

Nilai Emisi Sukuk Ritel di Indonesia Periode 2013-2023: Apakah Imbal Hasil, Inflasi dan PDB Penting?

Juliana Dwi Putri¹, Muhammad Anwar Fathoni²

^{1,2}Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jakarta, Indonesia

Email: ¹2110116049@mahasiswa.upnvj.ac.id, ²mfathoni@upnvj.ac.id

^{*}Corresponding Author

Received: 12 January 2025

Revised: 18 January 2025

Accepted: 24 January 2025

Published online:
25 January 2025

Abstrak

Investasi syariah yang semakin diminati adalah sukuk ritel. Namun, meskipun sukuk ritel memiliki potensi yang besar, fluktuasi pasar, dan kondisi ekonomi yang tidak menentu, terdapat penurunan imbal hasil yang terus menerus yang dapat membuat sukuk ritel kurang kompetitif dibandingkan instrumen investasi lainnya. Selain itu, fluktuasi jumlah penerbit menunjukkan ketidakstabilan pasar sukuk yang disebabkan oleh perubahan kebijakan fiskal atau kondisi perekonomian. Dalam penelitian ini peneliti menggunakan analisis data sekunder berupa data kuantitatif dengan uji regresi time series yang bersumber dari berbagai website resmi terkait keuangan dan pasar modal. Metode analisis yang digunakan adalah regresi time series dan uji asumsi klasik untuk menguji hubungan antar variabel. Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa dalam jangka pendek, imbal hasil, inflasi, dan PDB tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Hal ini menunjukkan bahwa faktor-faktor tersebut memerlukan waktu untuk memberikan dampak yang nyata terhadap penerbitan sukuk. Namun dalam jangka panjang, ketiga variabel tersebut terbukti mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Temuan ini menggarisbawahi pentingnya mempertimbangkan dinamika jangka panjang dalam perencanaan dan strategi penerbitan sukuk ritel, baik oleh pemerintah maupun pelaku pasar keuangan syariah, untuk memastikan keberlanjutan dan pertumbuhan instrumen tersebut.

JEL Classification:
G1, G12, E4

Kata Kunci:

Imbal Hasil, Inflasi, PDB, dan Sukuk

How to Cite:

Putri, Juliana Dwi dan Fathoni, M.A. (2025). "Nilai Emisi Sukuk Ritel di Indonesia Periode 2013-2023: Apakah Imbal Hasil, Inflasi dan PDB Penting?". *Journal of Islamic Economics and Finance Research*, 1(1), 50 – 68.

PEDAHULUAN

Pasar modal syariah di Indonesia menunjukkan pertumbuhan signifikan selama dekade terakhir. Salah satu instrumen yang banyak diminati adalah sukuk ritel, yaitu surat berharga syariah yang berbasis aset nyata dan dikeluarkan oleh pemerintah atau korporasi. Instrumen ini menjadi alternatif investasi yang menarik bagi masyarakat yang ingin memenuhi prinsip syariah dalam pengelolaan keuangan mereka. Sukuk ritel juga berperan dalam mendukung pembiayaan pembangunan infrastruktur nasional, yang menjadi salah satu prioritas pemerintah untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Meskipun memiliki potensi besar, sukuk ritel menghadapi berbagai tantangan yang memengaruhi daya tariknya di pasar. Salah satu permasalahan utama adalah fluktuasi imbal hasil (yield), yang sering kali tidak stabil karena pengaruh berbagai faktor makroekonomi. Dari data tahun 2013 hingga 2023, imbal hasil sukuk ritel menunjukkan tren menurun, yang dapat mengurangi daya tarik investasi ini dibandingkan instrumen keuangan lainnya (Bank Indonesia, 2024). Selain itu, inflasi yang tinggi menjadi ancaman lain karena dapat menggerus nilai riil imbal hasil. Investor cenderung menghindari instrumen yang tidak mampu memberikan perlindungan terhadap inflasi, sehingga minat terhadap sukuk ritel dapat menurun (Badan Pusat Statistik, 2023).

Produk Domestik Bruto (PDB) juga menjadi indikator penting yang memengaruhi dinamika pasar sukuk ritel. PDB yang stabil menunjukkan kondisi ekonomi yang sehat dan mendukung daya tarik investasi. Namun, penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa pengaruh PDB, inflasi, dan imbal hasil terhadap nilai emisi sukuk ritel lebih signifikan dalam jangka panjang dibandingkan jangka pendek (Hanifah & Pantas, 2022). Hal ini menunjukkan perlunya strategi jangka panjang dalam mengelola pasar sukuk agar tetap kompetitif dan berkelanjutan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh imbal hasil, inflasi, dan PDB terhadap nilai emisi sukuk ritel di Indonesia selama periode 2013–2023. Metode analisis yang digunakan adalah regresi time series, dengan data yang diperoleh dari sumber resmi seperti Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dan Badan Pusat Statistik. Studi ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dan praktis. Secara teoretis, penelitian ini memperkaya literatur keuangan syariah dengan memahami dinamika pasar sukuk. Secara praktis, hasilnya dapat digunakan oleh pemerintah dan pelaku pasar untuk merancang kebijakan dan strategi yang mendukung pertumbuhan pasar sukuk ritel.

Selain itu, hasil penelitian diharapkan mampu memberikan wawasan kepada masyarakat tentang pentingnya diversifikasi investasi dalam instrumen berbasis syariah. Sebagai instrumen yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah, sukuk ritel memberikan alternatif investasi yang tidak hanya aman tetapi juga mendukung pembangunan ekonomi nasional. Pemahaman tentang pengaruh faktor makroekonomi terhadap sukuk ritel dapat membantu investor membuat keputusan yang lebih bijak dan strategis.

Penelitian ini juga berupaya mengidentifikasi strategi yang dapat meningkatkan daya saing sukuk ritel, seperti pengelolaan imbal hasil yang lebih stabil dan kebijakan fiskal yang mendukung pasar syariah. Dengan pendekatan yang komprehensif, penelitian ini bertujuan

untuk mendorong perkembangan lebih lanjut dari instrumen keuangan syariah, sehingga dapat menjadi pilar penting dalam ekosistem keuangan nasional yang inklusif dan berkelanjutan.

TINJAUAN PUSTAKA

Imbal Hasil

Imbal hasil merupakan kompensasi yang diharapkan oleh investor atas risiko yang mereka ambil dalam berinvestasi (Tandio, 2016). Sedangkan, Yetty menjelaskan pengembalian modal yang ditanamkan dalam suatu investasi dikenal sebagai laba (Puspitasari et al., 2021). Investor memiliki preferensi terhadap tingkat pengembalian dan risiko. Profil risiko setiap investor berbeda. Profil risiko ini mencerminkan seberapa besar risiko yang bersedia mereka ambil untuk mencapai tingkat keuntungan yang diinginkan. Selain itu, investor juga cenderung mengharapkan imbal hasil yang sepadan dengan risiko yang diambil, dengan harapan untuk memaksimalkan keuntungan dalam portofolio investasi mereka.

Pada kegiatan investasi, keuntungan merupakan suatu tujuan penting; calon investor mengevaluasi laba atas investasi dengan cara yang berbeda-beda. Dalam investasi dan ekonomi, konsep imbal hasil menjelaskan bagaimana imbal hasil yang diharapkan dari suatu aset berkorelasi dengan risikonya. Secara umum, teori ini menyatakan bahwa imbal hasil yang diharapkan berkorelasi positif dengan risiko yang diambil. Pada konteks pasar modal, imbal hasil sering diukur dalam bentuk persentase, dan investor cenderung mencari aset yang menawarkan keseimbangan antara risiko dan imbal hasil. Oleh karena itu, imbal hasil pada penelitian ini menggunakan indikator kenaikan harga, deviden, dan tingkat risiko.

Pada dasarnya, imbal hasil dapat dibagi menjadi dua komponen utama, yaitu risiko dan imbal hasil yang diharapkan. Hasil yang diharapkan adalah pengembalian yang diantisipasi dari investasi, sementara risiko mencakup adanya bahwa pengembalian aktual akan berbeda dari yang diharapkan. Saat membuat keputusan investasi, investor harus mempertimbangkan hal-hal ini. Selain itu, teori ini terkait erat dengan model penilaian aset model *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, yang menilai risiko suatu aset dengan cara yang sistematis dibandingkan dengan pasar secara keseluruhan. Menurut model, investor harus mendapatkan imbal hasil yang lebih tinggi jika mereka ingin mengambil risiko lebih banyak. Dengan kata lain, jika suatu aset memiliki beta yang lebih tinggi, yang menunjukkan volatilitas lebih tinggi dibandingkan pasar, investor harus mengharapkan imbal hasil yang lebih tinggi.

Dalam praktiknya, imbal hasil dapat bervariasi tergantung pada jenis aset. Misalnya, saham cenderung memiliki imbal hasil yang lebih besar dibandingkan obligasi, tetapi juga datang dengan risiko yang lebih tinggi. Oleh karena itu, investor sering melakukan diversifikasi portofolio untuk mengelola risiko dan memaksimalkan imbal hasil. Salah satu pendekatan dalam memahami imbal hasil adalah melalui analisis historis. Dengan melihat kinerja masa lalu dari suatu aset atau portofolio, investor dapat memperkirakan imbal hasil di masa depan. Namun, penting untuk diingat bahwa penelitian ini harus dilakukan dengan hati-hati karena kinerja masa lalu tidak selalu memprediksi keberhasilan di masa depan.

Selain itu, imbal hasil dipengaruhi oleh variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan kondisi pasar. Misalnya, ketika suku bunga meningkat, imbal hasil dari obligasi juga meningkat, sementara harga saham dapat tertekan. Oleh karena itu, investor perlu memperhatikan kondisi ekonomi secara keseluruhan saat mempertimbangkan imbal hasil. Imbal hasil juga relevan dalam konteks investasi jangka panjang. Investor yang berinvestasi untuk jangka panjang cenderung mendapatkan imbal hasil yang lebih besar daripada investasi jangka pendek. Ini karena fluktuasi pasar jangka pendek dapat mempengaruhi imbal hasil, tetapi dalam jangka panjang, tren pertumbuhan biasanya lebih stabil. Dalam konteks kebijakan publik, pemahaman tentang imbal hasil juga penting bagi pemerintah dan lembaga keuangan. Misalnya, ketika pemerintah berinvestasi dalam infrastruktur, mereka harus mempertimbangkan imbal hasil sosial dan ekonomi dari investasi tersebut. Hal ini mencakup dampak jangka panjang terhadap kesejahteraan sosial dan pertumbuhan ekonomi.

Inflasi

Inflasi adalah fenomena moneter di mana peningkatan atau penurunan inflasi cenderung menyebabkan gejolak ekonomi karena berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi, neraca perdagangan internasional, tingkat bunga, tabungan, pengangguran, kesejahteraan masyarakat, dan nilai utang piutang antarnegara (Sartika et al., 2019). Sedangkan, inflasi merupakan kecenderungan perbedaan peningkatan harga barang dan jasa, yang dapat disebabkan oleh faktor dalam dan luar negeri (Larasati & Sulasmiyati, 2018). Setiap negara selalu berusaha untuk menjaga inflasi di bawah batas normal melalui kebijakan yang mereka buat. Inflasi yang terus-menerus menimbulkan ketidakpastian tentang kesejahteraan umum dan mempengaruhi pemahaman masyarakat untuk mendapatkan barang dan jasa. Apabila harga satu atau dua komoditas naik, sehingga menyebabkan kenaikan harga sebagian besar barang lainnya, maka itu bukanlah inflasi (Sartika et al., 2019). Tingkat inflasi sangat erat terkait dengan jumlah uang beredar disebabkan oleh tingkat inflasi dari segi permintaan dan penawaran barang dan jasa yang diwakili oleh masyarakat dan pelaku pasar (Sartika et al., 2019). Ekspektasi laju inflasi masa depan adalah komponen yang mempengaruhi perilaku masyarakat. Laju inflasi yang tinggi akan mendorong orang untuk mengalihkan uang mereka ke aset tangible, seperti rumah, tanah, dan barang konsumsi lainnya. Akibatnya, indikator inflasi dalam penelitian ini menggunakan Deflator PDB, Indeks Harga Produsen, Indeks Harga Perdagangan Besar, dan Indeks Harga Konsumen.

Defisit anggaran pemerintah mendorong inflasi domestik, sementara kenaikan tarif impor atau biaya produksi yang lebih tinggi di luar negeri mengakibatkan kenaikan impor produk, yang mendorong inflasi luar negeri. Biaya bisnis akan naik karena inflasi ini. Sebuah perusahaan mengalami penurunan profitabilitas ketika biayanya naik lebih cepat daripada pendapatannya. Pendapatan dan biaya perusahaan akan naik karena inflasi (Sartika et al., 2019). Profitabilitas perusahaan akan menurun jika kenaikan harga yang dapat diberikannya secara menguntungkan lebih besar daripada kenaikan biaya manufaktur. Harga turun karena investor akan ragu untuk menanamkan uang ke perusahaan jika profitabilitasnya menurun.

Produk Domestik Bruto

PDB adalah jumlah total harga yang bisa diperoleh dari seluruh barang dan jasa yang dibuat oleh sebuah negara (Hanifah & Pantas, 2022). Jumlah keseluruhan harga yang bisa diperoleh dari seluruh barang dan jasa yang diproduksi oleh negara dalam kurun waktu satu tahun yang dapat diakses pada saat itu adalah cara lain untuk mengonseptualisasikan PDB. PDB atau produk domestik bruto adalah ukuran penting dari kedudukan ekonomi suatu negara sepanjang waktu. Ada dua versi PDB; PDB dengan harga konstan dan PDB yang dihitung berdasarkan harga pasar saat ini PDB mengukur jumlah total barang dan jasa yang diproduksi sesuai dengan harga yang berlaku, sedangkan PDB menghitung kuantitas berdasarkan harga yang berlaku selama tahun itu. Namun, PDB adalah basis harga yang sesuai untuk mengukur pergeseran dalam pertumbuhan dan struktur ekonomi (Silitonga, 2021). Oleh sebab itu, variable ini menggunakan PDB atas dasar harga konstan sebagai indikator penelitian. Penelitian ini memfokuskan variable PDB sebagai pertumbuhan ekonomi.

Pendapatan Domestik Bruto (PDB) adalah jumlah nilai semua barang dan jasa yang dibuat di dalam negeri, baik oleh warga negara sendiri maupun oleh orang asing yang bekerja atau berinvestasi di sana (Larasati & Sulasmiyati, 2018). PDB sering digunakan untuk membandingkan kinerja ekonomi berbagai negara dan sebagai tolok ukur kesehatan ekonomi secara keseluruhan. Ada tiga metode untuk menghitung PDB, yaitu produksi, pengeluaran, dan pendapatan. PDB ditentukan oleh pendekatan produksi dengan menggunakan nilai tambah yang diproduksi oleh setiap sektor ekonomi. Nilai input yang digunakan dalam produksi dikurangi dari total output dari industri, pertanian, dan jasa.

Sebaliknya, PDB diukur dari sisi pengeluaran menggunakan teknik pengeluaran. PDB mencakup seluruh jumlah yang dibelanjakan untuk belanja pemerintah, investasi, dan konsumsi rumah tangga. Ekspor neto didefinisikan sebagai ekspor dikurangi impor. Metode ini dapat membantu dalam perumusan kebijakan fiskal dan menekankan pentingnya permintaan agregat dalam menetapkan tingkat PDB. PDB ditentukan menggunakan pendekatan pendapatan, yang memperhitungkan seluruh pendapatan yang dihasilkan oleh faktor-faktor produksi ekonomi. Upah, sewa, bunga, dan laba semuanya termasuk dalam pendekatan ini. Dengan memahami bagaimana pendapatan dibagikan di antara berbagai agen ekonomi, pendekatan ini memberikan wawasan tentang distribusi kekayaan dalam masyarakat.

PDB nominal dan PDB riil adalah dua konsep penting dalam analisis PDB. Sementara PDB riil disesuaikan dengan inflasi, PDB nominal dihitung dengan harga saat ini, yang memberikan gambaran yang lebih realistis tentang kemajuan ekonomi yang sebenarnya. Perbandingan antara kedua ukuran ini dapat membantu mengidentifikasi apakah pertumbuhan ekonomi disebabkan oleh peningkatan produksi atau sekadar kenaikan harga. Salah satu kelebihan PDB sebagai indikator ekonomi adalah kemudahan pengukuran dan pemantauannya. Data PDB biasanya dikumpulkan dan dilaporkan oleh badan statistik pemerintah, sehingga tersedia secara luas. Namun, PDB juga memiliki keterbatasan, termasuk tidak memperhitungkan aktivitas ekonomi informal, dampak lingkungan, dan kesejahteraan masyarakat.

PDB juga berfungsi sebagai dasar bagi kebijakan ekonomi. Data PDB sering digunakan oleh para pembuat kebijakan sebagai dasar untuk keputusan moneter dan fiskal, termasuk perpajakan dan perubahan suku bunga. Perubahan PDB dapat menyebabkan perubahan kebijakan yang dimaksudkan untuk menjaga stabilitas ekonomi. Namun, PDB bukanlah satu-satunya metrik yang perlu diperhatikan. Pandangan yang lebih komprehensif tentang kesejahteraan dan distribusi pendapatan suatu masyarakat dapat diperoleh dari metrik lain, seperti koefisien Gini dan ukuran kualitas hidup manusia. Maka dari itu, analisis ekonomi yang komprehensif harus melibatkan berbagai indikator. PDB juga dapat digunakan untuk menganalisis siklus ekonomi. Selama periode ekspansi, PDB cenderung meningkat, sementara selama resesi, PDB mengalami kontraksi. Sangat penting bagi investor dan pembuat kebijakan untuk memahami siklus ini agar mereka dapat membuat keputusan yang tepat saat menghadapi perubahan ekonomi.

Sukuk

Sukuk merupakan instrumen investasi yang merepresentasikan kepemilikan atas aset yang mendasarinya, bukan sekadar janji pembayaran utang. Sukuk biasanya disebut sebagai surat berharga Syariah (DJPPR, 2015). Sukuk sebagai instrumen keuangan berbasis syariah memegang peranan penting dalam pasar keuangan global. Karakteristik utama sukuk adalah strukturnya yang berbasis aset, yang membedakannya dari obligasi konvensional. Berdasarkan Standar Akuntansi dan Auditing untuk Lembaga Keuangan Islam (AAOIFI), sukuk dikategorikan sebagai "sukuk investasi" karena tujuan utamanya adalah untuk memperoleh imbal hasil dari aset yang mendasarinya. Menurut AAOIFI, sukuk merupakan sertifikat yang menunjukkan bahwa pemegangnya memiliki bagian yang sama dalam suatu aset tertentu (DJPPR, 2015). Sukuk adalah instrumen investasi berbasis syariah yang merepresentasikan kepemilikan atas aset atau proyek nyata yang mendasarinya, bukan sekadar janji untuk membayar bunga atau pokok utang seperti pada obligasi konvensional. Oleh karena itu, sukuk tidak melibatkan unsur riba (bunga), gharar (ketidakpastian), dan maisir (spekulasi), yang dilarang dalam prinsip ekonomi Islam. Namun, representasi penggunaan dana sukuk baru dapat dilakukan secara efektif setelah periode penerbitan sukuk berakhir dan dana tersebut mulai dialokasikan untuk tujuan yang telah ditetapkan.

Sukuk berlandaskan pada prinsip-prinsip Islam yang mewajibkan segala transaksi keuangan harus berlandaskan pada nilai riil. Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI), sukuk adalah sertifikat kepemilikan yang menunjukkan bahwa pemegangnya memiliki bagian dalam aset yang digunakan sebagai dasar penerbitan sukuk tersebut. Ada berbagai jenis sukuk, antara lain *Sukuk Ijarah* (berbasis sewa), *Sukuk Mudharabah* (berbasis bagi hasil), *Sukuk Musyarakah* (berbasis kemitraan), dan *Sukuk Wakalah* (dikelola oleh agen investasi). Berdasarkan regulasi Bapepam-LK, sukuk merupakan efek variabel yang berbentuk sertifikat. Sukuk ini merepresentasikan kepemilikan yang tidak terbagi atas suatu aset, di mana setiap sukuk memiliki nilai yang sama. Sukuk adalah bukti bahwa seseorang memiliki bagian yang sama dari suatu harta. Bagian ini tidak bisa dipecah-pecah menjadi bagian yang lebih kecil (Risandy, 2021). Dengan demikian, sukuk

memanfaatkan metrik yang terkait dengan kepemilikan aset yang mendasarinya, struktur kontrak, pemanfaatan pendanaan, pembagian keuntungan, risiko kepemilikan, kepatuhan terhadap hukum syariah, durasi pengembalian, serta akuntabilitas dan transparansi.

Menurut Fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI), mengatur bahwa sukuk harus sesuai dengan syariah, yaitu terkait dengan penggunaan aset riil dan aktivitas ekonomi yang halal. Sukuk Ijarah, misalnya, didasarkan pada perjanjian sewa di mana pemegang sukuk berhak menerima pendapatan dari aset yang disewakan. Sementara itu, *Sukuk Mudharabah* dan *Sukuk Musyarakah* berdasarkan prinsip hasil, di mana proyek atau bisnis memiliki keuntungan dan kerugian yang didanai sukuk dibagi sesuai kesepakatan awal antara penerbit dan investor.

Berdasarkan kitab Al-Muwatta' karya Imam Malik, penggunaan sukuk telah ada sejak Dinasti Umayyah, tepatnya dari Khalifah Marwan bin Al-Hakam pada abad pertama Hijriah. Dalam Q.S. Al-Maidah (5):1, Al-Qur'an menetapkan dasar hukum untuk sukuk sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَهِيمَةُ الْأَنْعَامِ إِلَّا مَا يُتْلَى عَلَيْكُمْ غَيْرِ مُجَلَّى الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا يُرِيدُ

“Wahai orang-orang yang beriman, penuhilah janji-janji! Dihalalkan bagimu hewan ternak, kecuali yang akan disebutkan kepadamu (keharamannya) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang berihram (haji atau umrah). Sesungguhnya Allah menetapkan hukum sesuai dengan yang Dia kehendaki. Maksud janji di sini adalah janji kepada Allah Swt. untuk mengikuti ajaran-Nya dan janji kepada manusia dalam muamalah.”

Pada sukuk, investor membeli bagian dari kepemilikan aset atau proyek yang dibiayai oleh sukuk tersebut, sehingga menghindari bunga (riba) yang dilarang dalam prinsip syariah. Struktur sukuk bervariasi, namun beberapa jenis yang umum meliputi Sukuk Ijarah, Sukuk Mudharabah, Sukuk Musyarakah, dan Sukuk Wakalah. Sukuk Ijarah didasarkan pada prinsip sewa, di mana emitennya menyewakan aset kepada investor. Sukuk Mudharabah dan Sukuk Musharakah menerapkan prinsip bagi hasil dan kerjasama, di mana keuntungan dan risiko dibagi sesuai kesepakatan awal. Sedangkan Sukuk Wakalah dikelola oleh agen yang bertindak atas nama investor. Keberhasilan sukuk sebagai instrumen keuangan syariah telah meningkatkan minat dari berbagai pihak, termasuk pemerintah, instrumen keuangan, dan investor. Ini mencerminkan permintaan yang meningkat atas alternatif investasi yang bebas dari riba dan unsur haram lainnya. Prinsip-prinsip syariah yang harus dipatuhi dalam penerbitan dan pengelolaan sukuk meliputi larangan terhadap riba, spekulasi (gharar), dan aktivitas haram lainnya. Oleh karena itu, pengembangan pasar sukuk di berbagai negara menjadi bukti dari permintaan yang terus berkembang atas instrumen keuangan yang halal dan sesuai dengan prinsip syariah.

METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode analisis data berupa regresi time series untuk memahami hubungan antara variabel independen (imbal

hasil, inflasi, dan PDB) dengan variabel dependen (nilai emisi sukuk ritel). Analisis data dilakukan untuk mengevaluasi pengaruh faktor-faktor ekonomi makro terhadap dinamika pasar sukuk ritel di Indonesia selama periode 2013–2023.

Tahapan analisis dimulai dengan pengolahan data sekunder yang diperoleh dari sumber resmi seperti Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik, dan Otoritas Jasa Keuangan. Data yang digunakan meliputi imbal hasil sukuk ritel, tingkat inflasi, dan PDB atas dasar harga konstan. Sebelum dilakukan analisis regresi, dilakukan uji statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum terkait distribusi data, termasuk nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum, dan maksimum dari masing-masing variabel.

Selanjutnya, dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa data memenuhi syarat dalam analisis regresi. Tahapan ini mencakup uji normalitas untuk memastikan distribusi data residual normal, uji multikolinearitas untuk mengidentifikasi hubungan antar variabel independen, uji heteroskedastisitas untuk memastikan varian error konstan dalam model regresi, serta uji autokorelasi untuk mengecek keberadaan korelasi antar residual dari periode waktu yang berbeda.

Setelah uji asumsi klasik terpenuhi, analisis dilanjutkan dengan regresi time series. Penelitian ini juga menerapkan uji stasioneritas data menggunakan metode Augmented Dickey-Fuller (ADF) untuk memastikan bahwa data bersifat stasioner dan siap untuk dianalisis. Jika data tidak stasioner pada tingkat level, maka dilakukan diferensiasi untuk mencapai stasioneritas.

Penelitian ini juga menggunakan uji kointegrasi Johansen untuk mengevaluasi adanya hubungan jangka panjang antara variabel-variabel penelitian. Dalam kasus di mana hubungan jangka panjang ditemukan, model Vector Error Correction Model (VECM) digunakan untuk mengevaluasi dampak variabel independen terhadap variabel dependen, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Hasil analisis regresi time series disajikan dalam bentuk tabel dan dijelaskan untuk memberikan interpretasi mendalam mengenai pengaruh imbal hasil, inflasi, dan PDB terhadap nilai emisi sukuk ritel. Hasil ini diharapkan dapat memberikan wawasan praktis dan teoretis yang berguna bagi pengembangan pasar sukuk ritel di Indonesia.

RESULT AND DISCUSSION

Analisis Statistik Deskriptif

Table 1. Analisis Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Year	11	2018	3.316625	2013	2023
imbah_hasil	11	0.0682455	0.0128632	0.051	0.0875
inflasi	11	0.0407636	0.0179028	0.0156	0.0697
pdb	11	0.0489091	0.0054711	0.0385	0.0576
emisi_suku~l	11	0.2204	0.0619969	0.0844	0.315

Sumber: *Statat 17 (data diolah, 2024)*.

Berdasarkan tabel 1 menunjukkan bahwa terdapat 11 observasi untuk setiap variabel yang dianalisis dalam rentang tahun 2013 hingga 2023. memperlihatkan hasil analisis statistik deskriptif yang dilakukan menggunakan Stata 17. Tabel tersebut berisikan jumlah observasi, mean, maksimum, minimum, dan standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian. Rata-rata nilai imbah hasil adalah 0.0682 dengan standar deviasi 0.0129, mengindikasikan variasi yang relatif kecil di sekitar rata-rata. Inflasi memiliki rata-rata 0.0476 dan standar deviasi 0.0179, menunjukkan fluktuasi yang lebih besar dibandingkan imbah hasil. Sementara itu, PDB memiliki rata-rata 0.0489 dengan standar deviasi 0.0055, menunjukkan stabilitas yang relatif tinggi. Variabel dependen emisi sukuk ritel memiliki rata-rata sebesar 0.2204 dan standar deviasi 0.0620, yang menandakan variasi yang cukup besar dalam data hasil. Rentang nilai minimum dan maksimum untuk setiap variabel juga memberikan informasi penting mengenai sebaran data.

Variabel X1 pada penelitian ini adalah imbal hasil. Indikator imbal hasil yang digunakan pada penelitian ini adalah kupon tahunan. Variabel imbal hasil merupakan tingkat keuntungan atau pengembalian yang diterima oleh investor dari suatu investasi, yang dinyatakan dalam persentase dari jumlah investasi awal. Variabel X2 pada Penelitian ini adalah inflasi. Indikator inflasi yang digunakan pada penelitian ini adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Variabel inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dalam perekonomian dalam suatu periode tertentu, biasanya setahun. Variabel X3 pada penelitian ini adalah Produk Domestik Bruto (PDB). Variabel PDB merupakan ukuran total nilai pasar dari semua barang dan jasa yang diproduksi dalam suatu negara selama periode waktu tertentu, biasanya satu tahun atau kuartal. Indikator PDB yang digunakan pada penelitian ini adalah pertumbuhan PDB tahunan selama periode 2013-2023. Variabel dependen pada penelitian ini adalah nilai emisi sukuk ritel. Sukuk Ritel (SR) menurut peraturan menteri keuangan No.218 tahun 2008 adalah surat berharga syariah negara yang dijual kepada individu melalui agen yang telah terpilih. Nilai emisi suku ritel adalah total nilai nominal atau jumlah dana yang diterbitkan oleh pemerintah dalam bentuk sukuk ritel.

Uji Regresi Data Time Series

Berdasarkan uji regresi pada variabel imbah hasil memiliki koefisien sebesar 1.2198, yang menunjukkan hubungan positif dengan variabel emisi sukuk ritel. Namun, dengan nilai p sebesar 0.001, hubungan ini signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Artinya, jika imbah hasil meningkat 1%, emisi sukuk ritel diperkirakan akan meningkat sebesar 1.2198%, dengan statistik yang signifikan. Sedangkan variabel inflasi memiliki koefisien -1.2400, menunjukkan hubungan negatif dengan emisi sukuk ritel, tetapi dengan nilai p sebesar 0.452, hubungan ini juga tidak berpengaruh. Ini mengindikasikan bahwa kenaikan inflasi sebesar 1% diperkirakan akan menurunkan emisi sukuk ritel sebesar 1.2400%, namun hubungan ini tidak cukup kuat secara statistik. Selain itu, variabel PDB memiliki koefisien -1.9551, menunjukkan hubungan negatif dengan emisi sukuk ritel, tetapi dengan nilai p sebesar 0.694, hubungan ini tidak berpengaruh. Jika PDB meningkat 1%, emisi sukuk ritel diperkirakan menurun sebesar 1.9551%, namun hubungan ini juga tidak signifikan.

Table 2. Uji Regresi

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	0.008821605	3	0.002940535	F(3, 7)	=	0.7
Residual	0.029614535	7	0.004230648	Prob > F	=	0.5838
Total	0.03843614	10	0.003843614	R-squared	=	0.2295
				Adj R-squared	=	-0.1007
				Root MSE	=	0.06504

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
imbah_hasil	1.219775	1.85139	2.66	0.001	-3.158067	5.597616
inflasi	-1.240028	1.557734	-0.80	0.452	-4.923484	2.443427
pdb	-1.955153	4.766301	-0.41	0.694	-13.22566	9.315357
_cons	0.2833287	0.265723	1.07	0.322	-0.3450063	0.9116638

Sumber: *Stata 17 (data diolah, 2024).*

Berdasarkan table 2 menunjukkan bahwa koefisien untuk imbal hasil adalah 1.2198 dan $|t_{hitung}| |(2.66)| > |t_{table}| |(2.446)|$ dengan nilai $p < 0.05$ sebesar 0.001 serta $df = 11 - 4 - 1 = 6$, maka variable imbal hasil memiliki pengaruh yang signifikan terhadap emisi sukuk ritel. Dengan kata lain, perubahan pada imbal hasil akan berdampak pada perubahan emisi sukuk ritel, dan hubungan antara keduanya bersifat signifikan secara statistik. Koefisien untuk inflasi adalah -1.2400 dan $|t_{hitung}| |(-0.80)| < |t_{table}| |(2.446)|$ dengan nilai $p > 0.05$ sebesar 0.452 serta $df = 6$, maka variable maka variabel inflasi tidak memiliki pengaruh terhadap emisi sukuk ritel. Hubungan ini menunjukkan bahwa peningkatan inflasi cenderung menurunkan emisi sukuk ritel, dan hubungan tersebut dapat diandalkan secara statistik untuk menjelaskan variabilitas emisi sukuk ritel. Koefisien untuk PDB adalah -1.9551 dan $|t_{hitung}| |(-0.322)| < |t_{table}| |(2.446)|$ dengan nilai $p > 0.05$ sebesar 0.694 serta $df = 6$, maka variabel PDB memiliki tidak pengaruh terhadap emisi sukuk ritel. Hubungan ini menunjukkan bahwa peningkatan PDB cenderung mengurangi emisi sukuk ritel, dan hubungan tersebut dapat dianggap valid secara statistik untuk menjelaskan variasi emisi sukuk ritel.

Berdasarkan hasil analisis, diperoleh nilai F-statistic sebesar 0,70 jika dibandingkan dengan f_{table} , maka nilai $F_{hitung} (0.70) < f_{table} (4.53)$ dengan nilai $p = 0,5838 > 0.05$. Nilai $p > 0,05$ menunjukkan bahwa model regresi tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, kombinasi variable imbal hasil, inflasi dan PDB tidak cukup baik dalam menjelaskan bahwa ketiga variabel independen tersebut secara simultan tidak berpengaruh terhadap nilai emisi sukuk ritel pada tingkat kepercayaan 95%. Ketidaksignifikanan ini menunjukkan bahwa kombinasi variabel imbal hasil, inflasi, dan PDB dalam model regresi tidak mampu menjelaskan variasi dalam emisi sukuk ritel secara memadai. Hal ini dapat disebabkan oleh beberapa faktor, seperti adanya variabel lain yang lebih berpengaruh terhadap emisi sukuk ritel namun tidak dimasukkan dalam model, atau kondisi pasar yang dinamis dan fluktuasi ekonomi yang tidak terprediksi dalam jangka pendek. Selain itu, data yang digunakan hanya

mencakup periode 2013-2023 dengan jumlah 11 observasi, sehingga analisis statistik kurang representatif dan model yang dihasilkan kurang kuat.

Berdasarkan hasil uji R-squared yang menunjukkan nilai 0.2295, dapat disimpulkan bahwa 22.95% variasi pada variabel dependen (emisi sukuk ritel) dapat dijelaskan oleh model regresi yang melibatkan variabel independen (imbal hasil, inflasi, dan PDB). Sedangkan Adjusted R-squared sebesar -0.1007 menunjukkan bahwa setelah mempertimbangkan jumlah variabel independen dalam model, sekitar 10.07% variasi dalam emisi sukuk ritel dapat dijelaskan oleh model. Nilai Adjusted R-squared yang lebih rendah dibandingkan dengan R-squared menunjukkan bahwa penambahan variabel independen tidak memberikan peningkatan yang signifikan dalam menjelaskan variasi pada variabel dependen, atau dengan kata lain model ini mungkin kurang efektif dalam menjelaskan fenomena yang diteliti. Hal ini mengindikasikan bahwa ada banyak faktor lain di luar variabel imbal hasil, inflasi, dan PDB yang memengaruhi emisi sukuk ritel. Faktor-faktor tersebut bisa berupa sentimen pasar, kebijakan fiskal dan moneter, perubahan regulasi, kondisi global, serta preferensi investor terhadap produk keuangan lainnya. Selain itu, rendahnya R-squared juga dapat disebabkan oleh adanya spesifikasi model yang kurang tepat atau adanya data yang tidak mencerminkan dinamika pasar sukuk ritel secara akurat.

Pengaruh Imbal Hasil terhadap Nilai Emisi Sukuk Ritel di Indonesia

Berdasarkan hasil analisis regresi, koefisien imbal hasil terhadap nilai emisi sukuk ritel adalah 1,2198 dengan nilai $p = 0,001$, menunjukkan bahwa pengaruhnya signifikan secara statistik (nilai $p < 0,05$). Dalam jangka pendek, imbal hasil memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel, sebagaimana ditunjukkan oleh koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang signifikan secara statistik ($p < 0,05$). Koefisien negatif sebesar -0,0571 menunjukkan bahwa peningkatan imbal hasil dalam jangka pendek cenderung mengurangi nilai emisi sukuk ritel. Hal ini terjadi karena kenaikan imbal hasil dapat meningkatkan beban biaya bagi penerbit, sehingga mengurangi jumlah sukuk yang diterbitkan. Peningkatan imbal hasil dalam jangka pendek cenderung memiliki dampak negatif signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Kenaikan imbal hasil dapat menyebabkan peningkatan beban biaya bagi penerbit, sehingga mendorong penurunan jumlah sukuk yang diterbitkan. Kondisi ini mencerminkan sensitivitas penerbit terhadap perubahan imbal hasil, yang pada akhirnya dapat memengaruhi strategi penerbitan dan daya tarik sukuk ritel di mata investor.

Dalam jangka panjang, hasil analisis VECM menunjukkan bahwa imbal hasil memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Koefisien imbal hasil dalam persamaan kointegrasi adalah sebesar 11,3903 dengan $p = 0,000$ ($p < 0,05$), yang berarti bahwa peningkatan imbal hasil secara signifikan meningkatkan nilai emisi sukuk ritel. Pengaruh positif ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, investor lebih sensitif terhadap tingkat pengembalian yang ditawarkan oleh sukuk ritel. Tingkat imbal hasil yang lebih tinggi cenderung menarik lebih banyak investor karena menawarkan potensi pengembalian yang lebih baik dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya. Hal ini juga

mencerminkan perilaku investor yang mempertimbangkan aspek pengembalian riil dalam kondisi ekonomi jangka panjang, terutama ketika inflasi dan risiko investasi lebih terprediksi. Hasil analisis menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, imbal hasil memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Hal ini sesuai dengan teori investasi, di mana tingkat imbal hasil yang lebih tinggi akan menarik investor yang mencari pengembalian kompetitif. Dalam konteks pasar sukuk ritel, imbal hasil yang menarik memberikan insentif finansial bagi investor untuk mengalokasikan dananya ke instrumen ini. Dampaknya, peningkatan imbal hasil dapat meningkatkan minat investasi, terutama dari kelompok investor institusional yang mencari instrumen syariah yang stabil. Selain itu, daya tarik imbal hasil yang lebih tinggi dapat membantu meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap sukuk sebagai alternatif investasi yang kompetitif dibandingkan instrumen konvensional.

Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian oleh (Nurhayadi et al., 2020) dan (Harahap, 2018) yang menemukan bahwa imbal hasil memiliki dampak positif terhadap nilai emisi sukuk ritel di Indonesia. Dan sukuk ritel di Indonesia, imbal hasil yang kompetitif menjadi salah satu faktor utama yang menarik minat investor, terutama karena sukuk ritel dianggap sebagai instrumen investasi yang stabil dan sesuai dengan prinsip syariah. Tingginya tingkat imbal hasil yang ditawarkan oleh sukuk ritel mampu meningkatkan daya tarik pasar, sehingga mendorong permintaan dari berbagai kalangan investor, baik individu maupun institusional. Hal ini selaras dengan teori keuangan yang menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang tinggi dapat menjadi insentif bagi investor untuk menanamkan modal mereka, terutama jika instrumen investasi tersebut memiliki risiko yang relatif rendah. Dengan meningkatnya minat investor, permintaan terhadap sukuk ritel turut mendorong peningkatan nilai emisi sukuk di pasar. Penelitian ini juga menggarisbawahi bahwa imbal hasil memainkan peran strategis dalam meningkatkan daya saing instrumen keuangan syariah di pasar modal dan mendukung pertumbuhan sektor keuangan syariah di Indonesia secara keseluruhan, sehingga memperkuat posisi sukuk ritel sebagai alternatif investasi yang menarik dan berkelanjutan.

Namun, penelitian ini membantah penelitian oleh (Ladamay et al., 2021) dan (Risandy, 2021) yang menyatakan bahwa investor sering kali mempertimbangkan faktor makroekonomi, seperti fluktuasi tingkat suku bunga global atau kondisi pasar keuangan domestik, yang dapat mengurangi sensitivitas terhadap imbal hasil sukuk. Selain itu, preferensi investor terhadap stabilitas aset atau instrumen yang memberikan perlindungan terhadap risiko pasar dapat menyebabkan pengaruh imbal hasil menjadi kurang signifikan dalam keputusan investasi yang bersifat sementara. Hal ini mengindikasikan bahwa meskipun imbal hasil penting, dinamika pasar jangka pendek memerlukan analisis tambahan terhadap faktor-faktor eksternal yang memengaruhi perilaku investor dan nilai emisi sukuk ritel.

Pengaruh Inflasi terhadap Nilai Emisi Sukuk Ritel di Indonesia

Berdasarkan koefisien inflasi terhadap nilai emisi sukuk ritel adalah -1,2400 dengan $p = 0,452$, menunjukkan tidak berpengaruh (nilai $p > 0,05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa tingkat inflasi yang lebih tinggi cenderung tidak berkorelasi signifikan dengan penurunan

emisi sukuk ritel. Penurunan minat investor pada sukuk ritel saat inflasi tinggi terkait dengan peningkatan risiko atau penurunan daya beli, namun data empiris tidak menunjukkan dampak signifikan. Dalam jangka pendek, investor tidak terlalu terpengaruh oleh tingkat inflasi saat ini karena mereka mempertimbangkan faktor-faktor lain, seperti stabilitas pasar keuangan dan kondisi suku bunga. Selain itu, sukuk ritel sering kali dilihat sebagai instrumen investasi yang aman, terutama bagi investor yang mencari produk keuangan yang sesuai dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, meskipun inflasi meningkat, minat terhadap sukuk ritel tidak langsung menurun secara signifikan dalam jangka waktu yang singkat.

Hasil penelitian didukung oleh penelitian (Fitriyah & Ryandono, 2020) dan (Harahap, 2018) yang menyatakan bahwa tingkat inflasi tidak selalu menjadi faktor utama yang memengaruhi nilai emisi sukuk ritel, terutama dalam jangka pendek. Kedua penelitian tersebut menjelaskan bahwa meskipun inflasi dapat memengaruhi daya beli dan preferensi investasi, dampaknya terhadap instrumen keuangan syariah, seperti sukuk ritel, cenderung moderat dan tidak langsung. Hal ini disebabkan oleh sifat sukuk ritel yang dianggap lebih stabil dibandingkan instrumen keuangan konvensional, sehingga investor sering kali melihatnya sebagai pilihan investasi yang lebih aman di tengah tekanan inflasi. Selain itu, kebijakan pemerintah dalam menjaga daya tarik sukuk ritel melalui imbal hasil yang kompetitif dan mekanisme distribusi yang inklusif dapat mengurangi pengaruh inflasi terhadap permintaan dan nilai emisinya. Oleh karena itu, penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun inflasi menunjukkan hubungan negatif terhadap nilai emisi sukuk, pengaruhnya tidak signifikan karena adanya intervensi dan dinamika pasar yang lebih kompleks.

Dalam jangka panjang, hasil estimasi VECM menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Koefisien inflasi dalam persamaan kointegrasi adalah -6,1489 dengan $p = 0,000$, yang berarti bahwa peningkatan inflasi secara signifikan mengurangi nilai emisi sukuk ritel. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, inflasi yang tinggi cenderung mengurangi minat investor pada sukuk ritel. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor utama. Pertama, inflasi yang tinggi menekan daya beli masyarakat, sehingga alokasi dana untuk investasi menjadi terbatas, terutama pada instrumen seperti sukuk ritel. Kedua, inflasi mengurangi nilai riil dari pengembalian investasi. Meskipun imbal hasil sukuk ritel terlihat menarik, tingkat inflasi yang tinggi dapat mengikis keuntungan riil, sehingga menjadi kurang menguntungkan bagi investor. Ketiga, dalam kondisi inflasi yang meningkat, investor cenderung mencari alternatif investasi yang lebih tahan terhadap inflasi, seperti properti atau komoditas, sehingga mengurangi permintaan terhadap sukuk ritel sebagai pilihan investasi.

Hasil analisis menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap emisi sukuk ritel dalam jangka panjang. Ini sesuai dengan teori ekonomi, di mana inflasi yang tinggi menurunkan daya beli masyarakat dan mengurangi daya tarik instrumen berbasis penghasilan tetap seperti sukuk ritel. Dalam kondisi inflasi yang tinggi, investor lebih cenderung mengalihkan dananya ke aset yang lebih tahan terhadap inflasi, seperti properti atau emas. Dampaknya, meningkatnya inflasi dapat mengurangi partisipasi investor ritel di pasar sukuk, terutama mereka yang mengandalkan pengembalian riil sebagai pertimbangan

utama. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian (Rafki et al., 2022) dan (Kamila & Tripalupi, 2020) menyatakan bahwa inflasi yang tinggi memiliki dampak negatif signifikan terhadap permintaan investor terhadap instrumen berbasis penghasilan tetap, termasuk sukuk ritel. Kedua penelitian tersebut mengemukakan bahwa dalam kondisi inflasi yang tinggi, daya beli masyarakat menurun, sehingga memengaruhi alokasi dana investasi. Investor cenderung menghindari instrumen seperti sukuk ritel karena nilai pengembalian riilnya menurun, bahkan jika imbal hasil nominalnya tetap kompetitif. Selain itu, preferensi investasi bergeser ke instrumen yang lebih tahan inflasi, seperti aset riil (properti dan emas), yang dianggap lebih mampu mempertahankan nilai terhadap erosi daya beli. Penelitian ini juga menyoroti pentingnya stabilitas makroekonomi dalam memengaruhi kepercayaan investor terhadap pasar sukuk ritel dan perlunya strategi kebijakan untuk menjaga daya tarik instrumen keuangan syariah di tengah tekanan inflasi yang tinggi.

Pengaruh PDB terhadap Nilai Emisi Sukuk Ritel di Indonesia

Berdasarkan koefisien PDB terhadap emisi sukuk ritel adalah -1,9552 dengan $p = 0,694$, yang berarti PDB tidak berpengaruh terhadap nilai emisi (nilai $p > 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi PDB selama periode penelitian tidak memiliki pengaruh terhadap emisi sukuk ritel. Ketidaksignifikanan pengaruh PDB terhadap emisi sukuk ritel dalam jangka pendek dapat dijelaskan oleh beberapa faktor. Pertama, keputusan investasi pada sukuk ritel cenderung lebih dipengaruhi oleh kondisi pasar keuangan dan tingkat suku bunga saat ini daripada fluktuasi pertumbuhan ekonomi PDB. Kedua, pertumbuhan ekonomi memiliki efek lag, yaitu membutuhkan waktu sebelum perubahan PDB tercermin dalam peningkatan investasi, termasuk pada pasar sukuk ritel. Investor memerlukan waktu untuk merespons perubahan ekonomi, sehingga dampaknya tidak langsung terlihat. Ketiga, PDB mencerminkan kinerja ekonomi secara keseluruhan, namun tidak selalu berkaitan langsung dengan preferensi investor terhadap sukuk ritel, yang sering kali lebih dipengaruhi oleh kondisi pasar modal dan tingkat imbal hasil yang ditawarkan.

Dampaknya, dalam jangka pendek selama periode pertumbuhan ekonomi yang tinggi, investor cenderung mengalihkan fokus mereka ke instrumen yang memiliki potensi apresiasi modal lebih besar, seperti saham atau aset properti. Hasil yang menunjukkan tidak berpengaruh didukung oleh penelitian (Fitriyah & Ryandono, 2020) dan (Harahap, 2018) yang menemukan bahwa pertumbuhan PDB tidak selalu berkorelasi langsung dengan peningkatan nilai emisi sukuk ritel. Kedua penelitian tersebut menjelaskan bahwa meskipun PDB mencerminkan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan, hubungan antara PDB dan emisi sukuk ritel dipengaruhi oleh faktor lain, seperti preferensi investor, kebijakan pemerintah, dan tingkat literasi keuangan syariah. Selain itu, preferensi investasi masyarakat tidak selalu sejalan dengan tren ekonomi makro, terutama ketika instrumen keuangan syariah seperti sukuk ritel masih dalam tahap pengembangan pasar. Oleh karena itu, hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan PDB sebagai indikator ekonomi makro belum menjadi determinan utama dalam mendorong peningkatan nilai emisi sukuk ritel di Indonesia.

Namun, dalam jangka panjang hasil uji kointegrasi Johansen menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara PDB dan emisi sukuk ritel. Namun, koefisien PDB dalam persamaan kointegrasi adalah -13,0841 dengan nilai $p = 0,010$ (nilai $p < 0,05$), yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap emisi sukuk ritel. Pengaruh negatif ini mengindikasikan bahwa dalam jangka panjang, pertumbuhan PDB yang tinggi justru dapat mengurangi nilai emisi sukuk ritel. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor. Pertama, ketika PDB tumbuh dan kondisi ekonomi membaik, investor cenderung mengalihkan investasinya ke sektor riil yang menawarkan potensi pengembalian lebih tinggi dibandingkan instrumen keuangan seperti sukuk ritel. Kedua, pertumbuhan ekonomi yang kuat sering kali disertai dengan munculnya berbagai peluang investasi baru di pasar modal dan sektor lainnya, sehingga minat terhadap sukuk ritel dapat berkurang. Ketiga, preferensi investor dapat berubah seiring dengan pesatnya pertumbuhan ekonomi; mereka cenderung lebih memilih instrumen yang memiliki potensi apresiasi modal, seperti saham, daripada instrumen pendapatan tetap seperti sukuk ritel, yang dianggap lebih konservatif.

Dalam jangka panjang, PDB menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Penelitian ini mengejutkan, karena secara teori, pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi diharapkan dapat meningkatkan investasi, termasuk di pasar sukuk. Namun, dalam konteks ini, pertumbuhan PDB yang tinggi mencerminkan diversifikasi peluang investasi yang lebih luas di sektor riil dan pasar modal, yang mengurangi daya tarik sukuk ritel sebagai instrumen yang konservatif. Penelitian ini didukung oleh penelitian (Kamila & Tripalupi, 2020) dan (Hanifah & Pantas, 2022) yang menyatakan bahwa pertumbuhan PDB yang tinggi sering kali menciptakan diversifikasi peluang investasi, sehingga alokasi dana investor cenderung berpindah ke sektor-sektor yang lebih produktif atau memberikan potensi pengembalian yang lebih tinggi, seperti properti, saham, atau usaha sektor riil. Kedua penelitian tersebut menjelaskan bahwa sukuk ritel, meskipun stabil dan sesuai dengan prinsip syariah, sering kali dianggap kurang kompetitif dibandingkan alternatif investasi lain yang dapat memberikan keuntungan lebih besar dalam kondisi ekonomi yang berkembang pesat. Selain itu, pertumbuhan PDB yang tinggi juga dapat mencerminkan peningkatan akses masyarakat terhadap berbagai instrumen keuangan baru, sehingga daya tarik sukuk ritel sebagai pilihan investasi konservatif relatif menurun dan menciptakan tekanan kompetitif yang mengurangi nilai emisinya.

Pengaruh Imbal Hasil, Inflasi dan PDB terhadap Nilai Emisi Sukuk Ritel di Indonesia

Berdasarkan hasil analisis regresi, pengaruh simultan dari imbal hasil, inflasi, dan PDB terhadap nilai emisi sukuk ritel tidak berpengaruh dalam jangka pendek. Hal ini terlihat dari nilai R-squared sebesar 0,2295, yang menunjukkan bahwa ketiga variabel hanya menjelaskan sekitar 22,95% variasi dalam nilai emisi sukuk ritel. Nilai F-statistic sebesar 0,70 dengan $p = 0,5838$ mengindikasikan bahwa model regresi tidak signifikan secara statistik (nilai $p > 0,05$). Ini menunjukkan bahwa secara simultan, variabel-variabel tersebut tidak memberikan pengaruh terhadap emisi sukuk ritel. Hal ini menunjukkan bahwa faktor-faktor lain di luar

model, seperti stabilitas politik, kebijakan fiskal, atau preferensi investor, memiliki peran yang lebih besar dalam menentukan variasi nilai emisi sukuk ritel dalam jangka pendek.

Penelitian ini didukung oleh penelitian (Fitriyah & Ryandono, 2020) dan (Risandy, 2021) yang menyatakan bahwa dalam jangka pendek, faktor-faktor makroekonomi seperti imbal hasil, inflasi, dan PDB sering kali tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel. Hal ini disebabkan oleh sifat pasar sukuk ritel yang cenderung stabil dan dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah, seperti tingkat subsidi, promosi, dan regulasi, yang dapat mengurangsensitivitas terhadap variabel ekonomi makro. Selain itu, preferensi investor ritel dalam jangka pendek lebih dipengaruhi oleh faktor lain, seperti kepercayaan terhadap keamanan instrumen syariah, kondisi pasar modal, dan alternatif investasi lain yang tersedia. Kedua penelitian tersebut juga menekankan bahwa dinamika pasar keuangan syariah di Indonesia masih dalam tahap pengembangan, sehingga hubungan antara variabel makroekonomi dan nilai emisi sukuk ritel belum terintegrasi secara penuh.

Selain itu, hasil uji Johansen hasil uji kointegrasi Johansen menunjukkan adanya hubungan signifikan di antara variabel-variabel tersebut, dengan chi-square sebesar 76,69097 ($p = 0,000$). Imbal hasil memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai emisi sukuk ritel, sedangkan inflasi dan PDB memiliki pengaruh negatif signifikan. Hubungan ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, dinamika makroekonomi lebih berperan dalam memengaruhi nilai emisi sukuk ritel, dengan imbal hasil yang mampu menarik investor, sementara inflasi dan pertumbuhan ekonomi memengaruhi keputusan investasi secara negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel-variabel tersebut memiliki keterkaitan yang lebih erat dalam jangka panjang.

Dalam jangka panjang, peningkatan imbal hasil cenderung menarik minat investor terhadap sukuk ritel karena menawarkan potensi pengembalian yang lebih kompetitif. Hasil analisis VECM menunjukkan bahwa imbal hasil memiliki pengaruh positif signifikan terhadap emisi sukuk ritel, yang mencerminkan preferensi investor terhadap tingkat pengembalian yang menarik. Sebaliknya, inflasi menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap emisi sukuk ritel. Inflasi yang tinggi mengurangi daya tarik sukuk ritel karena mengikis nilai riil pengembalian investasi, sehingga investor lebih memilih instrumen yang lebih tahan terhadap inflasi. Pengaruh PDB terhadap emisi sukuk ritel juga negatif signifikan. Ketika PDB meningkat, investor cenderung mengalihkan investasinya ke sektor riil atau instrumen yang memiliki potensi pertumbuhan modal lebih tinggi, sehingga permintaan terhadap sukuk ritel yang konservatif menurun. Secara keseluruhan, meskipun ada indikasi hubungan jangka panjang, hasil regresi menunjukkan bahwa pada jangka pendek, imbal hasil, inflasi, dan PDB tidak memiliki pengaruh terhadap nilai emisi sukuk ritel di Indonesia dalam periode analisis.

Hasil penelitian ini didukung penelitian oleh (Kamila & Tripalupi, 2020) dan (Amnawaty & Sari, 2022) yang menyatakan bahwa dalam jangka panjang, instrumen sukuk ritel dipengaruhi oleh interaksi dinamis antara variabel makroekonomi. Imbal hasil yang kompetitif menjadi salah satu faktor utama dalam menarik minat investor, khususnya di pasar syariah yang mengutamakan stabilitas dan kesesuaian prinsip. Sementara itu, inflasi yang terkendali dianggap penting karena nilai riil pengembalian menjadi salah satu pertimbangan

utama bagi investor dalam memilih sukuk ritel dibandingkan instrumen lain. Di sisi lain, PDB yang tinggi dapat menciptakan tantangan bagi pasar sukuk ritel karena adanya diversifikasi peluang investasi di sektor lain, seperti saham atau properti, yang lebih menarik dalam kondisi pertumbuhan ekonomi pesat. Kedua penelitian tersebut juga menekankan perlunya kebijakan yang mendukung stabilitas pasar sukuk, termasuk regulasi yang memastikan daya saing imbal hasil serta pengendalian inflasi yang efektif untuk menciptakan lingkungan investasi yang kondusif.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, penelitian ini menyimpulkan bahwa secara bersamaan, variabel imbal hasil, inflasi, dan PDB tidak memberikan pengaruh terhadap nilai emisi sukuk ritel di Indonesia dalam jangka pendek. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan investasi pada sukuk ritel dalam jangka pendek lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor lain, seperti stabilitas pasar keuangan, kebijakan moneter, atau sentimen pasar, dibandingkan kondisi makroekonomi yang diukur melalui ketiga variabel tersebut. Namun, dalam jangka panjang hasil uji kointegrasi menunjukkan terdapat hubungan signifikan antara imbal hasil, inflasi, dan PDB dengan nilai emisi sukuk ritel, mengindikasikan bahwa dinamika makroekonomi memiliki peran penting dalam memengaruhi keputusan investasi pada instrumen ini.

Penelitian ini menegaskan pentingnya mempertimbangkan analisis jangka panjang dalam memahami dinamika investasi pada sukuk ritel, terutama dalam kaitannya dengan pasar keuangan syariah. Penelitian ini memberikan wawasan tentang bagaimana variabel makroekonomi, seperti imbal hasil, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi, berinteraksi dengan instrumen keuangan syariah dalam berbagai rentang waktu. Hasil penelitian ini juga mendorong penerbit sukuk dan pembuat kebijakan untuk lebih memperhatikan daya saing imbal hasil sebagai faktor utama dalam menarik minat investor, sekaligus merancang kebijakan yang mendukung stabilitas inflasi dan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Selain itu, pengembangan produk sukuk dengan fitur yang lebih fleksibel dan inovatif dapat menjadi langkah strategis untuk memperluas daya tarik pasar sukuk ritel, sehingga mampu bersaing dengan instrumen keuangan lainnya di Indonesia.

REFERENSI

- Alimuddin, Putri, N. A., & Nurleni. (2020). Analysis of government development financing between Sukuk and Bonds. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 473(1). <https://doi.org/10.1088/1755-1315/473/1/012073>
- Badan Pusat Statistik. (2023). *Inflasi year-on-year (y-on-y) pada Desember 2023 sebesar 2,61 persen*. <https://www.bps.go.id/id/pressrelease/2024/01/02/2299/inflasi-year-on-year-y-on-y-pada-desember-2023-sebesar-2-61-persen--inflasi-tertinggi-terjadi-di-sumenep-sebesar-5-08-persen-.html>
- DJPPR. (2015). *Sukuk Negara* (M. Sumintho, PhD; Dahlan Siamat, SE (ed.)).
- Fitriyah, N. L., & Ryandono, M. N. H. (2020). Determinan Terhadap Yield Sukuk Ritel Negara (Studi Tahun 2009 – 2017). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 6(9), 1741. <https://doi.org/10.20473/vol6iss20199pp1741-1755>
- Hanifah, I. N., & Pantas, P. E. (2022). Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Ritel di Indonesia. *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(2), 99–114. <https://doi.org/10.21154/etihad.v2i2.4355>
- Harahap, M. I. (2018). Analisis Faktor Yang Memengaruhi Minat Investor terhadap Sukuk Negara Ritel. *J-EBIS*, 3(1), 1–57.
- Kamila, D. Y., & Tripalupi, R. I. (2020). Pengaruh PDB, Inflasi, Kurs Rupiah terhadap yield sukuk negara SR 009 Periode 2017-2020. *Jurnal Likuid*, 1, 44–58.
- Larasati, I. S., & Sulasmiyati, S. (2018). Pengaruh Inflasi, Ekspor dan Tenaga Kerja Terhadap Produk Domestik Bruto. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 63(1), 8–16. <http://administrasibisnis.studentjournal.ub.ac.id/index.php/jab/article/view/2694>
- Ladamay, A. Z. F., Supriyanto, T., & Nugraheni, S. (2021). Pengaruh Media Sosial, Literasi Keuangan, Risiko, Imbal Hasil, dan Religiusitas Terhadap Minat Berinvestasi Sukuk Generasi Z di Jakarta. *Islamic Economics Journal*, 7(2), 161. <https://doi.org/10.21111/iej.v7i2.6552>
- Nurhayadi, Y., Salma, U., Azizah, A., & Alvarizha, F. A. (2020). PENGARUH INFLASI, NILAI TUKAR, DAN YIELD SUKUK RITEL TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN SUKUK NEGARA RITEL SERISR-007 DIPASAR SEKUNDER. *Taradin*, 1(1)
- Puspitasari, V. E., Yetty, F., & Nugraheni, S. (2021). Pengaruh Literasi Keuangan Syariah, Persepsi Imbal Hasil, dan Motivasi terhadap Minat Investasi di Pasar Modal Syariah. *Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 2(2), 122. <https://doi.org/10.47700/jiefes.v2i2.3292>
- Risandy, Z. (2021). Analisis Pengaruh Inflasi, Bi Rate, Dan Yield Terhadap Volume Perdagangan Sukuk Negara Ritel Sebagai Instrumen Investasi Syariah (Studi Pada Sukuk Ritel Seri Sr-009). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 9(2), 5–8.
- Rafki, M., Wiliasih, R., & Irfany, M. I. (2022). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR-008 di Indonesia. *Bukhori: Kajian Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 1(2), 95–117. <https://doi.org/10.35912/bukhori.v1i2.1363>
- Sartika, U., Siddik, S., & Choiriyah, C. (2019). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar, Dan Produk Domestik Bruto Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(2), 75. <https://doi.org/10.32502/jimn.v8i2.1821>

Silitonga, D. (2021). *Dikson Silitonga : “ Pengaruh Inflasi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia pada ... ”* 112. 24(1).

Tandio, T. (2016). Pengaruh Pelatihan Pasar Modal, Return, Persepsi Risiko, Gender, Dan Kemajuan Teknologipada Minat Investasi Mahasiswa. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16.3, 2316–2341.
<https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/article/download/21199/15415>