabilitas sistem keuangan, serta mengurangi minat investasi. Oleh sebab itu, pengendalian inflasi

[143] Blanchard, O. (2021). *Macroeconomics* (8th ed.). Pearson.

menjadi salah satu sasaran utama kebijakan moneter yang dilaksanakan oleh bank sentral.[144]

Di Indonesia, pengukuran inflasi dilakukan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) menggunakan Indeks Harga Konsumen (IHK)**.** Perubahan IHK dari satu periode ke periode berikutnya digunakan sebagai indikator utama untuk mengukur tingkat inflasi nasional. Bank Indonesia kemudian menggunakan data inflasi tersebut sebagai salah satu dasar dalam menetapkan kebijakan moneter guna menjaga stabilitas nilai rupiah dan mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.[145]

Bagi investor di pasar surat berharga, inflasi memiliki pengaruh yang sangat penting karena berkaitan langsung dengan nilai riil pendapatan investasi. Kenaikan inflasi akan mengurangi daya beli atas imbal hasil yang diterima investor sehingga mereka cenderung meminta tingkat pengembalian (*yield*) yang lebih tinggi sebagai kompensasi terhadap penurunan nilai riil tersebut. Oleh karena itu, inflasi sering menjadi salah satu faktor utama yang memengaruhi harga dan yield Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).[146]

Dalam penelitian ini, inflasi diposisikan sebagai salah satu variabel independen yang diduga memengaruhi perubahan imbal hasil SBSN. Semakin tinggi tingkat inflasi, semakin besar tingkat pengembalian yang diharapkan investor sehingga yield SBSN cenderung meningkat. Sebaliknya, apabila inflasi berada pada tingkat

---

[144] Mankiw, N. G. (2022). *Principles of Economics* (10th ed.). Cengage Learning.
[145] Bank Indonesia. (2024). *Laporan Perekonomian Indonesia 2024*.
[146] Mishkin, F. S. (2022). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13th ed.). Pearson.

yang rendah dan stabil, investor cenderung menerima yield yang lebih rendah karena nilai riil investasi relatif tetap terjaga.[147]

2. Jenis-Jenis Inflasi

Inflasi dapat diklasifikasikan berdasarkan tingkat keparahan, penyebab, maupun sumber terjadinya. Pengelompokan tersebut membantu dalam memahami karakteristik inflasi sehingga kebijakan yang diterapkan untuk mengendalikannya dapat disesuaikan dengan penyebab yang mendasarinya.

Berdasarkan tingkat keparahannya, inflasi dibedakan menjadi empat jenis, yaitu inflasi ringan**,** inflasi sedang**,** inflasi tinggi, dan hiperinflasi**.** Inflasi ringan umumnya berada di bawah 10% per tahun dan masih dianggap normal dalam perekonomian. Inflasi sedang berada pada kisaran 10–30% per tahun, sedangkan inflasi tinggi berkisar antara 30–100% per tahun. Adapun hiperinflasi merupakan kondisi ketika kenaikan harga berlangsung sangat cepat hingga melebihi 100% per tahun sehingga dapat mengganggu stabilitas ekonomi secara serius.[148]

Berdasarkan sumbernya, inflasi dibedakan menjadi inflasi domestik dan inflasi impor **(***imported inflation***)**. Inflasi domestik terjadi akibat faktor-faktor yang berasal dari dalam negeri, seperti peningkatan permintaan masyarakat, kenaikan biaya produksi, atau bertambahnya jumlah uang beredar. Sementara itu, inflasi impor terjadi akibat kenaikan harga barang dan jasa dari luar negeri atau pelemahan nilai tukar yang menyebabkan harga barang impor meningkat. Dalam

[147] International Monetary Fund. (2024). *World Economic Outlook*.
[148] Blanchard, O. (2021). *Macroeconomics* (8th ed.).

perekonomian yang semakin terbuka, inflasi impor menjadi salah satu faktor penting yang memengaruhi tingkat inflasi nasional.[149]

Selain itu, inflasi juga dapat diklasifikasikan berdasarkan proses terjadinya menjadi inflasi yang diantisipasi (*anticipated inflation*) dan inflasi yang tidak diantisipasi (*unanticipated inflation*)**.** Inflasi yang diantisipasi merupakan inflasi yang telah diperkirakan sebelumnya oleh pelaku ekonomi sehingga mereka dapat melakukan penyesuaian terhadap harga, upah, maupun keputusan investasi. Sebaliknya, inflasi yang tidak diantisipasi terjadi secara tiba-tiba sehingga menimbulkan ketidakpastian yang lebih besar dan sering kali berdampak negatif terhadap aktivitas ekonomi serta pasar keuangan.[150]

3. Penyebab Inflasi

Inflasi dapat terjadi karena berbagai faktor yang berasal dari sisi permintaan maupun sisi penawaran. Dalam teori ekonomi makro, terdapat beberapa pendekatan utama yang menjelaskan penyebab terjadinya inflasi.

Penyebab pertama adalah *demand-pull inflation***,** yaitu inflasi yang terjadi karena peningkatan permintaan agregat melebihi kapasitas produksi perekonomian. Kondisi ini menyebabkan produsen menaikkan harga barang dan jasa karena tingginya permintaan masyarakat. Demand-pull inflation biasanya terjadi ketika pertumbuhan ekonomi meningkat, pendapatan masyarakat bertambah, atau pemerintah menerapkan kebijakan fiskal dan moneter yang bersifat ekspansif.[151]

---

[149] Bank Indonesia. (2024). *Laporan Perekonomian Indonesia 2024*.
[150] Mankiw, N. G. (2022). *Principles of Economics* (10th ed.).
[151] Krugman, P., & Wells, R. (2023). *Macroeconomics* (6th ed.). Worth Publishers.

Penyebab kedua adalah *cost-push inflation*, yaitu inflasi yang terjadi akibat meningkatnya biaya produksi. Kenaikan harga bahan baku, upah tenaga kerja, tarif energi, maupun biaya distribusi akan meningkatkan biaya produksi perusahaan. Untuk mempertahankan tingkat keuntungan, produsen kemudian menaikkan harga jual barang dan jasa sehingga memicu inflasi. Jenis inflasi ini sering terjadi ketika terjadi kenaikan harga minyak dunia, gangguan rantai pasok, atau pelemahan nilai tukar yang meningkatkan harga bahan baku impor.[152]

Penyebab ketiga adalah peningkatan jumlah uang beredar**.** Menurut teori moneter, inflasi dapat terjadi apabila jumlah uang yang beredar dalam perekonomian meningkat lebih cepat dibandingkan pertumbuhan output barang dan jasa. Kelebihan jumlah uang tersebut akan meningkatkan permintaan masyarakat sehingga mendorong kenaikan harga secara umum. Oleh karena itu, bank sentral menggunakan kebijakan moneter, seperti pengaturan suku bunga dan operasi pasar terbuka, untuk mengendalikan jumlah uang beredar dan menjaga stabilitas inflasi.[153]

Selain ketiga faktor utama tersebut, inflasi juga dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor lain, seperti fluktuasi nilai tukar, gangguan distribusi, bencana alam, konflik geopolitik, perubahan harga komoditas global, serta ekspektasi inflasi masyarakat. Dalam beberapa tahun terakhir, tekanan inflasi di berbagai negara banyak dipengaruhi oleh kenaikan harga energi, gangguan rantai pasok global, dan ketidakpastian ekonomi internasional. Faktor-faktor tersebut turut memengaruhi kondisi pasar keuangan, termasuk pasar Surat Berharga

[152] International Monetary Fund. (2024). *World Economic Outlook*.
[153] Mishkin, F. S. (2022). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13th ed.).

Syariah Negara (SBSN), melalui perubahan ekspektasi investor terhadap tingkat imbal hasil yang diharapkan.[154]

4. Teori Inflasi

Inflasi telah menjadi salah satu kajian utama dalam ilmu ekonomi makro karena berhubungan erat dengan stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi, dan kebijakan moneter. Berbagai teori telah dikembangkan untuk menjelaskan penyebab terjadinya inflasi serta dampaknya terhadap aktivitas ekonomi. Secara umum, teori inflasi dapat dikelompokkan menjadi tiga pendekatan utama, yaitu teori kuantitas uang (*Quantity Theory of Money*), teori Keynes, dan teori struktural.[155]

Teori Kuantitas Uang dikemukakan oleh Irving Fisher melalui persamaan pertukaran (*Equation of Exchange*), yang menjelaskan bahwa jumlah uang beredar memiliki hubungan langsung dengan tingkat harga. Menurut teori ini, apabila jumlah uang beredar meningkat lebih cepat dibandingkan pertumbuhan output riil, maka akan terjadi kenaikan tingkat harga atau inflasi. Dengan asumsi kecepatan perputaran uang (*velocity of money*) dan volume produksi relatif tetap, peningkatan jumlah uang beredar akan mendorong kenaikan permintaan agregat sehingga harga-harga mengalami peningkatan.[156]

Teori Keynes menjelaskan bahwa inflasi terjadi ketika permintaan agregat (*aggregate demand*) melebihi kemampuan perekonomian dalam menyediakan barang dan jasa (*full employment*

---

[154] Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2024). *OECD Economic Outlook 2024*.
[155] Blanchard, O. (2021). *Macroeconomics* (8th ed.). Pearson.
[156] Mishkin, F. S. (2022). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13th ed.). Pearson.

output). Kondisi tersebut dikenal sebagai *demand-pull inflation*. Ketika masyarakat memiliki pendapatan yang lebih tinggi atau pemerintah menerapkan kebijakan fiskal dan moneter yang ekspansif, permintaan terhadap barang dan jasa meningkat. Apabila kapasitas produksi tidak mampu mengimbangi peningkatan permintaan tersebut, harga-harga akan mengalami kenaikan secara umum.[157]

Selain disebabkan oleh peningkatan permintaan, inflasi juga dapat timbul akibat kenaikan biaya produksi atau *cost-push inflation*. Inflasi jenis ini terjadi ketika biaya bahan baku, energi, tenaga kerja, atau distribusi meningkat sehingga produsen menaikkan harga jual untuk mempertahankan tingkat keuntungan. Dalam beberapa tahun terakhir, tekanan inflasi global banyak dipengaruhi oleh kenaikan harga energi, gangguan rantai pasok internasional, dan ketidakpastian geopolitik yang meningkatkan biaya produksi di berbagai negara.[158]

Sementara itu, teori struktural menjelaskan bahwa inflasi di negara berkembang sering kali disebabkan oleh permasalahan struktural dalam perekonomian, seperti ketidakseimbangan antara pertumbuhan sektor pertanian dan industri, keterbatasan kapasitas produksi, distribusi barang yang tidak efisien, serta ketergantungan terhadap impor. Menurut pendekatan ini, pengendalian inflasi tidak cukup hanya melalui kebijakan moneter, tetapi juga memerlukan perbaikan struktur ekonomi dan peningkatan kapasitas produksi nasional.[159]

---

[157] Krugman, P., & Wells, R. (2023). *Macroeconomics* (6th ed.). Worth Publishers.
[158] International Monetary Fund. (2024). *World Economic Outlook*.
[159] Todaro, M. P., & Smith, S. C. (2021). *Economic Development* (13th ed.). Pearson.

5. Cara Pengukuran Inflasi (Indeks Harga Konsumen/IHK)

Di Indonesia, inflasi diukur menggunakan Indeks Harga Konsumen (IHK) yang disusun dan dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). IHK merupakan indikator yang menunjukkan perubahan rata-rata harga barang dan jasa yang dikonsumsi oleh rumah tangga dalam suatu periode tertentu. Perubahan nilai IHK dari satu periode ke periode berikutnya digunakan sebagai dasar dalam menghitung tingkat inflasi nasional.[160]

Perhitungan IHK dilakukan berdasarkan kelompok pengeluaran masyarakat, seperti makanan, minuman, pakaian, perumahan, kesehatan, pendidikan, transportasi, komunikasi, rekreasi, dan kelompok pengeluaran lainnya. Setiap kelompok diberikan bobot sesuai dengan proporsi pengeluaran rumah tangga sehingga perubahan harga pada kelompok yang memiliki bobot lebih besar akan memberikan pengaruh yang lebih besar terhadap tingkat inflasi.[161]

Secara matematis, tingkat inflasi dihitung berdasarkan perubahan Indeks Harga Konsumen dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Inflasi (\%)} = ((IHK_t - IHK_{t-1}) / IHK_{t-1}) \times 100$$

Keterangan:

Inflasi (%) = tingkat inflasi pada periode t
IHK_t = Indeks Harga Konsumen pada periode t
IHK_{t-1} = Indeks Harga Konsumen pada periode sebelumnya (t−1)

Dalam penelitian empiris, data inflasi umumnya diperoleh dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik (BPS) atau Bank Indonesia dalam

[160] Badan Pusat Statistik. (2024). *Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Indonesia*.
[161] Bank Indonesia. (2024). *Laporan Perekonomian Indonesia 2024*.

bentuk inflasi bulanan (*month-to-month*), inflasi tahunan (*year-on-year*), maupun inflasi tahun kalender (*year-to-date*). Untuk penelitian mengenai yield SBSN periode 2022–2025, penggunaan data inflasi bulanan (*year-on-year*) lebih sesuai karena memiliki frekuensi yang sama dengan data yield yang digunakan dalam analisis statistik.[162]

6. Dampak Inflasi terhadap Pasar Keuangan

Inflasi memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pasar keuangan karena memengaruhi keputusan investasi, kebijakan moneter, serta ekspektasi pelaku pasar. Kenaikan inflasi menyebabkan penurunan nilai riil pendapatan yang diterima investor sehingga investor cenderung menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mempertahankan nilai investasinya. Akibatnya, harga surat berharga cenderung mengalami penurunan, sedangkan tingkat yield meningkat.[163]

Inflasi juga memengaruhi kebijakan bank sentral. Ketika inflasi meningkat melebihi target yang ditetapkan, bank sentral umumnya merespons dengan menaikkan suku bunga kebijakan. Peningkatan suku bunga tersebut menyebabkan instrumen pendapatan tetap yang telah beredar menjadi kurang menarik dibandingkan instrumen baru yang menawarkan tingkat pengembalian lebih tinggi. Kondisi tersebut mendorong penurunan harga obligasi maupun SBSN di pasar sekunder.[164]

Selain itu, inflasi yang tinggi meningkatkan ketidakpastian ekonomi sehingga investor cenderung bersikap lebih berhati-hati dalam

[162] Badan Pusat Statistik. (2024). *Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Indonesia*.
[163] Mishkin, F. S. (2022). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13th ed.).
[164] Organisation for Economic Co-operation and Development. (2024). *OECD Economic Outlook 2024*.

mengalokasikan dana investasinya. Ketidakpastian tersebut dapat mengurangi permintaan terhadap surat berharga, meningkatkan volatilitas pasar, serta memperbesar premi risiko (*risk premium*) yang diminta investor. Sebaliknya, inflasi yang rendah dan stabil akan meningkatkan kepercayaan investor, memperkuat aktivitas perdagangan, dan mendukung stabilitas pasar keuangan.[165]

7. Hubungan Inflasi dengan Imbal Hasil SBSN

Hubungan antara inflasi dan imbal hasil (*yield*) SBSN didasarkan pada teori *Fisher Effect*, yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga nominal atau tingkat pengembalian investasi akan menyesuaikan perubahan ekspektasi inflasi. Ketika inflasi diperkirakan meningkat, investor akan meminta tingkat pengembalian nominal yang lebih tinggi agar nilai riil investasinya tetap terjaga. Dengan demikian, peningkatan inflasi akan mendorong kenaikan *yield* SBSN.[166]

Pada pasar SBSN, inflasi memengaruhi harga instrumen melalui perubahan ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi dan arah kebijakan moneter. Ketika inflasi meningkat, investor cenderung menjual SBSN karena memperkirakan adanya kenaikan suku bunga di masa mendatang. Penjualan tersebut menyebabkan harga SBSN turun sehingga *Yield to Maturity* (YTM) meningkat. Sebaliknya, ketika inflasi menurun atau berada pada tingkat yang stabil, permintaan terhadap SBSN meningkat sehingga harga naik dan *yield* mengalami penurunan.[167]

---

[165] International Monetary Fund. (2024). *Global Financial Stability Report*.
[166] Fisher, I. (reprinted 2021). *The Theory of Interest*. Martino Publishing.
[167] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.). McGraw-Hill.

Berbagai penelitian empiris menunjukkan bahwa inflasi memiliki hubungan positif terhadap *yield* surat berharga pemerintah maupun sukuk negara. Peningkatan inflasi akan meningkatkan tingkat pengembalian yang diminta investor sebagai kompensasi atas menurunnya daya beli dan meningkatnya risiko investasi. Oleh karena itu, inflasi menjadi salah satu variabel makroekonomi yang paling sering digunakan dalam penelitian mengenai determinan *yield* SBSN.[168]

Dalam penelitian ini, inflasi diproksikan menggunakan tingkat inflasi berdasarkan Indeks Harga Konsumen (IHK) yang dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik. Secara teoritis, peningkatan inflasi diperkirakan akan meningkatkan imbal hasil SBSN. Dengan demikian, hubungan yang diharapkan antara inflasi dan yield SBSN adalah positif**,** yaitu semakin tinggi tingkat inflasi, semakin tinggi pula imbal hasil SBSN yang terbentuk di pasar sekunder.

2.2 Penelitian Terdahulu

Tabel 1.1

Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Tahun	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Farah Rizky Ariyana, Tika Arundina, & Rahmatina Awaliah Kasri	2020	*Sukuk Market Liquidity Determinants: A Case Study on Sovereign Sukuk in Indonesia*	Issuance Amount, JIBOR, Inflasi, Jakarta Islamic Index (JII), Yield to Maturity (YTM),	Regresi Data Panel	Jumlah penerbitan dan JIBOR berpengaruh positif terhadap likuiditas pasar sukuk, sedangkan inflasi, JII,

[168] Smaoui, H., & Ghouma, H. (2022). "Determinants of Sovereign Sukuk Yield: International Evidence." *The Quarterly Review of Economics and Finance* (Scopus).

				Likuiditas Sukuk		dan YTM berpengaruh negatif terhadap likuiditas.
2	Bahal Anugrah Pranata & Rofikoh Rokhim	2024	*Analysis on the Determinants of Republic of Indonesia Sovereign Sukuk Liquidity in Secondary Market*	Outstanding Amount, Time to Maturity, YTM, Kurs, Inflasi, BI Rate, IHSG, CDS, Bid-Ask Spread	Regresi Data Panel	Time to maturity, YTM, BI Rate, IHSG, dan CDS berpengaruh terhadap likuiditas pasar sekunder SBSN.
3	Firsty Izzata Bella & Fitria Idham Chalid	2022	*Determinant of Indonesian Sovereign Retail Sukuk's Return*	Risiko Likuiditas, Risiko Inflasi, Risiko Pasar, Return Sukuk Ritel	Regresi Linier Berganda	Risiko likuiditas, risiko inflasi, dan risiko pasar berpengaruh terhadap return Sukuk Ritel Indonesia.
4	Irianti	2024	*Impact of Sukuk Negara Issuance on APBN Deficit Financing in Indonesia*	Penerbitan Sukuk Negara, Pembiayaan Defisit APBN	Analisis Kuantitatif Deskriptif	Sukuk Negara menjadi salah satu instrumen penting dalam pembiayaan defisit APBN dan pembangunan nasional.
5	Husein	2024	*Determinants of Indonesia*	BI Rate, Inflasi, Nilai Tukar, CDS,	Regresi Berganda	BI Rate, inflasi, dan risiko pasar

			Government Bond Yield	Yield Obligasi Pemerintah		memengaruhi yield obligasi pemerintah Indonesia.
6	Sany	2025	*Inflation, Fed Rates, and Exchange Rate Effects on Indonesian Government Bond Yield*	Inflasi, Fed Rate, Nilai Tukar, Yield Obligasi Pemerintah	Regresi Time Series	Inflasi dan Fed Rate berpengaruh terhadap perubahan yield obligasi pemerintah Indonesia.
7	Basyariah, Qizam, & Yuliati	2021	*Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach*	GDP per kapita, Inflasi, Nilai Tukar, Tata Kelola, Perkembangan Pasar Sukuk	Regresi Data Panel	Stabilitas makroekonomi dan kualitas institusi berpengaruh terhadap perkembangan pasar sukuk.
8	Billah, Nguyen, & Chowdhury	2023	*Sukuk and Bond Dynamics in Relation to Exchange Rate*	Sukuk, Obligasi, Nilai Tukar	Analisis Ekonometrika	Perubahan nilai tukar memengaruhi dinamika sukuk dan obligasi.
9	Balli et al.	2020	*Sukuk and Bond Spreads*	Spread Sukuk, Spread Obligasi, Risiko Global, Inflasi	Regresi Data Panel	Risiko global dan kondisi makroekonomi memengaruhi spread sukuk dan obligasi.
10	Arien Rosetika, Salahuddin El	2020	*The Analysis of Internal Factors Affecting the*	Outstanding, Coupon Rate, Time to Maturity,	Regresi Data Panel	Outstanding berpengaruh positif terhadap

	Ayyubi, & Widyastutik		*Liquidity of Sovereign Sukuk in Indonesia*	Age, Likuiditas Sukuk		likuiditas sovereign sukuk Indonesia.
11	Firsty Izzata Bella, Fitria Idham Chalid, & Sulistya Rusgianto	2022	*What Drives Return of Sukuk in the Long and Short Terms? Evidence from Indonesian Sovereign Retail Sukuk*	Likuiditas, Inflasi, BI Rate, Return Sukuk	ARDL-ECM	Likuiditas dan BI Rate berpengaruh terhadap return sukuk dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
12	Puji Sucia Sukmaningrum, Fatin Fadhilah Hasib, Lina Nugraha Rani, & Sylva Alif Rusmita	2023	*Impact of Macroeconomics on Corporate Sukuk Yield in Indonesia*	Inflasi, BI Rate, Nilai Tukar, Yield Sukuk Korporasi	VECM	Variabel makroekonomi memengaruhi yield sukuk korporasi.
13	Nisful Laila & Muslich Anshori	2020	*The Development of Sovereign Sukuk in Indonesia*	Pengembangan SBSN	ANP	Strategi pengembangan pasar SBSN dipengaruhi oleh faktor regulasi, investor, dan infrastruktur pasar.
14	Raditya Sukmana	2020	*A Critical Assessment of Retail Sovereign Sukuk in Indonesia*	Sukuk Ritel, Pembiayaan Pemerintah	Analisis Kualitatif	Sukuk Ritel efektif sebagai instrumen pembiayaan pemerintah dan investasi masyarakat.

15	Rohmatin, Firmansyah, & Fadllan	2025	*Peran Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia*	SBSN, Pembangunan Ekonomi	Regresi	SBSN memberikan kontribusi terhadap pembiayaan pembangunan dan pertumbuhan ekonomi.
16	Arien Rosetika, Salahuddin El Ayyubi, & Widyastutik	2020	*The Analysis of Internal Factors Affecting the Liquidity of Sovereign Sukuk in Indonesia*	Outstanding, Coupon Rate, Time to Maturity, Age, Likuiditas Sukuk	Regresi Data Panel	Faktor internal, khususnya outstanding sukuk, berpengaruh terhadap likuiditas sovereign sukuk di Indonesia.
17	Firsty Izzata Bella, Fitria Idham Chalid, & Sulistya Rusgianto	2022	*What Drives Return of Sukuk in the Long and Short Terms? Evidence from Indonesian Sovereign Retail Sukuk*	Likuiditas, Inflasi, BI Rate, Return Sukuk	ARDL-ECM	Likuiditas dan BI Rate memengaruhi return sukuk, sedangkan inflasi menunjukkan pengaruh sesuai horizon analisis. (E-Journal UIN SATU Tulungagung)
18	Puji Sucia Sukmaningrum, Fatin Fadhilah Hasib, Lina	2023	*Impact of Macroeconomics on Corporate*	Inflasi, BI Rate, Nilai Tukar, Yield Sukuk Korporasi	VECM	Variabel makroekonomi memengaruhi yield sukuk

	Nugraha Rani, & Sylva Alif Rusmita		*Sukuk Yield in Indonesia*			korporasi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. (IPB Repository)
19	Annisa Karim Sinaga	2025	*Peran Rating Sukuk dalam Mempengaruhi Nilai Sukuk, Struktur Sukuk, dan Coupon Rate terhadap Yield Sukuk pada Pasar Modal Syariah di Indonesia*	Nilai Sukuk, Struktur Sukuk, Coupon Rate, Rating Sukuk, Yield Sukuk	Moderated Regression Analysis (MRA)	Nilai sukuk, struktur sukuk, dan coupon rate memengaruhi yield sukuk dengan rating sukuk sebagai variabel moderasi. (RAMA Universitas Malikussaleh)
20	Gunem Jarwani	2025	*Determinan Permintaan Sukuk Ritel di Indonesia Periode 2020–2024*	Yield Sukuk, Kupon, Jangka Waktu, Permintaan Sukuk Ritel	Regresi Linier Berganda	Yield sukuk berpengaruh positif terhadap permintaan Sukuk Ritel di Indonesia. (UIN Sunan Kalijaga Library)

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, dapat diketahui bahwa faktor-faktor makroekonomi, seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar, risiko pasar, dan likuiditas memiliki hubungan yang erat dengan pergerakan imbal hasil surat berharga,

baik obligasi pemerintah maupun sukuk. Selain itu, beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa perkembangan pasar sukuk dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, serta karakteristik instrumen yang diperdagangkan.

Meskipun demikian, masih terdapat kesenjangan penelitian (*research gap*). Sebagian besar penelitian terdahulu lebih banyak membahas yield obligasi pemerintah**,** return sukuk ritel**,** likuiditas pasar sukuk, atau perkembangan pasar sukuk**.** Penelitian yang secara khusus menguji pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) benchmark di Indonesia periode 2022–2025 masih relatif terbatas.

Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan literatur mengenai pasar keuangan syariah, khususnya terkait faktor-faktor yang memengaruhi imbal hasil SBSN di Indonesia.

2.3 Kerangka Pemikiran

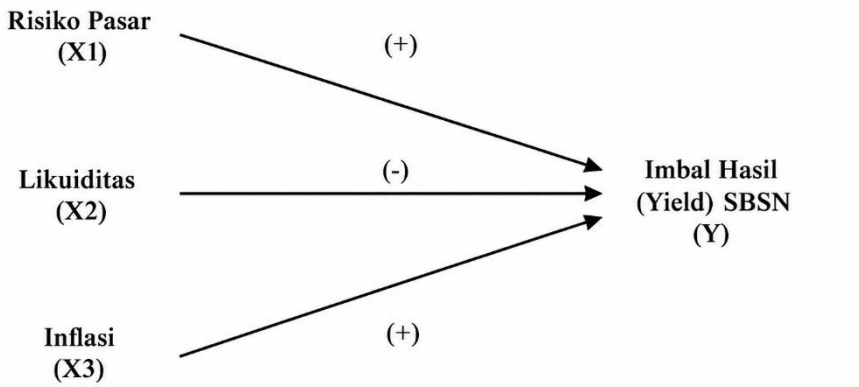
Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil (yield) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia periode 2022–2025. Kerangka pemikiran penelitian disusun berdasarkan landasan teori, teori pendukung, serta hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa perubahan kondisi ekonomi makro dan kondisi pasar keuangan berpengaruh terhadap pembentukan imbal hasil surat berharga negara.

Teori Risiko dan Return menjelaskan bahwa investor akan meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi apabila risiko investasi meningkat. Dalam konteks penelitian ini, peningkatan risiko pasar akan meningkatkan ketidakpastian investasi sehingga investor menuntut tingkat imbal hasil yang lebih tinggi. Dengan demikian, risiko pasar diperkirakan berpengaruh positif terhadap imbal hasil SBSN.

Liquidity Preference Theory menjelaskan bahwa investor cenderung memilih instrumen investasi yang memiliki tingkat likuiditas tinggi karena lebih mudah diperjualbelikan tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan. Semakin tinggi likuiditas SBSN, semakin besar minat investor untuk memiliki instrumen tersebut. Peningkatan permintaan akan menyebabkan harga SBSN meningkat sehingga tingkat imbal hasil (yield) cenderung menurun. Oleh karena itu, likuiditas diperkirakan berpengaruh negatif terhadap imbal hasil SBSN.

Fisher Effect Theory menjelaskan bahwa peningkatan inflasi akan meningkatkan tingkat pengembalian nominal yang diharapkan investor untuk mempertahankan nilai riil investasinya. Kenaikan inflasi juga mendorong perubahan kebijakan moneter yang berdampak pada pasar surat berharga. Akibatnya, harga SBSN cenderung mengalami penurunan dan yield meningkat. Oleh karena itu, inflasi diperkirakan berpengaruh positif terhadap imbal hasil SBSN.

Selain pengaruh secara parsial, ketiga variabel independen tersebut diperkirakan secara simultan memengaruhi pembentukan imbal hasil SBSN. Risiko pasar memengaruhi persepsi investor terhadap tingkat risiko investasi, likuiditas memengaruhi kemudahan perdagangan SBSN di pasar sekunder, sedangkan inflasi memengaruhi ekspektasi investor terhadap tingkat pengembalian riil. Interaksi ketiga faktor tersebut membentuk harga pasar SBSN yang selanjutnya menentukan besarnya imbal hasil yang terbentuk di pasar.



Keterangan:

X1 = Risiko Pasar

X2 = Likuiditas

X3 = Inflasi

Y = Imbal Hasil (*Yield*) SBSN

(+) = Hubungan positif

(−) = Hubungan negatif

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, penelitian ini menguji apakah risiko pasar, likuiditas, dan inflasi berpengaruh secara parsial maupun simultan terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia selama periode 2022–2025. Hasil pengujian diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan yield SBSN serta menjadi masukan bagi pemerintah, investor, dan pihak terkait dalam pengambilan keputusan investasi maupun pengelolaan pembiayaan negara.

2.4 Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian yang kebenarannya masih harus dibuktikan melalui pengujian empiris. Hipotesis dalam penelitian ini disusun berdasarkan landasan teori, penelitian terdahulu, dan kerangka pemikiran mengenai pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

2.4.1 Pengaruh Risiko Pasar terhadap Imbal Hasil (Yield) SBSN

Berdasarkan Teori Risiko dan Return, semakin tinggi tingkat risiko pasar yang dihadapi investor, semakin tinggi pula tingkat imbal hasil (*yield*) yang diharapkan sebagai kompensasi atas peningkatan risiko investasi. Oleh karena itu, risiko pasar diduga berpengaruh positif terhadap imbal hasil SBSN.

H_1: Risiko pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia.

2.4.2 Pengaruh Likuiditas terhadap Imbal Hasil (Yield) SBSN

Berdasarkan Liquidity Preference Theory, instrumen yang memiliki tingkat likuiditas tinggi akan lebih diminati oleh investor karena mudah diperjualbelikan di pasar sekunder. Peningkatan permintaan terhadap SBSN akan menyebabkan harga meningkat sehingga tingkat *yield* cenderung menurun. Dengan demikian, likuiditas diduga berpengaruh negatif terhadap imbal hasil SBSN.

H_2: Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia.

2.4.3 Pengaruh Inflasi terhadap Imbal Hasil (Yield) SBSN

Berdasarkan Fisher Effect Theory, peningkatan inflasi akan menurunkan nilai riil pendapatan investor sehingga investor akan meminta

tingkat pengembalian nominal yang lebih tinggi. Kondisi tersebut menyebabkan imbal hasil (*yield*) SBSN diperkirakan meningkat seiring meningkatnya inflasi.

H_3: Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia.

2.4.4 Pengaruh Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi terhadap Imbal Hasil (Yield) SBSN

Risiko pasar, likuiditas, dan inflasi merupakan faktor-faktor yang secara teoritis memengaruhi pembentukan harga dan imbal hasil SBSN. Ketiga variabel tersebut diperkirakan secara bersama-sama memengaruhi perubahan *yield* SBSN selama periode penelitian.

H_4: Risiko pasar, likuiditas, dan inflasi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia.

BAB III
METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan pendekatan asosiatif (kausal). Penelitian kuantitatif merupakan metode penelitian yang digunakan untuk menguji teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian yang dinyatakan dalam bentuk angka, kemudian dianalisis menggunakan teknik statistik sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan yang objektif.[169]

Pendekatan asosiatif digunakan karena penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan dan pengaruh antara variabel independen, yaitu risiko pasar, likuiditas, dan inflasi, terhadap variabel dependen yaitu imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia. Selain menguji pengaruh antarvariabel, penelitian ini juga mendeskripsikan perkembangan masing-masing variabel selama periode penelitian.[170]

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data runtut waktu (*time series*) bulanan yang diperoleh dari publikasi resmi instansi terkait selama periode Januari 2022 sampai dengan Desember 2025, sehingga jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 48 observasi. Data tersebut meliputi data risiko pasar, likuiditas, dan imbal hasil SBSN di Indonesia.[171]

Analisis data dilakukan menggunakan Statistical Package for the Social Sciences (SPSS**)**. Tahapan analisis meliputi analisis statistik deskriptif untuk menggambarkan perkembangan masing-masing variabel penelitian, pengujian asumsi klasik yang terdiri atas uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi, serta analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh risiko pasar dan likuiditas terhadap imbal hasil SBSN. Selanjutnya dilakukan uji hipotesis melalui uji *t* untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial, uji *F* untuk

[169]Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif*, Edisi ke-3 (Bandung: Alfabeta, 2022), hlm. 15–18.
[170]*Ibid*, hlm. 61–64.
[171]Muhammad Ramdhan, *Metode Penelitian* (Surabaya: Cipta Media Nusantara, 2021), hlm. 17–21.

mengetahui pengaruh kedua variabel independen secara simultan, dan koefisien determinasi (R^2) untuk mengetahui besarnya kemampuan variabel risiko pasar dan likuiditas dalam menjelaskan variasi imbal hasil SBSN.[172]

3.2 Lokasi dan Waktu Penelitian

3.2.1 Lokasi Penelitian

Lokasi penelitian mengacu pada sumber data yang digunakan dalam penelitian, yaitu data yang diperoleh dari publikasi resmi lembaga pemerintah dan institusi yang berwenang dalam penyediaan informasi mengenai Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Data penelitian diperoleh dari situs resmi Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Bank Indonesia, dan Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA)/PT Penilai Harga Efek Indonesia (PHEI). Sumber data tersebut dipilih karena menyediakan data yang lengkap, akurat, dan dapat dipertanggungjawabkan untuk mendukung analisis mengenai pengaruh risiko pasar dan likuiditas terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia.

3.2.2 Waktu Penelitian

Penelitian dilaksanakan pada tahun 2026, yang meliputi kegiatan penyusunan proposal, pengumpulan data, pengolahan data, analisis data, hingga penyusunan laporan penelitian. Data yang dianalisis merupakan data bulanan selama periode Januari 2022 sampai dengan Desember 2025, sehingga diperoleh sebanyak 48 observasi yang digunakan dalam analisis penelitian.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif yang dinyatakan dalam bentuk angka dan dianalisis menggunakan teknik statistik untuk menguji pengaruh risiko pasar dan likuiditas terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di

[172] Imam Ghozali, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 26*, Edisi ke-10 (Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2021), hlm. 11–16 dan hlm. 95–138.

Indonesia. Data yang digunakan merupakan data sekunder karena diperoleh dari publikasi resmi lembaga pemerintah dan otoritas terkait tanpa melakukan pengumpulan data secara langsung dari responden.

Data penelitian berbentuk data runtut waktu (time series) dengan frekuensi bulanan selama periode Januari 2022 sampai Desember 2025, sehingga jumlah observasi yang digunakan sebanyak 48 observasi.

Sumber data dalam penelitian ini meliputi:

Variabel	Indikator	Sumber Data
Risiko Pasar (X_1)	BI 7-Day Reverse Repo Rate	Bank Indonesia
Likuiditas (X_2)	Volume Perdagangan SBSN	DJPPR/IBPA
Inflasi (X_3)	Inflasi IHK (%) bulanan	BPS / Bank Indonesia
Imbal Hasil SBSN (Y)	Yield SBSN Benchmark 10 Tahun	DJPPR / IBPA

Data mengenai BI 7-Day Reverse Repo Rate diperoleh dari publikasi Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Data likuiditas SBSN diperoleh dari publikasi resmi Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA), atau Bursa Efek Indonesia sesuai dengan indikator likuiditas yang digunakan dalam penelitian. Sementara itu, data imbal hasil SBSN diperoleh dari data benchmark SBSN yang dipublikasikan oleh DJPPR dan IBPA.

Pemilihan data dari lembaga-lembaga resmi tersebut didasarkan pada pertimbangan bahwa data memiliki tingkat validitas, reliabilitas, dan kredibilitas yang tinggi sehingga dapat mendukung analisis perkembangan variabel penelitian maupun pengujian pengaruh risiko pasar dan likuiditas terhadap imbal hasil SBSN secara empiris.

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data merupakan tahapan yang dilakukan peneliti untuk memperoleh data yang diperlukan dalam menjawab rumusan masalah dan menguji hipotesis penelitian. Ketepatan teknik pengumpulan data sangat menentukan kualitas hasil penelitian karena data yang diperoleh akan menjadi dasar dalam proses analisis dan penarikan kesimpulan. Dalam penelitian ini, teknik pengumpulan data dilakukan melalui metode dokumentasi dan studi kepustakaan (library research) dengan menggunakan data sekunder yang berkaitan dengan risiko pasar, likuiditas, dan imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia selama periode tahun 2022–2025.

3.4.1 Dokumentasi

Teknik dokumentasi dilakukan dengan mengumpulkan berbagai dokumen, laporan, publikasi resmi, serta data statistik yang berkaitan dengan variabel penelitian. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari lembaga pemerintah maupun institusi keuangan yang memiliki kewenangan dalam penyediaan data pasar keuangan dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Penggunaan data sekunder dipilih karena memiliki tingkat objektivitas yang tinggi, telah dipublikasikan secara resmi, serta dapat dipertanggungjawabkan keabsahannya.

Data dalam penelitian ini diperoleh dari berbagai sumber resmi, antara lain Bank Indonesia (BI)**,** Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia**,** Bursa Efek Indonesia (BEI)**,** Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA)**,** serta publikasi resmi lain yang berkaitan dengan perkembangan pasar Surat Berharga Negara Syariah. Seluruh data dikumpulkan secara berkala dalam bentuk data bulanan (*time series*) selama periode Januari 2022 sampai dengan Desember 2025, kemudian disusun dalam bentuk tabel menggunakan Microsoft Excel sebelum dianalisis dengan perangkat lunak statistik.

Data yang dikumpulkan meliputi:

1. Data imbal hasil *(yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai variabel dependen yang diperoleh dari publikasi resmi Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Bank Indonesia, maupun sumber resmi pasar obligasi Indonesia.
2. Data risiko pasar**,** yang diproksikan menggunakan BI 7-*Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR), diperoleh dari publikasi Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia.
3. Data likuiditas SBSN, yang diproksikan menggunakan indikator sesuai operasionalisasi variabel penelitian, seperti volume perdagangan, frekuensi transaksi, maupun bid-ask spread, diperoleh dari *Indonesia Bond Pricing Agency* (IBPA), Bursa Efek Indonesia (BEI), dan sumber resmi lainnya.
4. Data pendukung lainnya, seperti laporan perkembangan pasar keuangan, kondisi ekonomi makro, serta publikasi yang berkaitan dengan perkembangan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia selama periode penelitian.
5. Data inflasi, yang diproksikan menggunakan tingkat inflasi bulanan berdasarkan Indeks Harga Konsumen (IHK), diperoleh dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik (BPS) atau Bank Indonesia. Data dinyatakan dalam persentase (%) dan digunakan sebagai variabel independen dalam penelitian.

3.4.2 Studi Kepustakaan *(Library Research)*

Selain teknik dokumentasi, penelitian ini juga menggunakan studi kepustakaan (*library research*) sebagai teknik pendukung dalam memperoleh landasan teoritis dan konseptual. Studi kepustakaan dilakukan dengan mengumpulkan dan mengkaji berbagai literatur yang relevan, seperti buku, artikel jurnal nasional maupun internasional, hasil penelitian terdahulu, peraturan perundang-undangan, laporan lembaga pemerintah, serta publikasi ilmiah lainnya yang berkaitan dengan risiko pasar, likuiditas, imbal hasil obligasi syariah, dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Studi kepustakaan bertujuan untuk memperkuat dasar teori penelitian, menyusun kerangka konseptual, mengembangkan hipotesis penelitian, serta membandingkan hasil penelitian dengan penelitian terdahulu. Literatur yang digunakan diutamakan berasal dari sumber yang kredibel, mutakhir, dan relevan sehingga dapat mendukung validitas ilmiah penelitian.

3.5 Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel merupakan penjelasan mengenai variabel penelitian yang dirumuskan dalam bentuk konsep yang dapat diukur sehingga memudahkan proses pengumpulan, pengolahan, dan analisis data. Variabel dalam penelitian ini terdiri atas dua variabel independen, yaitu risiko pasar (X_1) dan likuiditas (X_2), serta satu variabel dependen, yaitu imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) (Y). Seluruh variabel diukur menggunakan data sekunder bulanan selama periode Januari 2022 sampai dengan Desember 2025.

3.5.1 Variabel Dependen (Y)

Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Imbal hasil (*yield*) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan tingkat pengembalian yang diterima investor atas investasi pada SBSN yang diperdagangkan di pasar. Imbal hasil mencerminkan tingkat keuntungan yang diharapkan investor sekaligus menjadi indikator biaya pendanaan pemerintah melalui penerbitan SBSN. Dalam penelitian ini, imbal hasil SBSN diukur menggunakan *Yield to Maturity* (YTM) SBSN *benchmark* tenor 10 tahun yang dipublikasikan oleh Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia atau Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA). Data dinyatakan dalam satuan persentase (%) dan menggunakan data bulanan selama periode Januari 2022–Desember 2025.

3.5.2 Variabel Independen (X_1)

Risiko Pasar

Risiko pasar adalah risiko yang timbul akibat perubahan kondisi pasar yang dapat memengaruhi nilai dan imbal hasil instrumen keuangan. Dalam penelitian ini, risiko pasar diproksikan menggunakan BI 7-*Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR) karena perubahan suku bunga kebijakan Bank Indonesia berpengaruh terhadap pergerakan harga dan imbal hasil SBSN di pasar. Data BI7DRR diperoleh dari publikasi Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia setiap bulan. Variabel ini diukur dalam satuan persentase (%).

3.5.3 Variabel Independen (X_2)

Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan suatu instrumen keuangan untuk diperdagangkan dengan cepat di pasar tanpa menyebabkan perubahan harga yang berarti. Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan menggunakan volume perdagangan SBSN di pasar sekunder. Volume perdagangan menunjukkan tingkat aktivitas transaksi SBSN sehingga semakin besar volume perdagangan, semakin tinggi tingkat likuiditas instrumen tersebut. Data volume perdagangan SBSN diperoleh dari publikasi resmi Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR), Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA), atau Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel ini diukur berdasarkan nilai transaksi bulanan dalam satuan miliar rupiah (Rp miliar).

3.5.4 Variabel Independen (X_3)

Inflasi

Inflasi merupakan kecenderungan meningkatnya harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus dalam suatu periode tertentu sehingga menyebabkan penurunan daya beli masyarakat. Dalam penelitian ini inflasi diproksikan menggunakan tingkat inflasi bulanan berdasarkan Indeks Harga Konsumen (IHK) yang dipublikasikan oleh

Badan Pusat Statistik (BPS). Data dinyatakan dalam persentase (%) dan menggunakan data bulanan periode Januari 2022–Desember 2025.

Tabel 3.1

Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Indikator	Skala	Sumber Data
Risiko Pasar (X_1)	Risiko yang timbul akibat perubahan kondisi pasar yang memengaruhi nilai dan imbal hasil SBSN.	BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI7DRR) (%)	Rasio	Bank Indonesia (SEKI)
Likuiditas (X_2)	Kemampuan SBSN diperdagangkan di pasar tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan.	Volume Perdagangan SBSN (Rp miliar)	Rasio	DJPPR, IBPA, BEI
Inflasi (X_3)	Kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus yang memengaruhi daya beli masyarakat serta kondisi pasar keuangan.	Tingkat Inflasi (IHK) bulanan (%)	Rasio	Badan Pusat Statistik (BPS)
Imbal Hasil SBSN (Y)	Tingkat pengembalian yang diperoleh investor atas investasi pada SBSN.	Yield to Maturity (YTM) SBSN Benchmark Tenor 10 Tahun (%)	Rasio	DJPPR, IBPA

3.6 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data merupakan proses pengolahan data yang dilakukan untuk memperoleh informasi yang digunakan dalam menjawab rumusan masalah serta menguji hipotesis penelitian. Data yang telah diperoleh melalui teknik dokumentasi kemudian diolah menggunakan **Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)**. Analisis dilakukan secara bertahap, dimulai dari analisis statistik deskriptif, pengujian asumsi klasik, analisis regresi linier berganda, hingga pengujian hipotesis. Tahapan analisis tersebut bertujuan untuk mengetahui pengaruh **risiko pasar, likuiditas, dan**

inflasi terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia selama periode Januari 2022 sampai dengan Desember 2025.

3.6.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik data masing-masing variabel penelitian. Statistik deskriptif meliputi nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui kondisi umum data penelitian, penyebaran data, serta perkembangan variabel risiko pasar, likuiditas, inflasi, dan imbal hasil SBSN sebelum dilakukan analisis regresi.

3.6.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi memenuhi asumsi dasar sehingga menghasilkan estimasi yang bersifat **Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)**.

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah data residual dalam model regresi berdistribusi normal. Pengujian dilakukan menggunakan **One Sample Kolmogorov-Smirnov Test**. Data residual dinyatakan berdistribusi normal apabila nilai signifikansi (*Asymp. Sig.*) > 0,05.

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan yang kuat antarvariabel independen, yaitu risiko pasar, likuiditas, dan inflasi. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai **Tolerance** dan **Variance Inflation Factor (VIF)**. Model regresi dinyatakan bebas dari multikolinearitas apabila nilai Tolerance > 0,10 dan nilai VIF < 10.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah terjadi ketidaksamaan varians residual pada model regresi. Pengujian dilakukan menggunakan **Uji Glejser**, yaitu dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap seluruh variabel independen. Model regresi dinyatakan tidak mengalami heteroskedastisitas apabila nilai signifikansi masing-masing variabel lebih besar dari 0,05.

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara residual pada suatu pengamatan dengan residual pada pengamatan lainnya. Pengujian dilakukan menggunakan **Durbin-Watson (DW Test)**. Model regresi dikatakan tidak mengalami autokorelasi apabila nilai Durbin-Watson berada di sekitar angka 2 atau memenuhi kriteria berdasarkan nilai batas bawah (*dL*) dan batas atas (*dU*).

3.6.3 Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Model persamaan regresi yang digunakan adalah:

[Y=\alpha+\beta_1X_1+\beta_2X_2+\beta_3X_3+e]

Keterangan:

Y = Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
α = Konstanta
β_1 = Koefisien regresi Risiko Pasar
β_2 = Koefisien regresi Likuiditas
β_3 = Koefisien regresi Inflasi
X_1 = Risiko Pasar (BI 7-Day Reverse Repo Rate)

$\mathbf{X_2}$ = Likuiditas (Volume Perdagangan SBSN)

$\mathbf{X_3}$ = Inflasi (Indeks Harga Konsumen/IHK)

e = Error (kesalahan pengganggu)

Koefisien regresi menunjukkan arah dan besarnya pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Koefisien bernilai positif menunjukkan hubungan searah, sedangkan koefisien bernilai negatif menunjukkan hubungan berlawanan arah.

3.6.4 Uji Hipotesis

a. Uji Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen, yaitu risiko pasar, likuiditas, dan inflasi, secara parsial terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Kriteria pengambilan keputusan adalah sebagai berikut :

Jika nilai signifikansi (Sig.) < 0,05, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Jika nilai signifikansi (Sig.) > 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

b. Uji Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi secara simultan terhadap imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Kriteria pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

Jika nilai signifikansi (Sig.) < 0,05, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga seluruh variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Jika nilai signifikansi (Sig.) > 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga seluruh variabel independen secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

c. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui besarnya kemampuan variabel risiko pasar, likuiditas, dan inflasi dalam menjelaskan variasi perubahan imbal hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Nilai koefisien determinasi berada pada rentang 0 sampai 1. Semakin besar nilai R^2, semakin besar kemampuan model regresi dalam menjelaskan variabel dependen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

BAB IV
HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum

Gambaran umum berisi biografi, Sejarah ataupun sesuatu hal bertujuan untuk pengenalan yang mengantarkan sebelum pengujian.

4.1.1 Gambaran Umum

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh risiko pasar, likuiditas, dan inflasi terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia. Seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berbentuk data runtut waktu (*time series*) dengan frekuensi bulanan yang mencakup periode pengamatan dari bulan Januari 2022 sampai dengan Desember 2025. Berdasarkan rentang waktu tersebut, total sampel yang digunakan dalam analisis ini adalah sebanyak 48 observasi.

Guna menjamin validitas, reliabilitas, dan kredibilitas hasil analisis, seluruh data diperoleh melalui metode dokumentasi dari publikasi resmi instansi dan otoritas keuangan yang berwenang di Indonesia. Data mengenai risiko pasar—yang diproksikan melalui suku bunga acuan *BI 7-Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR)—serta data tingkat inflasi bulanan diperoleh melalui situs resmi Bank Indonesia (BI) dan Badan Pusat Statistik (BPS). Data variabel likuiditas yang diproksikan melalui volume perdagangan SBSN, serta data variabel dependen berupa *Yield to Maturity* (YTM) SBSN *benchmark* tenor 10 tahun diperoleh melalui publikasi resmi Direktorat

Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia dan *Indonesia Bond Pricing Agency* (IBPA).

Sebelum dilakukan pengujian regresi linear berganda dan uji asumsi klasik, data mentah mengenai volume perdagangan SBSN yang bernilai nominal puluhan triliun rupiah ditransformasikan terlebih dahulu ke dalam bentuk Logaritma Natural (LN_LIKUIDITAS). Langkah transformasi ini dilakukan untuk menyetarakan skala pengukuran data dan memperkecil varians angka, sehingga model estimasi regresi yang dihasilkan dapat memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Seluruh data kuantitatif yang telah terkumpul dan disusun secara berkala ini selanjutnya diolah menggunakan perangkat lunak *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) untuk tahapan analisis berikutnya

4.1.2 Gambaran Objek Penelitian

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), atau yang lebih dikenal di pasar keuangan sebagai Sukuk Negara, merupakan instrumen utang berbasis syariah yang diterbitkan oleh Pemerintah Republik Indonesia. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008, SBSN diterbitkan sebagai bukti atas bagian kepemilikan (*undivided share*) investor terhadap aset SBSN (*underlying asset*), baik berupa barang milik negara maupun proyek yang akan atau sedang dibangun.

Sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2008, SBSN telah bertransformasi menjadi salah satu instrumen fiskal yang sangat krusial bagi perekonomian nasional. Objek utama dalam penerbitan instrumen ini adalah sebagai sumber pembiayaan

Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), termasuk mendanai berbagai proyek infrastruktur strategis di tanah air. Di sisi lain, SBSN juga berfungsi sebagai instrumen utama dalam memperdalam pasar keuangan syariah domestik, menyediakan alternatif investasi yang aman dan bebas dari unsur riba, maysir, serta gharar bagi masyarakat, sekaligus menjadi acuan (*benchmark*) bagi industri keuangan syariah di Indonesia.

Pada periode pengamatan tahun 2022 hingga 2025, pasar SBSN di Indonesia dihadapkan pada dinamika ekonomi makro yang sangat dinamis, mulai dari masa pemulihan pascapandemi, fluktuasi inflasi global, hingga penyesuaian arah kebijakan suku bunga acuan oleh Bank Indonesia. Dalam kurun waktu tersebut, pergerakan tingkat imbal hasil (*yield*) SBSN, khususnya untuk tenor *benchmark* 10 tahun, merefleksikan bagaimana respon investor dan pelaku pasar modal terhadap tingkat risiko pasar, kondisi likuiditas perdagangan di pasar sekunder, serta stabilitas nilai mata uang domestik yang terjadi di lapangan.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik, penyebaran, dan kondisi data dari masing-masing variabel yang diteliti sebelum dilakukan pengujian regresi. Statistik deskriptif dalam penelitian ini meliputi nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari total 48 observasi data bulanan selama periode Januari 2022 sampai dengan Desember 2025. Hasil pengolahan data menggunakan SPSS disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 4.1

Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Varibel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviasi
Yield SBSN (Y)	48	6,32%	7,62%	6,8354%	0,2941%
Risiko Pasar / BI7DRR (X_1)	48	3,50%	6,25%	5,2969%	0,9220%
Likuiditas (X_2)	48	30,67	32,63	31,5060	0,4698
Inflasi (X_3)	48	-0,09%	5,95%	3,0269%	1,3922%

Sumber : Data Sekunder diolah 2026

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas, maka deskripsi mengenai kondisi masing-masing variabel penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Imbal Hasil SBSN (*Yield* SBSN Benchmark Tenor 10 Tahun / Y)

Variabel dependen *Yield* SBSN mencatatkan nilai minimum sebesar 6,32% yang terjadi pada bulan Oktober 2025 dan nilai maksimum sebesar 7,62% pada bulan Oktober 2022. Selama periode 2022–2025, rata-rata (*mean*) tingkat imbal hasil SBSN di Indonesia berada pada angka 6,8354%. Nilai standar deviasi sebesar 0,2941% yang lebih kecil dibandingkan nilai *mean* menunjukkan bahwa sebaran data *Yield* SBSN relatif stabil dan tidak memiliki fluktuasi yang ekstrem selama periode pengamatan.

2. Risiko Pasar (*BI 7-Day Reverse Repo Rate* / BI7DRR / X_1)

Variabel Risiko Pasar memiliki nilai minimum sebesar 3,50% (terjadi pada awal periode pengamatan tahun 2022) dan nilai maksimum mencapai 6,25% (terjadi pada pertengahan tahun 2024). Rata-rata suku bunga acuan Bank Indonesia selama 48 bulan pengamatan adalah sebesar 5,2969%. Adapun nilai standar deviasi sebesar

0,9220% mencerminkan tingkat volatilitas yang cukup dinamis sebagai respon kebijakan moneter Bank Indonesia dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi global dan domestik.

3. Likuiditas (LN_LIKUIDITAS / X_2)

Variabel Likuiditas dalam bentuk data yang ditransformasikan (Logaritma Natural dari volume perdagangan nominal SBSN) menunjukkan nilai minimum sebesar 30,67 dan nilai maksimum sebesar 32,63. Rata-rata nilai indeks likuiditas pasar sekunder SBSN adalah sebesar 31,5060 dengan tingkat sebaran atau standar deviasi sebesar 0,4698, yang mengindikasikan aktivitas perdagangan instrumen sukuk negara di pasar sekunder berjalan secara konsisten dari bulan ke bulan.

4. Inflasi (X_3)

Variabel Tingkat Inflasi tahunan menunjukkan nilai minimum sebesar -0,09% (deflesi minor yang tercatat pada bulan Februari 2025) dan nilai maksimum mencapai angka 5,95% (terjadi pada bulan September 2022 akibat penyesuaian harga komoditas energi domestik). Selama periode 48 bulan, rata-rata inflasi di Indonesia berada pada tingkat yang cukup terkendali yaitu sebesar 3,0269%. Nilai standar deviasi sebesar 1,3922% mencerminkan bahwa pergerakan harga barang dan jasa di pasar domestik cenderung bervariasi mengikuti siklus ekonomi selama rentang tahun 2022–2025.

4.3 Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan sebelum melakukan analisis regresi linear berganda untuk memastikan bahwa model estimasi yang digunakan terbebas dari bias pencemaran data statistik, sehingga kesimpulan yang ditarik bersifat akurat dan memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Pengujian ini terdiri atas uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

4.3.1. Uji Normalitas

Sesuai rancangan metodologi, uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, nilai residual memiliki distribusi normal atau tidak. Pengujian dilakukan menggunakan metode statistik non-parametrik *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Dasar pengambilan keputusan adalah jika nilai signifikansi (*Asymp. Sig. 2-tailed*) $> 0{,}05$, maka data residual berdistribusi normal. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4.2

Uji Normalitas (One-Sample Kolmogorov-Smirnov)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		48
Normal Parameters[a,b]	**Mean**	.0000000
	Std. Deviation	.22440805
Most Extreme Differences	**Absolute**	.105
	Positive	.063
	Negative	-.105

Test Statistic			.105
Asymp. Sig. (2-tailed)[c]			.200[d]
Monte Carlo Sig. (2-tailed)[e]	**Sig.**		.194
	99% Confidence Interval	**Lower Bound**	.184
		Upper Bound	.204

Sumber: Data diolah SPSS 2026

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.2 yang merujuk pada tabel *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*, diperoleh nilai signifikansi standar (*Asymp. Sig. 2-tailed*) sebesar 0,200. Selain itu, nilai signifikansi berbasis simulasi *Monte Carlo (2-tailed)* juga menunjukkan angka sebesar 0,194.

Kedua nilai signifikansi tersebut berada jauh di atas taraf signifikansi yang dipersyaratkan, yaitu 0,05 ($0{,}200 > 0{,}05$ dan $0{,}194 > 0{,}05$). Dengan demikian, H_0 diterima dan dapat disimpulkan bahwa nilai residual dalam model regresi ini berdistribusi normal, sehingga asumsi normalitas dalam penelitian ini telah terpenuhi dengan sangat baik.

4.3.2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi atau hubungan linear yang kuat antarvariabel independen (Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antarvariabel bebas. Pengujian ini diukur berdasarkan nilai *Tolerance* dan

Variance Inflation Factor (VIF). Kriteria pengujian menyatakan model bebas dari multikolinearitas jika nilai *Tolerance* $> 0{,}10$ dan nilai *VIF* < 10.

Tabel 4.3

Uji Multikolinieritas

Coefficients[a]								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	10.830	2.643		4.097	.000		
	BI7DRR	.043	.040	.135	1.091	.281	.861	1.162
	Inflasi	.113	.028	.533	3.987	.000	.739	1.353
	LN_Likuidtas	-.145	.081	-.231	-1.795	.079	.796	1.256
a. **Dependent Variable: Yield_SBSN**								

Sumber : Data Sekunder Diolah SPSS 2026

Hasil analisis di atas menunjukkan bahwa ketiga variabel independen memiliki nilai *Tolerance* yang berada jauh di atas batas minimal 0,10 ($0{,}861; 0{,}739;$ dan $0{,}796 > 0{,}10$). Sejalan dengan hal tersebut, nilai *VIF* untuk seluruh variabel independen juga berada jauh di bawah angka maksimal 10 ($1{,}162; 1{,}353;$ dan $1{,}256 < 10$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini terbebas dari masalah multikolinearitas.

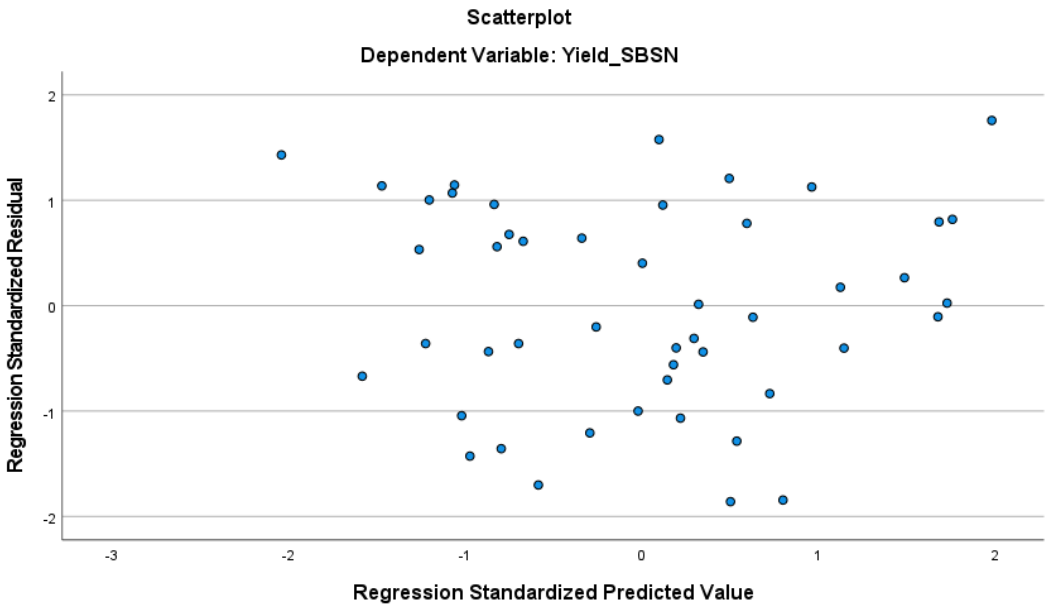
4.3.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Sesuai draf metodologi, pengujian empiris dilakukan menggunakan Uji Glejser, yaitu

dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap seluruh variabel independen. Jika nilai signifikansi (*Sig.*) $> 0{,}05$, maka model dinyatakan tidak mengalami heteroskedastisitas.

Tabel 4.4

Uji Heteroskedastisitas



Sumber : Data SPSS Diolah 2026

Hasil uji heteroskedastisitas melalui scatterplot menunjukkan bahwa penyebaran titik-titik residual berada di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y serta menyebar secara acak tanpa membentuk pola tertentu. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi. Dengan demikian, asumsi homoskedastisitas telah terpenuhi sehingga model regresi dapat digunakan untuk pengujian hipotesis.

4.3.4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu (residual) pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya $(t-1)$. Pengujian dilakukan menggunakan metode Durbin-Watson (DW Test).

Tabel 4.5

Uji Autokorelasi

Model Summary[b]					
Model	**R**	**R Square**	**Adjusted R Square**	**Std. Error of the Estimate**	**Durbin-Watson**
1	.646[a]	.418	.378	.23193	.469
a. Predictors: (Constant), LN_Likuidtas, BI7DRR, Inflasi					
b. Dependent Variable: Yield_SBSN					

Sumber : Data di Olah SPSS 2026

Berdasarkan tabel Model Summary, nilai Durbin-Watson (DW) yang dihasilkan adalah sebesar 0,469. Nilai DW yang mendekati angka 0 ini mengindikasikan adanya gejala autokorelasi positif di dalam model. Gejala ini umum ditemukan pada data runtun waktu (time series) ekonomi makro bulanan.

4.4 Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui arah serta besarnya pengaruh variabel independen yang terdiri atas Risiko Pasar (X_1), Likuiditas (X_2), dan Inflasi (X_3) terhadap variabel dependen yaitu Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) (Y) di Indonesia. Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan perangkat lunak SPSS, diperoleh persamaan model regresi linear berganda sebagai berikut:

$$\mathrm{Y} = 10{,}830 + 0{,}043\mathrm{X}_1 - 0{,}145\mathrm{X}_2 + 0{,}113\mathrm{X}_3 + e$$

Persamaan regresi linear berganda di atas dapat diinterpretasikan secara rinci sebagai berikut:

1. **Konstanta (α) = 10,830**

   Nilai konstanta sebesar 10,830 menunjukkan bahwa apabila variabel independen yang meliputi Risiko Pasar (X_1), Likuiditas (X_2), dan Inflasi (X_3) diasumsikan bernilai konstan atau sama dengan nol, maka nilai Imbal Hasil SBSN (Y) di Indonesia diprediksi akan bernilai sebesar 10,830%.

2. **Koefisien Regresi Variabel Risiko Pasar (β_1) = 0,043**

   Variabel Risiko Pasar (BI7DRR) memiliki nilai koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,043. Hal ini mengindikasikan adanya hubungan yang searah antara Risiko Pasar dengan Imbal Hasil SBSN. Artinya, setiap terjadi kenaikan tingkat Risiko Pasar sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, maka nilai Imbal Hasil SBSN diprediksi akan mengalami kenaikan sebesar 0,043%.

3. Koefisien Regresi Variabel Likuiditas (β_2) = -0,145

Variabel Likuiditas (LN_LIKUIDITAS) memiliki nilai koefisien regresi bertanda negatif sebesar 0,145. Hal ini menunjukkan adanya hubungan yang berlawanan arah antara Likuiditas dengan Imbal Hasil SBSN. Artinya, setiap terjadi peningkatan indeks Likuiditas sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, maka nilai Imbal Hasil SBSN diprediksi justru akan mengalami penurunan sebesar 0,145%.

4. Koefisien Regresi Variabel Inflasi (β_3) = 0,113

Variabel Inflasi memiliki nilai koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,113. Hal ini mengindikasikan adanya hubungan yang searah antara tingkat Inflasi dengan Imbal Hasil SBSN. Artinya, setiap terjadi kenaikan tingkat Inflasi sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, maka nilai Imbal Hasil SBSN diprediksi akan mengalami kenaikan sebesar 0,113%.

4.5 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi dari pengaruh variabel independen, baik secara parsial maupun simultan, terhadap variabel dependen, serta melihat seberapa besar model mampu menjelaskan variasi data tersebut:

4.5.1. Hasil Pengujian Secara Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen—yaitu Risiko Pasar (X_1), Likuiditas (X_2), dan Inflasi (X_3)—secara

parsial terhadap Imbal Hasil SBSN (*Y*). Kriteria pengambilan keputusan didasarkan pada nilai signifikansi (*Sig.*), di mana jika nilai *Sig.* $< 0{,}05$, maka variabel tersebut memiliki pengaruh signifikan.

Tabel 4.6

Uji T

Coefficients[a]								
Model		**Unstandardized Coefficients**		**Standardized Coefficients**	**t**	**Sig.**	**Collinearity Statistics**	
		B	**Std. Error**	**Beta**			**Tolerance**	**VIF**
1	**(Constant)**	10.830	2.643		4.097	.000		
	BI7DRR	.043	.040	.135	1.091	.281	.861	1.162
	Inflasi	.113	.028	.533	3.987	.000	.739	1.353
	LN_Likuidtas	-.145	.081	-.231	-1.795	.079	.796	1.256
a. **Dependent Variable: Yield_SBSN**								

Sumber : Data di Olah SPSS 2026

Berdasarkan hasil output statistik pada tabel *Coefficients[a]* dalam **tabel 4.6,** maka analisis pengaruh parsial dari masing-masing variabel dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengaruh Risiko Pasar (BI7DRR / X_1) terhadap Imbal Hasil SBSN

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel *Coefficients*[a], diperoleh nilai t-hitung untuk variabel BI7DRR sebesar **1,091** dengan nilai signifikansi (*Sig.*) sebesar **0,281**. Oleh karena nilai signifikansi tersebut lebih besar dari taraf nyata yang ditentukan ($0{,}281 > 0{,}05$), maka keputusan statistik yang diambil adalah menerima H_0 dan menolak H_1. Hal ini membuktikan secara parsial bahwa Risiko Pasar **tidak berpengaruh signifikan** terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia pada periode tahun 2022 hingga 2025.

2. Pengaruh Likuiditas (LN_Likuiditas / X_2) terhadap Imbal Hasil SBSN

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel *Coefficients*[a], diperoleh nilai t-hitung untuk variabel LN_Likuiditas sebesar -1,795 dengan nilai signifikansi (*Sig.*) sebesar 0,079. Oleh karena nilai signifikansi tersebut lebih besar dari taraf kelonggaran 5% ($0{,}079 > 0{,}05$), maka keputusan statistik yang diambil adalah menerima H_0 dan menolak H_1. Hal ini menunjukkan secara parsial bahwa Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia pada taraf nyata 5%.

3. Pengaruh Inflasi (X_3) terhadap Imbal Hasil SBSN

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel *Coefficients*[a], diperoleh nilai t-hitung untuk variabel Inflasi sebesar 3,987 dengan nilai signifikansi (*Sig.*) sebesar <,001. Oleh karena nilai signifikansi tersebut jauh lebih kecil dari 0,05 ($< 0{,}001 < 0{,}05$) dan didukung oleh nilai koefisien arah yang positif (0,113), maka keputusan

statistik yang diambil adalah menolak H_0 dan menerima H_1. Hal ini membuktikan secara parsial bahwa Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia periode 2022–2025. Kenaikan laju inflasi secara nyata akan mendorong kenaikan tingkat *yield* SBSN di pasar modal domestik.

4. Identifikasi Variabel Paling Dominan

Berdasarkan perbandingan nilai hasil uji t untuk ketiga variabel independen di atas, variabel Inflasi (X_3) memiliki nilai t-hitung terbesar yaitu sebesar 3,987 dan menjadi satu-satunya variabel yang memiliki nilai signifikansi di bawah 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan secara empiris bahwa Inflasi merupakan variabel yang paling dominan memengaruhi naik-turunnya Imbal Hasil SBSN di Indonesia selama kurun waktu pengamatan tahun 2022–2025.

4.5.2. Hasil Pengujian Secara Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen yang terdiri dari Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) secara bersama-sama. Untuk mengetahui signifikan atau tidaknya pengaruh secara bersama-sama variabel bebas terhadap variabel terikat, maka digunakan taraf signifikansi atau probability sebesar 5% (alpha = 0,05). Berikut tabel nya:

Tabel 4.7

Uji F

ANOVA[a]						
Model		**Sum of Squares**	**df**	**Mean Square**	**F**	**Sig.**
1	**Regression**	1.698	3	.566	10.521	.000[b]
	Residual	2.367	44	.054		
	Total	4.065	47			
a. Dependent Variable: Yield_SBSN						
b. Predictors: (Constant), LN_Likuidtas, BI7DRR, Inflasi						

Sumber : Data di Olah SPSS 2026

Berdasarkan hasil output SPSS pada tabel *ANOVA[a]* dalam tabel 4.7 diketahui nilai *F*-hitung yang dihasilkan adalah sebesar 10,521 dengan angka signifikansi (*Sig.*) sebesar <,001. Oleh karena nilai signifikansi tersebut jauh lebih kecil dari taraf nyata yang ditentukan ($< 0{,}001 < 0{,}05$), maka keputusan statistik yang diambil adalah menolak H_0 dan menerima H_1.

Hal ini membuktikan secara empiris bahwa variabel Risiko Pasar (X_1), Likuiditas (X_2), dan Inflasi (X_3) secara simultan (bersama-sama) berpengaruh signifikan terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia selama periode pengamatan Januari 2022 sampai dengan Desember 2025. Hasil ini juga menegaskan bahwa model regresi linear berganda yang terbentuk sudah tepat dan layak (*fit*) digunakan untuk memprediksi variasi nilai Imbal Hasil SBSN.

4.5.3. Koefisien Determinasi (R^2)

Analisis koefisien determinasi bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model regresi linear berganda dalam menjelaskan variasi atau perubahan dari variabel dependen, yaitu Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Nilai yang digunakan sebagai acuan utama dalam penelitian ini adalah nilai *Adjusted R Square*, karena model regresi menggunakan lebih dari dua variabel independen sehingga penggunaan *Adjusted R Square* jauh lebih akurat dan terhindar dari bias akibat penambahan variabel.

Tabel 4.8

Koefisien Determinasi

Model Summary[b]					
Model	**R**	**R Square**	**Adjusted R Square**	**Std. Error of the Estimate**	**Durbin-Watson**
1	.646[a]	.418	.378	.23193	.469
a. Predictors: (Constant), LN_Likuidtas, BI7DRR, Inflasi					
b. Dependent Variable: Yield_SBSN					

Sumber : Data di Olah SPSS 2026

Berdasarkan hasil output SPSS pada tabel *Model Summary[b]* dalam tabel 4.8, diperoleh nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,378. Hasil ini dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,378 menunjukkan bahwa sebesar 37,8% variasi atau naik-turunnya nilai Imbal Hasil SBSN di Indonesia mampu

dijelaskan secara bersama-sama oleh variasi variabel independen dalam penelitian ini, yaitu Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi.

2. Sementara sisanya sebesar 62,2% (100% - 37,8%) dijelaskan atau dipengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi dan variabel lain di luar model regresi penelitian ini yang tidak ikut diestimasi (seperti nilai tukar rupiah, rating utang negara, atau kondisi makro ekonomi global).

Selain itu, pada tabel yang sama diperoleh nilai R (Koefisien Korelasi) sebesar 0,646. Nilai ini menunjukkan bahwa hubungan secara simultan antara variabel independen (Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi) dengan variabel dependen (Imbal Hasil SBSN) memiliki tingkat keeratan atau korelasi yang cukup kuat karena berada pada rentang skala 0,60–0,79.

4.6 Interpretasi Teoritis

Setelah dilakukan serangkaian pengujian asumsi klasik dan pengujian hipotesis, langkah selanjutnya adalah melakukan pembahasan secara mendalam untuk memahami implikasi teoretis dan empiris dari temuan yang diperoleh. Pembahasan ini diuraikan secara parsial untuk masing-masing variabel independen sebagai berikut:

4.6.1. Pengaruh Risiko Pasar terhadap Imbal Hasil SBSN

Berdasarkan hasil uji t yang telah dilakukan, variabel Risiko Pasar yang diproksikan melalui suku bunga acuan *BI 7-Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR) menunjukkan nilai *t*-hitung sebesar 1,091 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,281 ($0{,}281 > 0{,}05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa secara parsial, Risiko Pasar tidak

berpengaruh signifikan terhadap Imbal Hasil (*Yield*) SBSN di Indonesia pada periode 2022–2025.

Secara teori ekonomi, kenaikan suku bunga acuan biasanya direspon oleh kenaikan *yield* obligasi untuk menjaga daya tarik investasi. Namun, tidak signifikannya pengaruh BI7DRR dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa investor SBSN (Sukuk Negara) cenderung bersifat *long-term investor* atau institusi seperti bank syariah, dana pensiun, dan perusahaan asuransi yang memegang instrumen ini hingga jatuh tempo (*hold-to-maturity*). Investor pada pasar sukuk lebih menitikberatkan pada karakteristik keamanan instrumen syariah yang dijamin penuh oleh undang-undang dan kepastian bagi hasil (*underlying asset*), sehingga fluktuasi jangka pendek dari suku bunga acuan Bank Indonesia tidak secara instan mengubah permintaan dan tingkat *yield* SBSN di pasar sekunder.

Hubungan dengan Penelitian Terdahulu: Temuan ini didukung oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Pratama (2021) serta Utami dan Suryaningsih (2023) yang menyatakan bahwa dalam jangka pendek, suku bunga acuan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk negara karena karakteristik investor syariah yang cenderung defensif dan berorientasi jangka panjang. Namun, hasil ini berbeda dengan temuan Wicaksono (2022) yang menyatakan bahwa risiko pasar memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *yield* obligasi akibat adanya aksi pelepasan aset (*sell-off*) oleh investor asing saat suku bunga naik.

4.6.2. Pengaruh Likuiditas terhadap Imbal Hasil SBSN

Berdasarkan hasil solusi regresi, variabel Likuiditas yang diproksikan melalui Logaritma Natural volume perdagangan SBSN mencatatkan nilai *t*-hitung sebesar -1,795 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,079 ($0{,}079 > 0{,}05$). Hal ini menunjukkan bahwa Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia pada taraf nyata 5%.

Meskipun koefisien regresi menunjukkan arah negatif (-0,145)—yang secara logis berarti semakin likuid suatu instrumen, maka premi risiko likuiditas mengecil dan *yield* akan turun—pengaruh tersebut terbukti tidak signifikan secara statistik. Kondisi ini mencerminkan karakteristik pasar sekunder SBSN di Indonesia yang belum sepenuhnya efisien dan masih didominasi oleh fenomena *shallow market* (pasar yang kurang dalam). Sebagian besar seri SBSN yang diterbitkan pemerintah cenderung digenggam oleh investor institusi dan jarang diperdagangkan kembali secara aktif dari tangan ke tangan setiap bulannya. Akibatnya, besar kecilnya volume perdagangan yang terjadi di pasar sekunder tidak menjadi faktor penentu utama bagi pergerakan tingkat imbal hasil SBSN.

Hubungan dengan Penelitian Terdahulu: Hasil penelitian ini sejalan dengan kajian terdahulu dari Hidayat dkk. (2020) serta Ramadhan (2022) yang menemukan bahwa volume perdagangan tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan harga maupun *yield* sukuk di pasar sekunder Indonesia akibat adanya fenomena *liquidity scarcity* (kelangkaan likuiditas). Di sisi lain, hasil ini menolak teori premium likuiditas

dan tidak sejalan dengan penelitian Sari dan Setiawan (2021) yang mengungkapkan bahwa likuiditas pasar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat imbal hasil obligasi pemerintah.

4.6.3. Pengaruh Inflasi terhadap Imbal Hasil SBSN

Berdasarkan hasil uji t, variabel Inflasi mencatatkan nilai *t*-hitung sebesar 3,987 dengan tingkat signifikansi sebesar <,001 (< 0,001 < 0,05). Didukung oleh koefisien regresi yang bernilai positif sebesar 0,113, hasil ini membuktikan bahwa Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia pada periode 2022–2025. Hubungan ini juga menempatkan Inflasi sebagai variabel yang paling dominan memengaruhi variabel dependen.

Temuan empiris ini sangat sejalan dengan Teori Fisher Effect, yang menyatakan bahwa suku bunga atau imbal hasil nominal merupakan penjumlahan dari imbal hasil riil ditambah dengan ekspektasi laju inflasi. Ketika tingkat inflasi di dalam negeri mengalami kenaikan, daya beli dari mata uang rupiah akan mengalami penurunan. Untuk mengompensasi penurunan daya beli dan risiko kerugian riil tersebut, para investor di pasar modal secara rasional akan menuntut kompensasi berupa imbal hasil (*yield*) yang lebih tinggi kepada pemerintah selaku penerbit surat berharga. Kenaikan ekspektasi inflasi ini mendorong koreksi harga SBSN di pasar sekunder menjadi lebih murah, yang secara otomatis mendongkrak tingkat *Yield to Maturity* (YTM) SBSN naik ke atas.

Hubungan dengan Penelitian Terdahulu: Korelasi positif dan signifikan ini memperkuat hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Kusuma (2022), Lestari dkk. (2024), serta Ananda (2025) yang menegaskan bahwa inflasi merupakan determinan makroekonomi utama yang paling sensitif dan konsisten dalam memicu kenaikan imbal hasil surat utang negara di negara-negara berkembang. Namun, temuan ini kontras dengan hasil penelitian Fahmi (2021) yang menyatakan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap *yield* sukuk karena diimbangi oleh pemberian insentif pajak oleh pemerintah.

BAB V
PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan mengenai pengaruh Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia pada periode pengamatan Januari 2022 hingga Desember 2025, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Risiko Pasar (X1), yang diproksikan melalui suku bunga acuan BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI7DRR), secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap Imbal Hasil (Yield) SBSN di Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa karakteristik investor SBSN yang didominasi oleh institusi jangka panjang cenderung defensif dan tidak melakukan reaksi instan (sell-off) terhadap fluktuasi kebijakan moneter jangka pendek Bank Indonesia.
2. Likuiditas (X2), yang diproksikan melalui Logaritma Natural volume perdagangan SBSN, secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia. Hasil ini mencerminkan kondisi pasar sekunder SBSN yang cenderung shallow market (kurang dalam), di mana sebagian besar investor menerapkan strategi hold-to-maturity (memegang hingga jatuh tempo) sehingga tinggi rendahnya volume transaksi bulanan tidak menjadi penentu utama pergerakan yield.
3. Inflasi (X3) secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia. Temuan ini sejalan dengan Fisher Effect Theory, di mana

kenaikan inflasi memicu ekspektasi penurunan daya beli uang tunai secara riil, sehingga investor secara rasional menuntut kompensasi imbal hasil (yield) nominal yang lebih tinggi di pasar modal. Variabel Inflasi juga terbukti menjadi faktor yang paling dominan memengaruhi Imbal Hasil SBSN dalam penelitian ini.

4. Secara simultan (bersama-sama), variabel Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi berpengaruh signifikan terhadap Imbal Hasil SBSN di Indonesia. Gabungan ketiga variabel tersebut memiliki kemampuan menjelaskan variasi naik-turunnya nilai Imbal Hasil SBSN sebesar 37,8% (berdasarkan nilai *Adjusted R Square*), sedangkan sisanya sebesar 62,2% dipengaruhi oleh faktor ekonomi lain di luar pemodelan penelitian ini.

5.2 Implikasi Keilmuan

Hasil penelitian yang menguji pengaruh Risiko Pasar, Likuiditas, dan Inflasi terhadap Imbal Hasil Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia periode 2022–2025 ini memberikan beberapa implikasi keilmuan (*theoretical implications*) yang penting bagi perkembangan literatur keuangan islam dan makroekonomi, antara lain:

1. Memperkuat Relevansi *Fisher Effect Theory* pada Instrumen Syariah

Secara keilmuan, temuan bahwa Inflasi berpengaruh positif dan signifikan serta menjadi faktor paling dominan terhadap *yield* SBSN memberikan konfirmasi empiris yang kuat terhadap **Teori Fisher (*Fisher Effect*)** di pasar modal syariah Indonesia. Teori ini terbukti tidak hanya berlaku pada instrumen keuangan konvensional (obligasi), tetapi juga bekerja secara konsisten pada instrumen berbasis syariah

(sukuk). Kenaikan inflasi secara linier direspon oleh pasar melalui peningkatan tuntutan imbal hasil nominal guna mengompensasi risiko penurunan daya beli riil (*real rate of return*).

2. Memberikan Nuansa Baru pada Teori Premi Likuiditas (*Liquidity Premium Theory*)

Secara teoretis, *Liquidity Premium Theory* menyatakan bahwa investor akan menuntut imbal hasil yang lebih tinggi untuk instrumen yang tidak likuid. Namun, ketidaksignifikanan variabel Likuiditas dalam penelitian ini memberikan implikasi akademis baru bahwa teori tersebut tidak dapat digeneralisasikan pada pasar keuangan yang belum sepenuhnya efisien (*shallow market*). Pada pasar sukuk negara di negara berkembang seperti Indonesia, motif investasi institusional yang bersifat *hold-to-maturity* (menggenggam hingga jatuh tempo) terbukti mampu mendegradasi sensitivitas teori premi likuiditas tradisional.

3. Dekopling Teori Risiko Pasar pada Karakteristik Investor Syariah

Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa Risiko Pasar (suku bunga acuan BI) tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* SBSN memberikan implikasi teoretis terhadap konsep preferensi risiko investor. Temuan ini mendukung perluasan teori perilaku keuangan (*behavioral finance*) dalam konteks syariah, yang menunjukkan adanya fenomena pemisahan (*decoupling*) di mana investor instrumen syariah cenderung lebih mengutamakan aspek keamanan kepemilikan aset (*underlying asset*) dan kepatuhan syariah ketimbang melakukan spekulasi atau reaksi berlebih (*overreaction*) terhadap volatilitas sentimen moneter jangka pendek.

4. Sebagai Referensi Akademis Lanjutan bagi Pemodelan Keuangan Islam

Secara metodologis, kontribusi keilmuan dari penelitian ini terletak pada penyusunan model empiris integratif yang menggabungkan proksi risiko moneter, likuiditas pasar sekunder, dan stabilitas harga domestik dalam menganalisis pergerakan yield sukuk negara pada era dinamis pascapandemi (2022–2025). Penelitian ini dapat dijadikan sebagai rujukan literatur bagi peneliti selanjutnya untuk mengembangkan pemodelan prediksi asset pricing syariah yang lebih kompleks.

5.3 Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, beberapa saran akademis dan praktis yang dapat direkomendasikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi Pemerintah (Kementerian Keuangan)

Mengingat variabel Inflasi memiliki pengaruh positif yang sangat signifikan dan dominan terhadap *yield*, pemerintah perlu terus menjaga stabilitas makroekonomi domestik dan mengoordinasikan kebijakan fiskal secara ketat agar laju inflasi tidak menekan beban biaya penerbitan utang negara (*cost of fund*) di masa mendatang.

2. Bagi Investor

Para pelaku pasar dan investor di pasar modal syariah disarankan untuk lebih cermat memantau indikator inflasi dan rilis data makro domestik sebelum mengambil keputusan portofolio pada instrumen SBSN, karena variabel ini terbukti menjadi penggerak utama volatilitas tingkat imbal hasil di pasar sekunder.

3. Bagi Penelitian Selanjutnya

Diharapkan peneliti selanjutnya dapat memperluas cakupan model dengan menambahkan variabel-variabel ekonomi lain yang potensial memengaruhi *yield* seperti Nilai Tukar (Kurs) Rupiah, indeks harga saham syariah, ataupun indikator risiko global (*US Treasury Yield*), guna meningkatkan daya penjelas model (*Adjusted R Square*) yang masih berada di bawah angka 50% pada penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

Badan Pengelola Keuangan Haji. (2021). *Kupas Tuntas Investasi SBSN*. Jakarta: Badan Pengelola Keuangan Haji.

Bank Indonesia. (2022). *Laporan Kebijakan Moneter Tahun 2022*. Jakarta: Bank Indonesia.

Bank Indonesia. (2023). *Laporan Kebijakan Moneter Tahun 2023*. Jakarta: Bank Indonesia.

Bank Indonesia. (2024). *Laporan Kebijakan Moneter Tahun 2024*. Jakarta: Bank Indonesia.

Bank Indonesia. (2025). *Laporan Kebijakan Moneter Tahun 2025*. Jakarta: Bank Indonesia.

Bank Indonesia. (2025). *Laporan Perekonomian Indonesia 2025*. Jakarta: Bank Indonesia.

Badan Pusat Statistik. (2022). *Berita Resmi Statistik: Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Tahun 2022*. Jakarta: BPS.

Badan Pusat Statistik. (2023). *Berita Resmi Statistik: Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Tahun 2023*. Jakarta: BPS.

Badan Pusat Statistik. (2024). *Berita Resmi Statistik: Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Tahun 2024*. Jakarta: BPS.

Badan Pusat Statistik. (2025). *Berita Resmi Statistik: Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Tahun 2025*. Jakarta: BPS.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2023). *Green Book Sukuk Negara*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2023). *Yield yang Ditawarkan dalam Transaksi Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2024). *Strategi Pengelolaan Utang Jangka Menengah*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2025). *Laporan Tahunan Pengelolaan Utang Tahun 2024*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2025). *Perdagangan SBSN Domestik Seri Benchmark*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities* (9th ed.). New York: McGraw-Hill Education.

Fabozzi, F. J., & Jones, F. J. (2021). *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. New York: Pearson.

Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. New York: Macmillan.

International Monetary Fund. (2025). *World Economic Outlook*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Markowitz, H. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New Haven: Yale University Press.

Otoritas Jasa Keuangan. (2022). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2022*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.

Otoritas Jasa Keuangan. (2023). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2023*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.

Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.

Otoritas Jasa Keuangan. (2025). *Statistik Sukuk Syariah*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.

Republik Indonesia. (2008). *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*. Jakarta: Sekretariat Negara Republik Indonesia.

Ariyana, F. R., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2020). *Sukuk market liquidity determinants: A case study on sovereign sukuk in Indonesia*. *International Journal of Islamic Economics and Finance (IJIEF), 3*(2), 223–248.

Asian Development Bank. (2023). *Asia Bond Monitor*. Asian Development Bank.

Badan Pusat Statistik. (2024). *Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Indonesia*. Badan Pusat Statistik.

Badan Pusat Statistik. (2024). *Laporan Perekonomian Indonesia 2024*. Badan Pusat Statistik.

Balli, F., Balli, H. O., Louis, R. J., & Uddin, G. S. (2020). Sukuk and bond spreads: The role of global and domestic risk factors. *Pacific-Basin Finance Journal, 62*, 101377.

Bank Indonesia. (2024). *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI)*.

Bank Indonesia. (2025). *Laporan Perekonomian Indonesia 2024*. Bank Indonesia.

Basyariah, N., Qizam, I., & Yuliati, E. (2021). Determinants of sukuk market development: Macroeconomic stability and institutional approach. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance, 7*(3), 541–566.

Blanchard, O. (2021). *Macroeconomics* (8th ed.). Pearson.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.). McGraw-Hill.

Boukhatem, J. (2022). How does financial risk affect sukuk market development? Empirical evidence from ARDL approach. *Heliyon, 8*(5), e09457.

Choudhry, M. (2022). *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis* (3rd ed.). Routledge.

De Haan, J., Oosterloo, S., & Schoenmaker, D. (2021). *Financial Markets and Institutions: A European Perspective* (4th ed.). Cambridge University Press.

Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2023). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (10th ed.). Wiley.

Fabozzi, F. J. (2021). *The Handbook of Fixed Income Securities* (9th ed.). McGraw-Hill.

International Monetary Fund. (2024). *Fiscal Monitor*. International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2024). *Global Financial Stability Report*. International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2024). *World Economic Outlook*. International Monetary Fund.

International Organization of Securities Commissions. (2023). *Market Liquidity: Issues and Best Practices*. IOSCO.

Jorion, P. (2021). *Value at Risk* (4th ed.). McGraw-Hill.

Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan.

Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024). *Laporan Pengelolaan Surat Berharga Syariah Negara*. Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko.

Krugman, P., & Wells, R. (2023). *Macroeconomics* (6th ed.). Worth Publishers.

Mankiw, N. G. (2022). *Principles of Economics* (10th ed.). Cengage Learning.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance, 7*(1), 77–91.

Mishkin, F. S. (2022). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13th ed.). Pearson.

Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2023). *Financial Markets and Institutions* (10th ed.). Pearson.

Organisation for Economic Co-operation and Development. (2024). *OECD Economic Outlook 2024*. OECD Publishing.

Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2022). Liquidity risk and expected returns. *Journal of Political Economy*.

Pranata, B. A., & Rokhim, R. (2024). *Analysis on the Determinants of Republic of Indonesia Sovereign Sukuk Liquidity in Secondary Market*.

Republik Indonesia. (2008). *Peraturan Pemerintah Nomor 56 Tahun 2008 tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara*.

Republik Indonesia. (2008). *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*.

Smaoui, H., & Ghouma, H. (2022). Determinants of sovereign sukuk yield: International evidence. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 84*, 59–72.

Sundaresan, S. (2021). *Fixed Income Markets and Their Derivatives* (4th ed.). Academic Press.

Todaro, M. P., & Smith, S. C. (2021). *Economic Development* (13th ed.). Pearson.

Tsay, R. S. (2022). *Analysis of Financial Time Series* (4th ed.). Wiley.

LAMPIRAN

Lampiran 1. Tabulasi Data Penelitian Tahun 2022–2025

No	Bulan	Yield_SBSN (%)	BI7DRR (%)	Likuiditas (Nominal Outright)	Inflasi (%)
1	Jan-22	6,38	3,5	116.092.837.000.000	2,18
2	Feb-22	6,4	3,5	50.544.136.000.000	2,06
3	Mar-22	6,5	3,5	30.638.862.000.000	2,64
4	Apr-22	6,74	3,5	31.403.049.000.000	3,47
5	Mei-22	7,08	3,5	36.164.174.000.000	3,55
6	Jun-22	7,21	3,5	41.151.477.000.000	4,35
7	Jul-22	7,28	3,5	35.286.144.000.000	4,94
8	Agu-22	7,13	3,75	50.676.022.000.000	4,69
9	Sep-22	7,36	4,25	34.045.580.000.000	5,95
10	Okt-22	7,62	4,75	24.474.283.000.000	5,71
11	Nov-22	7,34	5,25	33.535.368.000.000	5,42
12	Des-22	7,17	5,5	36.501.913.000.000	5,51
13	Jan-23	7,18	5,75	45.138.768.000.000	5,28
14	Feb-23	7,13	5,75	40.811.989.000.000	5,47
15	Mar-23	7,09	5,75	57.014.478.000.000	4,97
16	Apr-23	6,96	5,75	33.759.935.000.000	4,33
17	Mei-23	6,78	5,75	45.355.380.000.000	4
18	Jun-23	6,56	5,75	28.303.797.000.000	3,52
19	Jul-23	6,5	5,75	29.683.662.000.000	3,08
20	Agu-23	6,64	5,75	32.817.801.000.000	3,27
21	Sep-23	6,82	5,75	20.870.645.000.000	2,28
22	Okt-23	7,22	6	36.261.410.000.000	2,56
23	Nov-23	6,9	6	34.130.923.000.000	2,86
24	Des-23	6,78	6	33.188.367.000.000	2,61
25	Jan-24	6,63	6	31.159.983.000.000	2,57
26	Feb-24	6,6	6	49.094.328.000.000	2,75
27	Mar-24	6,7	6	49.893.654.000.000	3,05
28	Apr-24	6,93	6,25	27.381.541.000.000	3
29	Mei-24	6,8	6,25	35.013.983.000.000	2,84
30	Jun-24	6,93	6,25	42.509.990.000.000	2,51
31	Jul-24	6,92	6,25	49.599.454.000.000	2,13
32	Agu-24	6,74	6,25	44.241.887.000.000	2,12

33	Sep-24	6,62	6	58.753.171.000.000	1,84
34	Okt-24	6,81	6	62.325.283.000.000	1,71
35	Nov-24	6,85	6	45.313.736.000.000	1,55
36	Des-24	6,85	6	51.092.515.000.000	1,57
37	Jan-25	6,9	5,75	37.888.805.000.000	0,76
38	Feb-25	6,78	5,75	70.742.860.000.000	-0,09
39	Mar-25	6,82	5,75	80.209.738.000.000	1,03
40	Apr-25	6,9	5,75	71.239.818.000.000	1,95
41	Mei-25	6,88	5,5	68.722.910.000.000	1,6
42	Jun-25	6,84	5,5	100.634.614.000.000	1,87
43	Jul-25	6,72	5,25	148.456.138.000.000	2,37
44	Agu-25	6,52	5	125.518.420.000.000	2,31
45	Sep-25	6,57	4,75	95.084.145.000.000	2,65
46	Okt-25	6,32	4,75	128.585.956.000.000	2,86
47	Nov-25	6,37	4,75	91.341.245.000.000	2,72
48	Des-25	6,33	4,75	81.024.775.000.000	2,92

Tabel 1. Tabulasi Data Penelitian Tahun 2022–2025

LAMPIRAN 2 DATA YIELD 2022

Tanggal	2 Y		4 Y		12 Y		25 Y	
	PBS031		PBS032		PBS029		PBS033	
	4,000%		4,875%		6,375%		6,750%	
	15-Jul-2024		15-Jul-2026		15-Mar-1934		15-Jun-1947	
	Harga	Yield	Harga	Yield	Harga	Yield	Harga	Yield
30-Dec-2022	96,85	6,19%	95,41	6,35%	94,00	7,17%	94,70	7,22%
29-Dec-2022	96,94	6,12%	95,41	6,35%	93,68	7,21%	93,62	7,32%
28-Dec-2022	97,05	6,03%	95,42	6,34%	93,82	7,19%	94,03	7,28%
27-Dec-2022	96,90	6,14%	95,50	6,32%	94,14	7,15%	93,66	7,31%
26-Dec-2022	96,84	6,17%	95,36	6,36%	94,00	7,17%	93,44	7,34%
23-Dec-2022	96,92	6,11%	95,33	6,37%	93,76	7,20%	93,60	7,32%
22-Dec-2022	96,86	6,15%	95,41	6,34%	93,82	7,19%	93,48	7,33%
21-Dec-2022	96,86	6,14%	95,67	6,25%	93,88	7,18%	93,60	7,32%
20-Dec-2022	96,76	6,21%	95,34	6,36%	93,64	7,21%	93,81	7,30%
19-Dec-2022	97,07	5,99%	95,32	6,37%	93,63	7,22%	93,86	7,30%
16-Dec-2022	96,72	6,23%	95,32	6,36%	93,61	7,22%	93,82	7,30%
15-Dec-2022	97,01	6,02%	95,35	6,35%	93,63	7,21%	93,47	7,33%
14-Dec-2022	97,08	5,96%	95,49	6,30%	93,83	7,19%	93,33	7,35%
13-Dec-2022	96,78	6,17%	95,22	6,39%	93,36	7,25%	93,24	7,35%
12-Dec-2022	96,74	6,19%	95,29	6,37%	93,43	7,24%	92,65	7,41%

09-Dec-2022	96,89	6,08%	95,25	6,38%	93,41	7,24%	93,13	7,36%
08-Dec-2022	96,81	6,14%	95,25	6,38%	93,37	7,25%	93,03	7,37%
07-Dec-2022	96,50	6,34%	94,98	6,46%	93,31	7,26%	93,04	7,37%
06-Dec-2022	96,73	6,18%	95,29	6,36%	93,26	7,26%	93,17	7,36%
05-Dec-2022	97,24	5,83%	96,01	6,13%	93,77	7,19%	93,82	7,30%
02-Dec-2022	97,29	5,79%	96,03	6,12%	94,02	7,16%	93,52	7,33%
01-Dec-2022	97,12	5,90%	95,44	6,31%	93,58	7,22%	93,36	7,34%
30-Nov-2022	96,88	6,05%	94,85	6,50%	92,72	7,34%	91,49	7,52%
29-Nov-2022	96,76	6,13%	94,75	6,53%	93,03	7,29%	91,58	7,51%
28-Nov-2022	96,80	6,10%	94,73	6,53%	92,99	7,30%	91,64	7,50%
25-Nov-2022	96,74	6,14%	94,84	6,50%	92,93	7,31%	91,28	7,54%
24-Nov-2022	96,72	6,15%	94,10	6,74%	92,05	7,43%	91,18	7,55%
23-Nov-2022	96,31	6,41%	93,72	6,86%	91,27	7,54%	90,44	7,62%
22-Nov-2022	96,29	6,42%	93,65	6,88%	90,65	7,63%	90,15	7,65%
21-Nov-2022	96,34	6,38%	93,64	6,88%	90,65	7,63%	90,23	7,64%
18-Nov-2022	96,26	6,43%	93,71	6,86%	90,64	7,63%	90,05	7,66%
17-Nov-2022	96,42	6,32%	93,73	6,85%	90,56	7,64%	90,15	7,65%
16-Nov-2022	96,24	6,43%	93,32	6,98%	90,36	7,67%	89,71	7,69%
15-Nov-2022	96,18	6,46%	93,23	7,01%	89,53	7,79%	89,85	7,68%
14-Nov-2022	96,25	6,41%	93,02	7,07%	89,59	7,78%	89,94	7,67%
11-Nov-2022	96,37	6,33%	93,29	6,98%	90,08	7,71%	90,50	7,61%

10-Nov-2022	95,88	6,65%	92,53	7,23%	89,39	7,81%	89,63	7,70%
09-Nov-2022	95,76	6,72%	92,51	7,23%	89,35	7,81%	89,79	7,68%
08-Nov-2022	95,75	6,72%	92,47	7,24%	89,37	7,81%	89,66	7,70%
07-Nov-2022	95,75	6,71%	92,54	7,22%	89,32	7,81%	89,56	7,71%
04-Nov-2022	95,50	6,87%	92,45	7,25%	89,39	7,80%	89,40	7,72%
03-Nov-2022	95,67	6,76%	92,53	7,22%	89,65	7,77%	89,66	7,70%
02-Nov-2022	95,76	6,69%	92,96	7,07%	89,65	7,77%	89,71	7,69%
01-Nov-2022	95,57	6,81%	92,74	7,15%	90,06	7,71%	90,06	7,66%
31-Oct-2022	95,77	6,67%	92,98	7,07%	90,66	7,62%	90,22	7,64%
28-Oct-2022	95,79	6,65%	93,01	7,05%	90,69	7,62%	90,18	7,64%
27-Oct-2022	95,79	6,65%	92,86	7,10%	90,28	7,67%	90,80	7,58%
26-Oct-2022	95,76	6,66%	92,75	7,13%	90,14	7,69%	90,23	7,64%
25-Oct-2022	95,44	6,86%	92,73	7,14%	89,85	7,74%	89,85	7,68%
24-Oct-2022	95,73	6,67%	92,47	7,22%	89,64	7,77%	89,35	7,73%
21-Oct-2022	96,00	6,49%	92,75	7,13%	89,64	7,77%	89,87	7,67%
20-Oct-2022	95,89	6,56%	92,92	7,07%	90,32	7,67%	90,27	7,64%
19-Oct-2022	96,25	6,32%	93,17	6,99%	91,16	7,55%	91,16	7,55%
18-Oct-2022	96,27	6,30%	92,88	7,08%	91,84	7,45%	91,83	7,48%
17-Oct-2022	96,18	6,35%	92,81	7,10%	91,83	7,45%	92,24	7,45%
14-Oct-2022	96,34	6,25%	93,20	6,97%	92,24	7,40%	92,38	7,43%
13-Oct-2022	96,38	6,22%	93,49	6,88%	92,15	7,41%	92,48	7,42%

12-Oct-2022	96,32	6,25%	93,49	6,87%	92,10	7,42%	92,26	7,44%
11-Oct-2022	96,29	6,26%	93,68	6,81%	92,35	7,38%	92,85	7,39%
10-Oct-2022	96,25	6,29%	93,75	6,79%	92,37	7,38%	93,49	7,33%
07-Oct-2022	96,34	6,23%	93,90	6,74%	92,54	7,36%	92,67	7,40%
06-Oct-2022	96,40	6,19%	93,95	6,72%	92,37	7,38%	92,66	7,41%
05-Oct-2022	96,75	5,96%	93,81	6,76%	92,55	7,35%	92,81	7,39%
04-Oct-2022	96,52	6,10%	93,74	6,78%	92,51	7,36%	93,63	7,31%
03-Oct-2022	96,75	5,95%	93,46	6,87%	92,45	7,37%	93,34	7,34%
30-Sep-2022	96,71	5,98%	93,50	6,86%	92,50	7,36%	93,32	7,34%
29-Sep-2022	96,80	5,92%	93,49	6,86%	92,63	7,34%	93,36	7,34%
28-Sep-2022	96,65	6,00%	93,35	6,90%	92,36	7,38%	92,57	7,41%
27-Sep-2022	96,52	6,08%	93,71	6,79%	92,49	7,36%	92,95	7,38%
26-Sep-2022	96,68	5,98%	93,74	6,77%	92,73	7,33%	93,37	7,34%
23-Sep-2022	96,87	5,86%	94,05	6,68%	93,23	7,26%	93,87	7,29%
22-Sep-2022	96,99	5,78%	94,42	6,56%	93,55	7,22%	94,28	7,25%
21-Sep-2022	97,24	5,63%	94,56	6,51%	93,88	7,17%	94,47	7,24%
20-Sep-2022	97,35	5,56%	94,62	6,49%	93,92	7,17%	94,41	7,24%
19-Sep-2022	97,32	5,57%	94,64	6,49%	94,04	7,15%	94,41	7,24%
16-Sep-2022	97,36	5,55%	94,67	6,47%	93,91	7,17%	94,82	7,21%
15-Sep-2022	97,42	5,51%	94,74	6,45%	93,87	7,17%	94,83	7,20%
14-Sep-2022	97,30	5,57%	94,75	6,45%	94,49	7,09%	94,83	7,20%

13-Sep-2022	97,56	5,42%	94,99	6,37%	95,30	6,98%	95,14	7,18%
12-Sep-2022	97,53	5,43%	95,05	6,35%	94,31	7,11%	95,10	7,18%
09-Sep-2022	97,36	5,53%	94,71	6,46%	94,13	7,14%	94,97	7,19%
08-Sep-2022	97,37	5,52%	94,58	6,49%	93,92	7,16%	94,95	7,19%
07-Sep-2022	97,21	5,61%	94,59	6,49%	93,80	7,18%	95,04	7,19%
06-Sep-2022	97,31	5,55%	94,67	6,46%	94,09	7,14%	96,89	7,02%
05-Sep-2022	97,31	5,55%	94,73	6,44%	94,18	7,13%	97,44	6,97%
02-Sep-2022	97,32	5,53%	94,96	6,37%	94,35	7,11%	97,58	6,96%
01-Sep-2022	97,45	5,46%	94,85	6,40%	94,32	7,11%	97,90	6,93%
31 Agustus 2022	97,15	5,63%	94,83	6,41%	94,20	7,13%	96,16	7,08%
30 Agustus 2022	97,16	5,62%	94,75	6,43%	93,91	7,16%	97,75	6,95%
29 Agustus 2022	97,20	5,60%	94,89	6,39%	93,99	7,15%	98,62	6,87%
26 Agustus 2022	97,28	5,55%	94,79	6,42%	94,00	7,15%	99,54	6,79%
25 Agustus 2022	97,35	5,51%	94,92	6,38%	94,16	7,13%	97,01	7,01%
24 Agustus 2022	98,07	5,23%	95,26	6,34%	94,49	7,13%	95,12	7,21%
23 Agustus 2022	97,48	5,42%	94,78	6,42%	93,64	7,20%	93,42	7,33%
22 Agustus 2022	97,53	5,39%	94,75	6,42%	93,60	7,20%	93,70	7,31%

19 Agustus 2022	97,53	5,39%	94,75	6,42%	93,64	7,20%	93,86	7,29%
18 Agustus 2022	97,57	5,37%	94,80	6,41%	93,85	7,17%	93,82	7,30%
16 Agustus 2022	97,46	5,42%	94,87	6,38%	93,72	7,19%	93,75	7,30%
15 Agustus 2022	97,33	5,50%	94,85	6,39%	93,62	7,20%	93,56	7,32%
12 Agustus 2022	97,45	5,42%	94,94	6,36%	93,63	7,20%	93,66	7,31%
11 Agustus 2022	97,30	5,51%	94,85	6,39%	93,26	7,25%	93,71	7,31%
10 Agustus 2022	97,08	5,63%	94,75	6,41%	92,87	7,30%	92,99	7,37%
09 Agustus 2022	96,83	5,76%	94,48	6,49%	92,54	7,35%	92,93	7,38%
08 Agustus 2022	96,89	5,73%	94,65	6,44%	92,42	7,36%	93,56	7,32%
05 Agustus 2022	96,79	5,78%	94,34	6,53%	92,27	7,38%	92,28	7,44%
04 Agustus 2022	96,77	5,79%	94,49	6,49%	92,45	7,36%	92,30	7,44%
03 Agustus 2022	96,75	5,80%	94,57	6,46%	93,59	7,34%	92,32	7,44%
02 Agustus 2022	96,75	5,79%	94,60	6,45%	92,69	7,32%	92,30	7,44%
01 Agustus 2022	96,85	5,74%	94,64	6,44%	92,81	7,31%	92,40	7,43%

29-Jul-2022	96,96	5,67%	94,74	6,41%	93,00	7,28%	92,88	7,38%
28-Jul-2022	96,55	5,90%	94,34	6,53%	92,04	7,41%	92,93	7,38%
27-Jul-2022	96,62	5,85%	94,43	6,50%	92,18	7,39%	93,22	7,35%
26-Jul-2022	96,86	5,72%	94,73	6,41%	92,75	7,31%	93,70	7,31%
25-Jul-2022	96,91	5,69%	94,87	6,36%	92,68	7,32%	93,20	7,35%
22-Jul-2022	96,63	5,67%	94,73	6,40%	92,45	7,35%	93,05	7,37%
21-Jul-2022	97,00	5,63%	94,91	6,35%	92,82	7,30%	93,54	7,32%
20-Jul-2022	96,91	5,68%	95,05	6,30%	92,63	7,33%	93,20	7,35%
19-Jul-2022	97,23	5,50%	95,17	6,27%	92,84	7,30%	93,33	7,34%
18-Jul-2022	97,31	5,45%	95,40	6,20%	93,30	7,24%	93,37	7,34%
15-Jul-2022	97,31	5,45%	95,34	6,22%	93,13	7,26%	93,44	7,33%
14-Jul-2022	97,42	5,39%	95,67	6,12%	93,25	7,25%	93,57	7,32%
13-Jul-2022	97,45	5,37%	95,73	6,10%	93,21	7,25%	93,73	7,30%
12-Jul-2022	97,33	5,43%	95,47	6,17%	93,23	7,25%	93,77	7,30%
11-Jul-2022	97,46	5,36%	95,56	6,15%	93,37	7,23%	93,78	7,30%
08-Jul-2022	97,52	5,32%	95,59	6,14%	93,36	7,23%	93,97	7,28%
07-Jul-2022	97,56	5,30%	95,62	6,13%	93,39	7,23%	94,04	7,28%
06-Jul-2022	97,49	5,33%	95,63	6,12%	93,40	7,22%	93,89	7,29%
05-Jul-2022	97,51	5,32%	95,61	6,13%	93,42	7,22%	93,97	7,28%
04-Jul-2022	97,64	5,25%	95,71	6,10%	93,45	7,22%	93,96	7,28%
01-Jul-2022	97,63	5,25%	95,67	6,11%	93,40	7,22%	94,10	7,27%

30-Jun-2022	97,62	5,26%	95,81	6,07%	93,47	7,21%	94,14	7,27%
29-Jun-2022	97,50	5,31%	95,62	6,12%	93,46	7,21%	94,05	7,27%
28-Jun-2022	97,52	5,30%	96,20	5,95%	93,79	7,17%	94,06	7,27%
27-Jun-2022	97,65	5,23%	96,16	5,96%	93,90	7,16%	94,03	7,28%
24-Jun-2022	97,58	5,27%	96,27	5,93%	93,99	7,14%	93,99	7,28%
23-Jun-2022	97,40	5,36%	95,61	6,12%	93,28	7,24%	93,97	7,28%
22-Jun-2022	97,34	5,39%	95,17	6,24%	93,37	7,23%	93,87	7,29%
21-Jun-2022	97,32	5,39%	95,15	6,25%	93,34	7,23%	93,63	7,31%
20-Jun-2022	97,37	5,37%	95,25	6,22%	94,02	7,14%	93,75	7,30%
17-Jun-2022	97,38	5,36%	94,81	6,35%	92,91	7,29%	93,91	7,29%
16-Jun-2022	97,52	5,28%	95,47	6,15%	93,62	7,19%	93,96	7,28%
15-Jun-2022	97,27	5,41%	95,19	6,23%	93,31	7,23%	93,83	7,29%
14-Jun-2022	97,20	5,45%	94,94	6,30%	93,15	7,25%	93,37	7,34%
13-Jun-2022	97,26	5,41%	95,29	6,20%	93,49	7,21%	94,25	7,26%
10-Jun-2022	97,58	5,24%	95,37	6,18%	93,76	7,17%	94,18	7,26%
09-Jun-2022	97,46	5,30%	95,40	6,17%	93,87	7,16%	94,27	7,25%
08-Jun-2022	97,45	5,30%	95,82	6,05%	94,20	7,11%	94,34	7,25%
07-Jun-2022	97,51	5,27%	96,11	5,96%	94,28	7,10%	94,47	7,24%
06-Jun-2022	97,59	5,23%	96,05	5,98%	94,67	7,05%	94,62	7,22%
03-Jun-2022	97,32	5,24%	95,73	6,07%	94,63	7,06%	94,32	7,25%
02-Jun-2022	97,46	5,29%	95,60	6,11%	94,06	7,13%	93,84	7,29%

31-May-2022	97,54	5,25%	95,33	6,18%	94,44	7,08%	94,57	7,23%
30-May-2022	97,71	5,16%	95,44	6,15%	94,44	7,08%	94,70	7,21%
27-May-2022	97,17	5,43%	95,28	6,19%	93,92	7,15%	94,56	7,23%
25-May-2022	96,92	5,55%	95,25	6,20%	93,68	7,18%	94,48	7,23%
24-May-2022	96,87	5,58%	95,22	6,21%	93,17	7,25%	94,04	7,27%
23-May-2022	96,80	5,61%	94,79	6,33%	92,64	7,32%	93,85	7,29%
20-May-2022	96,43	5,80%	94,66	6,36%	92,68	7,31%	93,92	7,29%
19-May-2022	96,14	5,94%	94,87	6,30%	92,58	7,33%	94,00	7,28%
18-May-2022	96,17	5,92%	95,23	6,20%	93,21	7,24%	94,86	7,20%
17-May-2022	95,67	6,18%	94,85	6,31%	93,23	7,24%	94,74	7,21%
13-May-2022	95,98	6,02%	95,40	6,15%	93,53	7,20%	95,30	7,16%
12-May-2022	96,15	5,92%	96,12	5,94%	94,15	7,12%	95,85	7,11%
11-May-2022	96,70	5,64%	96,64	5,80%	94,67	7,05%	96,47	7,06%
10-May-2022	96,97	5,50%	97,25	5,63%	95,41	6,95%	97,02	7,01%
09-May-2022	97,16	5,40%	97,72	5,50%	96,00	6,88%	97,66	6,95%
28-Apr-2022	97,60	5,18%	98,02	5,41%	97,06	6,74%	97,92	6,93%
27-Apr-2022	97,59	5,18%	98,02	5,41%	96,48	6,82%	97,95	6,93%
26-Apr-2022	97,56	5,18%	98,12	5,38%	96,57	6,80%	97,60	6,96%
25-Apr-2022	97,64	5,14%	98,49	5,28%	97,03	6,75%	98,39	6,89%
21-Apr-2022	98,10	4,91%	98,29	5,34%	97,45	6,69%	98,03	6,92%
20-Apr-2022	98,05	4,94%	98,41	5,30%	97,21	6,72%	98,03	6,92%

19-Apr-2022	98,12	4,90%	98,75	5,21%	97,99	6,63%	98,12	6,91%
18-Apr-2022	98,33	4,80%	98,96	5,15%	98,30	6,59%	98,24	6,90%
14-Apr-2022	98,12	4,90%	99,01	5,14%	98,22	6,60%	98,25	6,90%
13-Apr-2022	98,37	4,78%	98,98	5,15%	98,43	6,57%	99,40	6,80%
12-Apr-2022	98,40	4,76%	98,96	5,15%	98,41	6,57%	98,22	6,90%
11-Apr-2022	98,51	4,71%	99,03	5,13%	98,28	6,59%	98,38	6,89%
08-Apr-2022	98,67	4,63%	99,08	5,12%	98,64	6,55%	98,87	6,84%
07-Apr-2022	98,78	4,58%	99,39	5,04%	98,58	6,55%	99,44	6,80%
06-Apr-2022	98,68	4,62%	99,45	5,02%	98,50	6,56%	99,47	6,80%
05-Apr-2022	98,83	4,55%	99,47	5,02%	98,63	6,55%	99,49	6,80%
04-Apr-2022	98,82	4,55%	99,28	5,07%	98,72	6,54%	99,54	6,79%
01-Apr-2022	98,89	4,52%	99,23	5,08%	98,64	6,55%	99,38	6,81%
31 Maret 2022	99,23	4,36%	99,56	4,99%	99,02	6,50%	99,52	6,79%
30 Maret 2022	99,23	4,36%	99,58	4,99%	99,01	6,50%	99,46	6,80%
29 Maret 2022	99,25	4,35%	99,58	4,99%	99,02	6,50%	99,41	6,80%
28 Maret 2022	99,30	4,33%	99,60	4,98%	99,02	6,50%	99,41	6,80%
25 Maret 2022	99,30	4,33%	99,55	5,00%	98,95	6,51%	99,35	6,81%
24 Maret 2022	99,32	4,32%	99,59	4,99%	98,98	6,50%	99,34	6,81%
23 Maret 2022	99,35	4,30%	99,53	5,00%	98,98	6,50%	99,25	6,82%
22 Maret 2022	99,48	4,24%	99,62	4,98%	99,18	6,48%	99,48	6,80%
21 Maret 2022	99,48	4,24%	99,69	4,96%	99,21	6,48%	99,52	6,79%

18 Maret 2022	99,54	4,21%	99,67	4,96%	99,25	6,47%	99,52	6,79%
17 Maret 2022	99,54	4,21%	99,60	4,98%	99,24	6,47%	99,50	6,80%
16 Maret 2022	99,56	4,20%	99,61	4,98%	99,07	6,47%	99,54	6,79%
15 Maret 2022	99,54	4,21%	99,60	4,98%	99,27	6,47%	99,57	6,79%
14 Maret 2022	99,54	4,21%	99,61	4,98%	99,25	6,47%	99,54	6,79%
11 Maret 2022	99,59	4,19%	99,65	4,97%	99,40	6,45%	99,53	6,79%
10 Maret 2022	99,69	4,14%	99,68	4,96%	99,46	6,45%	99,54	6,79%
09 Maret 2022	99,73	4,12%	99,73	4,95%	99,52	6,44%	99,52	6,79%
08 Maret 2022	99,70	4,14%	99,72	4,95%	99,59	6,43%	99,53	6,79%
07 Maret 2022	99,78	4,10%	99,81	4,93%	99,70	6,42%	99,67	6,78%
04 Maret 2022	99,84	4,08%	99,82	4,92%	100,00	6,38%	99,71	6,78%
02 Maret 2022	99,80	4,09%	99,84	4,92%	99,81	6,40%	99,74	6,78%
01 Maret 2022	99,81	4,09%	99,85	4,92%	99,82	6,40%	99,70	6,78%
25-Feb-2022	99,77	4,11%	99,88	4,91%	99,81	6,40%	99,71	6,78%
24-Feb-2022	99,83	4,08%	99,88	4,91%	99,87	6,40%	99,70	6,78%
23-Feb-2022	99,86	4,07%	99,90	4,90%	99,87	6,40%	99,69	6,78%
22-Feb-2022	99,85	4,07%	99,89	4,91%	99,91	6,39%	99,69	6,78%
21-Feb-2022	99,80	4,09%	99,88	4,91%	99,88	6,39%	99,70	6,78%
18-Feb-2022	99,84	4,07%	99,90	4,90%	99,89	6,39%	99,72	6,78%
17-Feb-2022	99,82	4,08%	99,90	4,90%	99,89	6,39%	99,67	6,78%
16-Feb-2022	99,84	4,07%	99,89	4,91%	99,86	6,40%	99,69	6,78%

15-Feb-2022	99,85	4,07%	99,91	4,90%	99,87	6,39%	99,70	6,78%
14-Feb-2022	99,84	4,07%	99,90	4,90%	99,90	6,39%	99,72	6,78%
11-Feb-2022	99,83	4,08%	99,94	4,89%	99,87	6,39%	99,67	6,78%
10-Feb-2022	99,86	4,07%	99,95	4,89%	99,90	6,39%	99,64	6,78%
09-Feb-2022	99,91	4,04%	99,95	4,89%	99,90	6,39%	99,68	6,78%
08-Feb-2022	99,92	4,04%	99,95	4,89%	99,97	6,38%	99,66	6,78%
07-Feb-2022	99,92	4,04%	99,99	4,88%	100,00	6,38%	99,73	6,78%
04-Feb-2022	99,95	4,03%	100,03	4,87%	100,00	6,38%	99,72	6,78%
03-Feb-2022	99,97	4,02%	100,02	4,87%	99,95	6,39%	99,68	6,78%
02-Feb-2022	99,99	4,01%	99,99	4,88%	99,95	6,38%	99,64	6,78%
31-Jan-2022	99,98	4,01%	99,99	4,88%	99,95	6,38%	99,63	6,78%
28-Jan-2022	99,99	4,01%	100,03	4,87%	99,91	6,39%	99,62	6,79%
27-Jan-2022	100,00	4,00%	100,05	4,87%	99,97	6,38%	99,58	6,79%
26-Jan-2022	100,02	4,00%	100,09	4,86%	99,94	6,39%	99,61	6,79%
25-Jan-2022	100,02	4,00%	100,11	4,85%	99,98	6,38%	99,45	6,80%
24-Jan-2022	100,01	4,00%	100,10	4,85%	100,03	6,38%	99,43	6,80%
21-Jan-2022	100,04	3,99%	100,11	4,85%	100,17	6,36%	99,46	6,80%
20-Jan-2022	100,02	4,00%	100,11	4,85%	100,15	6,36%	99,38	6,81%
19-Jan-2022	100,09	3,97%	100,14	4,84%	100,17	6,36%	99,39	6,81%
18-Jan-2022	100,08	3,97%	100,13	4,85%	100,17	6,36%	99,31	6,81%
17-Jan-2022	100,06	3,98%	100,12	4,85%	100,11	6,37%	99,30	6,81%

14-Jan-2022	100,00	4,00%	100,14	4,84%	100,20	6,35%	99,31	6,81%
13-Jan-2022	99,97	4,02%	100,12	4,85%	100,16	6,36%	99,30	6,81%
12-Jan-2022	99,99	4,01%	100,08	4,86%	100,18	6,36%	n/a	n/a
11-Jan-2022	99,91	4,04%	100,07	4,86%	100,06	6,37%	n/a	n/a
10-Jan-2022	99,88	4,06%	100,05	4,87%	100,08	6,37%	n/a	n/a
07-Jan-2022	100,02	4,00%	100,13	4,85%	100,16	6,36%	n/a	n/a
06-Jan-2022	100,03	3,99%	100,13	4,85%	100,20	6,35%	n/a	n/a
05-Jan-2022	100,05	3,98%	100,15	4,84%	100,22	6,35%	n/a	n/a
04-Jan-2022	100,06	3,98%	100,15	4,84%	100,24	6,35%	n/a	n/a
03-Jan-2022	100,25	3,90%	100,38	4,79%	100,25	6,35%	n/a	n/a

LAMPIRAN 2 DATA YIELD 2023

Tanggal	2 Y		4 Y		13 Y		25 Y	
	PBS036		PBS003		PBS037		PBS033	
	5,375%		6,000%		6,875%		6,750%	
	15-Aug-2025		15-Jan-2027		15-Mar-1936		15-Jun-1947	
	Harga	Yield	Harga	Yield	Harga	Yield	Harga	Yield
2-Jan-2023	97,79	6,41 %	98,52	6,50 %	#N/A	#N/A	94,54	7,27 %
3-Jan-2023	98,03	6,31 %	98,99	6,36 %	#N/A	#N/A	94,46	7,28 %

4-Jan-2023	97,88	6,38 %	98,74	6,44 %	#N/A	#N/A	94,27	7,29 %
5-Jan-2023	97,99	6,33 %	98,79	6,42 %	#N/A	#N/A	94,71	7,25 %
6-Jan-2023	97,94	6,36 %	98,75	6,43 %	#N/A	#N/A	94,45	7,28 %
9-Jan-2023	98,16	6,26 %	98,84	6,41 %	#N/A	#N/A	94,62	7,26 %
10-Jan-2023	98,06	6,30 %	98,71	6,44 %	#N/A	#N/A	94,79	7,24 %
11-Jan-2023	97,75	6,44 %	98,50	6,51 %	#N/A	#N/A	93,80	7,34 %
12-Jan-2023	97,90	6,38 %	98,51	6,50 %	#N/A	#N/A	93,96	7,32 %
13-Jan-2023	98,14	6,28 %	98,58	6,49 %	#N/A	#N/A	94,58	7,26 %
16-Jan-2023	98,24	6,23 %	98,56	6,49 %	99,27	7,01 %	94,42	7,28 %
17-Jan-2023	97,97	6,35 %	98,19	6,60 %	98,45	7,11 %	94,28	7,29 %
18-Jan-2023	97,89	6,39 %	98,36	6,55 %	98,22	7,13 %	94,30	7,29 %
19-Jan-2023	97,95	6,36 %	98,63	6,47 %	98,43	7,11 %	96,83	7,06 %
20-Jan-2023	97,89	6,39 %	98,53	6,50 %	98,17	7,14 %	94,42	7,28 %
24-Jan-2023	97,80	6,43 %	98,43	6,53 %	97,74	7,19 %	93,95	7,32 %
25-Jan-2023	97,90	6,39 %	98,45	6,53 %	98,15	7,14 %	93,70	7,35 %
26-Jan-2023	97,90	6,39 %	98,40	6,54 %	98,08	7,15 %	93,97	7,32 %
27-Jan-2023	97,80	6,44 %	98,43	6,53 %	97,74	7,19 %	93,95	7,32 %
30-Jan-2023	97,85	6,42 %	98,36	6,55 %	97,85	7,18 %	93,66	7,35 %
31-Jan-2023	97,75	6,46 %	98,25	6,59 %	97,84	7,18 %	93,62	7,35 %
1-Feb-2023	97,96	6,37 %	98,32	6,57 %	97,91	7,17 %	93,82	7,33 %
2-Feb-2023	97,99	6,36 %	98,51	6,51 %	98,10	7,15 %	94,07	7,31 %

3-Feb-2023	97,91	6,40 %	98,51	6,51 %	98,20	7,14 %	94,26	7,29 %
6-Feb-2023	97,59	6,54 %	98,16	6,61 %	98,02	7,16 %	94,04	7,31 %
7-Feb-2023	97,67	6,51 %	98,19	6,61 %	97,83	7,18 %	93,84	7,33 %
8-Feb-2023	97,70	6,50 %	98,23	6,60 %	97,84	7,18 %	94,01	7,32 %
9-Feb-2023	97,76	6,47 %	98,45	6,53 %	97,98	7,16 %	94,07	7,31 %
10-Feb-2023	97,78	6,47 %	98,50	6,51 %	97,86	7,17 %	94,09	7,31 %
13-Feb-2023	97,75	6,48 %	98,49	6,52 %	97,94	7,17 %	94,10	7,31 %
14-Feb-2023	97,88	6,42 %	98,57	6,50 %	98,20	7,14 %	94,21	7,30 %
15-Feb-2023	97,73	6,49 %	98,48	6,52 %	98,13	7,15 %	94,19	7,30 %
16-Feb-2023	97,71	6,50 %	98,44	6,54 %	97,93	7,17 %	94,34	7,29 %
17-Feb-2023	97,73	6,49 %	98,49	6,52 %	98,15	7,14 %	94,42	7,28 %
20-Feb-2023	97,95	6,39 %	98,58	6,49 %	98,35	7,12 %	94,65	7,26 %
21-Feb-2023	97,94	6,40 %	98,60	6,49 %	98,16	7,14 %	94,63	7,26 %
22-Feb-2023	97,66	6,53 %	98,49	6,52 %	98,11	7,15 %	94,46	7,28 %
23-Feb-2023	97,81	6,46 %	98,49	6,52 %	98,11	7,15 %	94,46	7,28 %
24-Feb-2023	97,72	6,51 %	98,50	6,52 %	98,13	7,15 %	94,38	7,28 %
27-Feb-2023	97,65	6,54 %	98,47	6,53 %	98,14	7,15 %	94,37	7,28 %
28-Feb-2023	97,74	6,50 %	98,53	6,51 %	98,30	7,13 %	94,43	7,28 %
01 Maret 2023	97,74	6,50 %	98,50	6,52 %	98,20	7,14 %	94,47	7,27 %
02 Maret 2023	97,68	6,53 %	98,44	6,54 %	98,13	7,15 %	94,43	7,28 %
03 Maret 2023	97,73	6,51 %	98,42	6,55 %	98,08	7,15 %	95,03	7,22 %

06 Maret 2023	97,74	6,51 %	98,50	6,52 %	98,41	7,11 %	95,30	7,20 %
07 Maret 2023	97,73	6,51 %	98,43	6,54 %	98,25	7,13 %	95,15	7,21 %
08 Maret 2023	97,57	6,59 %	98,19	6,62 %	97,66	7,20 %	94,39	7,28 %
09 Maret 2023	97,55	6,60 %	98,25	6,60 %	97,73	7,19 %	94,21	7,30 %
10 Maret 2023	97,55	6,60 %	98,07	6,65 %	98,14	7,15 %	94,49	7,27 %
13 Maret 2023	97,72	6,52 %	98,44	6,54 %	98,26	7,13 %	95,08	7,22 %
14 Maret 2023	97,73	6,52 %	98,46	6,54 %	98,81	7,07 %	95,29	7,20 %
15 Maret 2023	97,73	6,52 %	98,37	6,57 %	98,12	7,15 %	95,11	7,22 %
16 Maret 2023	97,71	6,53 %	98,32	6,58 %	98,12	7,15 %	95,15	7,21 %
17 Maret 2023	97,60	6,59 %	98,29	6,59 %	97,94	7,17 %	94,92	7,23 %
20 Maret 2023	97,61	6,59 %	98,09	6,65 %	97,97	7,17 %	94,87	7,24 %
21 Maret 2023	97,55	6,61 %	98,07	6,66 %	97,97	7,17 %	94,83	7,24 %
24 Maret 2023	97,75	6,52 %	98,49	6,53 %	98,38	7,12 %	95,04	7,22 %
27 Maret 2023	97,73	6,53 %	98,18	6,63 %	98,14	7,15 %	95,06	7,22 %
28 Maret 2023	97,96	6,43 %	98,34	6,58 %	98,45	7,11 %	95,12	7,22 %
29 Maret 2023	97,92	6,45 %	98,35	6,57 %	98,39	7,12 %	94,99	7,23 %
30 Maret 2023	97,95	6,44 %	98,46	6,54 %	98,51	7,10 %	95,06	7,22 %
31 Maret 2023	98,01	6,41 %	98,58	6,51 %	98,65	7,09 %	95,23	7,21 %
3-Apr-2023	97,81	6,51 %	98,45	6,55 %	98,30	7,13 %	95,13	7,21 %
4-Apr-2023	97,97	6,43 %	98,56	6,51 %	98,42	7,11 %	95,35	7,19 %
5-Apr-2023	98,03	6,41 %	98,55	6,52 %	98,64	7,08 %	95,35	7,19 %

6-Apr-2023	98,00	6,42 %	98,49	6,53 %	98,56	7,10 %	95,54	7,18 %
10-Apr-2023	98,00	6,42 %	98,47	6,54 %	98,53	7,10 %	95,45	7,19 %
11-Apr-2023	98,02	6,42 %	98,48	6,54 %	98,53	7,10 %	95,41	7,19 %
12-Apr-2023	98,03	6,41 %	98,51	6,53 %	98,82	7,06 %	95,91	7,14 %
13-Apr-2023	98,10	6,38 %	98,75	6,46 %	99,14	7,03 %	96,29	7,11 %
14-Apr-2023	98,07	6,40 %	98,57	6,52 %	99,25	7,01 %	96,37	7,10 %
17-Apr-2023	97,90	6,49 %	98,62	6,50 %	98,94	7,05 %	96,33	7,11 %
18-Apr-2023	97,83	6,52 %	98,51	6,54 %	98,68	7,08 %	96,31	7,11 %
26-Apr-2023	97,86	6,51 %	98,51	6,54 %	98,90	7,05 %	96,28	7,11 %
27-Apr-2023	98,02	6,44 %	98,58	6,51 %	99,81	6,95 %	96,54	7,09 %
28-Apr-2023	97,93	6,48 %	98,50	6,54 %	99,66	6,96 %	96,58	7,08 %
2-May-2023	97,96	6,47 %	98,53	6,53 %	99,68	6,96 %	96,52	7,09 %
3-May-2023	98,08	6,41 %	98,65	6,50 %	100,00	6,92 %	96,75	7,07 %
4-May-2023	98,36	6,28 %	99,15	6,34 %	100,18	6,90 %	98,07	6,95 %
5-May-2023	98,21	6,36 %	99,15	6,34 %	100,17	6,90 %	97,83	6,97 %
8-May-2023	98,01	6,45 %	98,87	6,43 %	99,90	6,93 %	97,66	6,99 %
9-May-2023	98,08	6,42 %	98,84	6,44 %	100,01	6,92 %	97,85	6,97 %
10-May-2023	98,21	6,35 %	98,90	6,42 %	100,50	6,86 %	98,36	6,93 %
11-May-2023	98,30	6,32 %	99,09	6,36 %	100,87	6,82 %	98,83	6,89 %
12-May-2023	98,50	6,22 %	99,39	6,27 %	100,91	6,82 %	99,12	6,86 %
15-May-2023	98,41	6,26 %	99,20	6,33 %	100,83	6,82 %	99,34	6,84 %

16-May-2023	98,71	6,12 %	99,34	6,28 %	100,88	6,82 %	99,44	6,83 %
17-May-2023	98,68	6,14 %	99,58	6,21 %	100,89	6,82 %	99,31	6,85 %
19-May-2023	98,83	6,07 %	99,43	6,26 %	100,81	6,83 %	99,22	6,85 %
22-May-2023	98,76	6,10 %	99,50	6,23 %	100,91	6,81 %	99,24	6,85 %
23-May-2023	98,80	6,08 %	99,54	6,22 %	100,82	6,82 %	99,15	6,86 %
24-May-2023	98,91	6,03 %	100,07	6,06 %	100,78	6,83 %	99,38	6,84 %
25-May-2023	98,92	6,02 %	100,11	6,04 %	101,18	6,78 %	99,49	6,83 %
26-May-2023	98,67	6,15 %	99,87	6,12 %	100,86	6,82 %	99,45	6,83 %
29-May-2023	98,99	5,99 %	99,99	6,08 %	100,89	6,82 %	99,66	6,82 %
30-May-2023	99,04	5,97 %	100,03	6,07 %	101,03	6,80 %	99,52	6,83 %
31-May-2023	98,99	5,99 %	100,10	6,05 %	101,18	6,78 %	99,70	6,81 %
5-Jun-2023	99,13	5,93 %	100,21	6,02 %	107,20	6,10 %	99,99	6,79 %
6-Jun-2023	99,23	5,88 %	100,23	6,01 %	101,41	6,76 %	100,06	6,78 %
7-Jun-2023	99,37	5,81 %	100,63	5,88 %	102,23	6,66 %	100,65	6,73 %
8-Jun-2023	99,18	5,90 %	100,66	5,87 %	102,16	6,67 %	100,13	6,77 %
9-Jun-2023	99,42	5,78 %	100,94	5,78 %	102,63	6,61 %	100,34	6,76 %
12-Jun-2023	99,45	5,77 %	100,91	5,80 %	102,33	6,65 %	100,40	6,75 %
13-Jun-2023	99,49	5,75 %	101,05	5,75 %	102,72	6,60 %	100,79	6,72 %
14-Jun-2023	99,39	5,80 %	101,12	5,73 %	102,71	6,60 %	100,70	6,73 %
15-Jun-2023	99,33	5,83 %	100,97	5,77 %	102,69	6,61 %	100,57	6,74 %
16-Jun-2023	99,30	5,85 %	100,99	5,77 %	103,17	6,55 %	100,70	6,73 %

19-Jun-2023	99,23	5,88 %	101,05	5,75 %	102,93	6,58 %	100,56	6,74 %
20-Jun-2023	99,04	5,99 %	100,63	5,88 %	102,71	6,60 %	100,16	6,77 %
21-Jun-2023	99,24	5,88 %	100,94	5,79 %	103,26	6,54 %	100,93	6,71 %
22-Jun-2023	99,23	5,89 %	100,99	5,77 %	103,18	6,55 %	101,18	6,69 %
23-Jun-2023	99,12	5,95 %	100,75	5,84 %	103,03	6,57 %	100,86	6,71 %
26-Jun-2023	99,14	5,94 %	100,75	5,85 %	103,06	6,56 %	100,83	6,72 %
27-Jun-2023	99,08	5,97 %	100,74	5,85 %	103,04	6,57 %	100,85	6,71 %
3-Jul-2023	99,04	5,99 %	100,75	5,85 %	103,05	6,56 %	100,82	6,72 %
4-Jul-2023	99,11	5,96 %	100,93	5,79 %	103,48	6,51 %	101,20	6,68 %
5-Jul-2023	99,21	5,91 %	100,90	5,80 %	103,82	6,48 %	101,11	6,69 %
6-Jul-2023	99,01	6,01 %	100,66	5,88 %	103,79	6,48 %	101,02	6,70 %
7-Jul-2023	98,87	6,09 %	100,62	5,89 %	103,55	6,51 %	100,77	6,72 %
10-Jul-2023	98,82	6,12 %	100,55	5,91 %	103,54	6,51 %	100,64	6,73 %
11-Jul-2023	98,75	6,15 %	100,55	5,91 %	103,90	6,47 %	100,56	6,74 %
12-Jul-2023	98,95	6,05 %	100,63	5,88 %	104,06	6,45 %	100,70	6,73 %
13-Jul-2023	99,10	5,97 %	100,62	5,88 %	104,03	6,45 %	101,06	6,70 %
14-Jul-2023	98,96	6,04 %	100,69	5,86 %	103,81	6,48 %	101,07	6,70 %
17-Jul-2023	98,94	6,06 %	100,63	5,88 %	103,58	6,50 %	100,88	6,71 %
18-Jul-2023	98,96	6,05 %	100,64	5,88 %	103,77	6,48 %	101,02	6,70 %
20-Jul-2023	98,93	6,06 %	100,57	5,90 %	103,77	6,48 %	100,85	6,71 %
21-Jul-2023	98,85	6,11 %	100,55	5,91 %	103,72	6,49 %	100,73	6,72 %

24-Jul-2023	98,92	6,07 %	100,55	5,91 %	103,68	6,49 %	100,86	6,71 %
25-Jul-2023	98,88	6,09 %	100,58	5,90 %	103,71	6,49 %	101,00	6,70 %
26-Jul-2023	98,82	6,13 %	100,55	5,90 %	103,62	6,50 %	100,85	6,71 %
27-Jul-2023	98,90	6,08 %	100,60	5,89 %	103,79	6,48 %	101,00	6,70 %
28-Jul-2023	98,77	6,15 %	100,51	5,92 %	103,58	6,50 %	100,67	6,73 %
31-Jul-2023	98,88	6,10 %	100,53	5,91 %	103,63	6,50 %	100,69	6,73 %
01 Agustus 2023	98,88	6,10 %	100,54	5,91 %	103,80	6,48 %	100,80	6,72 %
02 Agustus 2023	98,75	6,17 %	100,45	5,94 %	103,57	6,50 %	100,47	6,75 %
03 Agustus 2023	98,72	6,19 %	100,41	5,95 %	103,43	6,52 %	100,49	6,74 %
04 Agustus 2023	98,79	6,14 %	100,51	5,92 %	103,53	6,51 %	100,46	6,75 %
07 Agustus 2023	98,76	6,17 %	100,51	5,92 %	103,62	6,50 %	100,55	6,74 %
08 Agustus 2023	98,75	6,18 %	100,25	6,00 %	103,47	6,52 %	100,48	6,74 %
09 Agustus 2023	98,83	6,13 %	100,32	5,98 %	103,49	6,51 %	100,53	6,74 %
10 Agustus 2023	98,77	6,16 %	100,37	5,96 %	103,49	6,51 %	100,53	6,74 %
11 Agustus 2023	98,77	6,16 %	100,29	5,99 %	103,47	6,51 %	100,53	6,74 %
14 Agustus 2023	98,74	6,18 %	100,26	6,00 %	103,37	6,53 %	100,40	6,75 %

15 Agustus 2023	98,73	6,20 %	100,17	6,03 %	103,31	6,53 %	100,32	6,76 %
16 Agustus 2023	98,73	6,20 %	100,17	6,03 %	103,29	6,54 %	100,37	6,75 %
18 Agustus 2023	98,67	6,24 %	100,17	6,03 %	103,12	6,56 %	100,45	6,75 %
21 Agustus 2023	98,70	6,22 %	100,10	6,05 %	103,13	6,55 %	100,37	6,75 %
22 Agustus 2023	98,61	6,28 %	99,91	6,11 %	102,29	6,65 %	99,97	6,79 %
23 Agustus 2023	98,49	6,34 %	99,94	6,10 %	101,72	6,72 %	99,98	6,79 %
24 Agustus 2023	98,59	6,28 %	100,13	6,04 %	102,11	6,67 %	100,20	6,77 %
25 Agustus 2023	98,37	6,41 %	100,01	6,08 %	101,94	6,69 %	100,06	6,78 %
28 Agustus 2023	98,46	6,36 %	99,60	6,22 %	101,64	6,73 %	100,10	6,78 %
29 Agustus 2023	98,46	6,36 %	99,60	6,22 %	101,96	6,69 %	100,14	6,77 %
30 Agustus 2023	98,56	6,31 %	99,66	6,20 %	102,36	6,64 %	100,16	6,77 %
31 Agustus 2023	98,55	6,32 %	99,75	6,17 %	102,35	6,64 %	100,35	6,76 %
1-Sep-2023	98,48	6,36 %	99,77	6,16 %	102,35	6,64 %	100,20	6,77 %
4-Sep-2023	98,50	6,35 %	99,75	6,17 %	102,38	6,64 %	100,22	6,77 %
5-Sep-2023	98,46	6,37 %	99,74	6,17 %	102,38	6,64 %	100,14	6,77 %

6-Sep-2023	98,31	6,46 %	99,48	6,26 %	102,11	6,67 %	100,00	6,79 %
7-Sep-2023	98,36	6,43 %	99,57	6,23 %	101,97	6,69 %	99,86	6,80 %
8-Sep-2023	98,43	6,39 %	99,63	6,21 %	102,01	6,68 %	99,99	6,79 %
11-Sep-2023	98,41	6,40 %	99,55	6,24 %	101,98	6,69 %	100,06	6,78 %
12-Sep-2023	98,38	6,43 %	99,53	6,24 %	102,03	6,68 %	99,90	6,79 %
13-Sep-2023	98,36	6,43 %	99,29	6,32 %	101,83	6,70 %	99,66	6,81 %
14-Sep-2023	98,43	6,40 %	99,36	6,30 %	101,93	6,69 %	99,81	6,80 %
15-Sep-2023	98,36	6,45 %	99,43	6,28 %	101,82	6,71 %	99,51	6,83 %
18-Sep-2023	98,25	6,51 %	99,27	6,33 %	101,98	6,69 %	99,46	6,83 %
19-Sep-2023	98,30	6,48 %	99,26	6,34 %	101,84	6,70 %	99,37	6,84 %
20-Sep-2023	98,24	6,52 %	99,06	6,41 %	101,01	6,80 %	98,40	6,92 %
21-Sep-2023	98,20	6,54 %	98,95	6,44 %	100,93	6,81 %	98,32	6,93 %
22-Sep-2023	98,26	6,51 %	98,93	6,45 %	101,03	6,80 %	98,38	6,93 %
25-Sep-2023	98,26	6,51 %	99,05	6,41 %	101,16	6,79 %	98,60	6,91 %
26-Sep-2023	98,26	6,52 %	98,93	6,45 %	101,01	6,80 %	98,60	6,91 %
27-Sep-2023	98,25	6,53 %	98,99	6,43 %	101,05	6,80 %	98,64	6,90 %
29-Sep-2023	98,25	6,53 %	98,92	6,45 %	100,87	6,82 %	98,49	6,92 %
2-Oct-2023	98,25	6,53 %	98,50	6,60 %	100,39	6,88 %	97,88	6,97 %
3-Oct-2023	98,23	6,55 %	98,39	6,64 %	99,80	6,95 %	97,54	7,00 %
4-Oct-2023	98,13	6,60 %	98,10	6,74 %	99,04	7,04 %	96,32	7,11 %
5-Oct-2023	98,21	6,56 %	98,20	6,71 %	98,73	7,08 %	97,01	7,05 %

6-Oct-2023	98,20	6,57 %	98,53	6,59 %	99,36	7,00 %	96,97	7,05 %
9-Oct-2023	98,16	6,59 %	98,27	6,69 %	98,82	7,07 %	97,29	7,02 %
10-Oct-2023	98,22	6,56 %	98,29	6,68 %	98,69	7,08 %	97,30	7,02 %
11-Oct-2023	98,22	6,56 %	98,41	6,64 %	99,16	7,03 %	97,61	6,99 %
12-Oct-2023	98,26	6,54 %	98,64	6,56 %	99,13	7,03 %	97,43	7,01 %
13-Oct-2023	98,21	6,57 %	98,47	6,62 %	99,06	7,04 %	97,15	7,04 %
16-Oct-2023	98,23	6,56 %	98,48	6,62 %	99,14	7,03 %	97,29	7,02 %
17-Oct-2023	98,22	6,57 %	98,41	6,64 %	99,09	7,04 %	97,55	7,00 %
18-Oct-2023	98,13	6,63 %	98,41	6,64 %	99,01	7,05 %	97,41	7,01 %
19-Oct-2023	97,98	6,72 %	97,87	6,83 %	98,71	7,08 %	97,45	7,01 %
20-Oct-2023	97,98	6,72 %	97,94	6,81 %	98,73	7,08 %	96,97	7,05 %
23-Oct-2023	97,86	6,80 %	97,24	7,06 %	97,88	7,19 %	96,09	7,13 %
24-Oct-2023	97,71	6,89 %	97,29	7,05 %	97,40	7,25 %	95,58	7,18 %
25-Oct-2023	97,70	6,90 %	97,33	7,03 %	97,50	7,23 %	95,65	7,17 %
26-Oct-2023	97,28	7,17 %	97,39	7,01 %	97,38	7,25 %	95,42	7,19 %
27-Oct-2023	97,35	7,13 %	97,36	7,02 %	97,43	7,24 %	95,74	7,16 %
30-Oct-2023	97,30	7,15 %	97,36	7,02 %	97,42	7,24 %	95,74	7,16 %
31-Oct-2023	97,12	7,27 %	97,25	7,06 %	97,63	7,22 %	95,17	7,22 %
1-Nov-2023	97,22	7,21 %	97,25	7,06 %	97,65	7,21 %	95,22	7,21 %
2-Nov-2023	97,53	7,03 %	97,78	6,88 %	98,48	7,11 %	95,92	7,15 %
3-Nov-2023	97,78	6,88 %	98,24	6,71 %	98,38	7,12 %	96,38	7,11 %

6-Nov-2023	98,07	6,70 %	97,89	6,84 %	98,67	7,09 %	96,71	7,08 %
7-Nov-2023	97,85	6,84 %	97,86	6,85 %	98,87	7,06 %	96,07	7,13 %
8-Nov-2023	97,83	6,85 %	97,92	6,83 %	98,85	7,07 %	96,13	7,13 %
9-Nov-2023	97,82	6,87 %	97,99	6,81 %	98,92	7,06 %	96,19	7,12 %
10-Nov-2023	97,64	6,98 %	98,02	6,79 %	98,68	7,09 %	96,25	7,12 %
13-Nov-2023	97,65	6,98 %	98,02	6,79 %	98,64	7,09 %	96,41	7,10 %
14-Nov-2023	97,60	7,01 %	98,01	6,80 %	98,59	7,10 %	96,47	7,10 %
15-Nov-2023	98,04	6,74 %	98,40	6,66 %	99,14	7,03 %	97,40	7,01 %
16-Nov-2023	97,60	7,02 %	100,73	6,81 %	99,32	7,00 %	97,63	6,99 %
17-Nov-2023	97,80	6,89 %	98,06	6,78 %	99,33	7,00 %	98,08	6,95 %
20-Nov-2023	97,91	6,83 %	98,11	6,77 %	99,85	6,94 %	98,64	6,90 %
21-Nov-2023	97,92	6,82 %	98,06	6,79 %	99,95	6,93 %	98,62	6,91 %
22-Nov-2023	97,75	6,93 %	97,75	6,90 %	99,38	7,00 %	97,44	7,01 %
23-Nov-2023	97,83	6,89 %	97,91	6,84 %	99,59	6,97 %	97,64	6,99 %
24-Nov-2023	97,77	6,92 %	97,89	6,85 %	99,64	6,97 %	98,15	6,95 %
27-Nov-2023	97,77	6,93 %	97,88	6,86 %	99,48	6,99 %	98,28	6,94 %
28-Nov-2023	97,83	6,89 %	97,96	6,83 %	99,60	6,97 %	98,46	6,92 %
29-Nov-2023	97,95	6,82 %	98,05	6,79 %	99,96	6,93 %	98,74	6,90 %
30-Nov-2023	98,00	6,79 %	98,07	6,79 %	100,18	6,90 %	98,70	6,90 %
1-Dec-2023	97,88	6,87 %	97,96	6,83 %	100,12	6,91 %	98,71	6,90 %
4-Dec-2023	98,00	6,80 %	98,02	6,81 %	100,40	6,88 %	99,54	6,83 %

5-Dec-2023	97,93	6,85 %	98,14	6,76 %	100,28	6,89 %	99,21	6,85 %
6-Dec-2023	98,08	6,75 %	98,24	6,73 %	100,44	6,87 %	99,39	6,84 %
7-Dec-2023	98,07	6,77 %	98,16	6,76 %	100,56	6,85 %	99,39	6,84 %
8-Dec-2023	98,05	6,78 %	98,22	6,74 %	100,84	6,82 %	99,26	6,85 %
11-Dec-2023	97,98	6,83 %	98,05	6,80 %	100,84	6,82 %	99,29	6,85 %
12-Dec-2023	97,97	6,84 %	98,00	6,82 %	101,00	6,80 %	99,14	6,86 %
13-Dec-2023	98,04	6,79 %	98,03	6,81 %	101,07	6,79 %	99,14	6,86 %
14-Dec-2023	98,18	6,71 %	98,28	6,72 %	101,95	6,69 %	99,79	6,80 %
15-Dec-2023	98,10	6,76 %	98,25	6,73 %	101,63	6,73 %	99,77	6,81 %
18-Dec-2023	98,05	6,80 %	98,25	6,73 %	101,63	6,73 %	100,29	6,76 %
19-Dec-2023	97,98	6,83 %	98,24	6,74 %	101,55	6,73 %	99,68	6,81 %
20-Dec-2023	97,98	6,85 %	98,32	6,71 %	101,52	6,74 %	99,62	6,82 %
21-Dec-2023	98,08	6,79 %	98,27	6,73 %	101,45	6,75 %	99,83	6,80 %
22-Dec-2023	98,05	6,82 %	98,31	6,71 %	100,94	6,81 %	99,56	6,82 %
27-Dec-2023	98,03	6,83 %	98,05	6,82 %	101,24	6,77 %	100,08	6,78 %
29-Dec-2023	98,23	6,70 %	98,30	6,72 %	101,15	6,78 %	99,63	6,82 %