Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Determinan Kupon SBN Ritel: Peran Suku Bunga Deposito di Tengah Gejolak Moneter Global 2021-2025

Lusiana Desy Ariswati, Ike Purnamasari, Wirasmi Wardhani, Heni Rahayu Rahmawati & Siti Maria

Universitas Mulawarman, Samarinda

Email: lusiana@feb.unmul.ac.id

Abstract

This study examines the determinants of coupon setting for Indonesian retail Government Securities (SBN) during 2021–2025, a period covering a complete global monetary policy cycle. Using a census of all 54 retail SBN issuances (ORI, SR, ST, and SBR), this study employs panel data regression with the Common Effect Model, consistently selected through the Chow, Hausman, and Lagrange Multiplier tests, with robust standard errors. The results show that bank deposit rates are positively and significantly associated with coupon rates and remain consistent across specifications (coefficient = 0.39; $p < 0.01$), while monetary policy divergence, inflation, and exchange rates have no statistically significant effects at the 5% level. Moderation analysis finds no statistical evidence that the global monetary tightening regime strengthens the effect of monetary policy divergence on coupon rates. Although the estimates indicate that coupon sensitivity to divergence tends to be lower during tightening periods, the interaction coefficient is statistically insignificant. Overall, the findings are consistent with indications of domestic anchoring in retail SBN coupon setting, whereby domestic deposit rates are more strongly associated with coupon rates than global monetary variables. Lower coupon variability during tightening periods also provides preliminary indications of coupon smoothing, although this mechanism cannot yet be causally confirmed. The findings have implications for debt management authorities in coupon formulation and for retail investors in anticipating future coupon movements.

Keywords retail SBN, coupon rates, monetary policy divergence, deposit rates.

1. Pendahuluan

Periode tahun 2021 hingga 2025 ditandai oleh perubahan kebijakan moneter global yang belum pernah terjadi sebelumnya. Setelah suku bunga berada di level mendekati nol selama pandemi, Federal Reserve menaikkan suku bunga acuannya secara tajam sebesar 525 basis poin dalam kurun waktu dua tahun, yakni dari 0,25% pada awal 2022 menjadi 5,50% pada pertengahan 2023. Langkah ini merupakan pengetatan kebijakan yang paling agresif dalam empat dekade terakhir (Ferroni, Fisher & Melosi, 2023). Bagi negara-negara berkembang, pengetatan kebijakan Federal Reserve memicu tantangan umum: arus keluar modal, depresiasi mata uang, dan peningkatan biaya pembiayaan pemerintah. Indonesia turut merasakan dampak tersebut seiring melemahnya nilai tukar Rupiah dari kisaran Rp14.000 menjadi lebih dari Rp16.500 per dolar AS. Selain itu, kepemilikan asing atas surat berharga negara (SBN) Indonesia menurun secara signifikan, dari 25,0% pada awal tahun 2021 menjadi 13,3% pada akhir tahun 2025 (DJPPR, 2025).

Seiring dengan menurunnya partisipasi investor asing, pemerintah Indonesia semakin

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

mengandalkan investor ritel domestik untuk membiayai kebutuhan negara. Frekuensi penerbitan surat berharga negara (SBN) ritel meningkat dari enam kali setahun pada periode 2021–2022 menjadi tujuh kali penerbitan dengan tenor ganda setiap tahunnya mulai tahun 2023, yang mencakup empat instrumen: Obligasi Negara Ritel (ORI), Sukuk Ritel (SR), Sukuk Tabungan (ST), dan Savings Bond Ritel (SBR). Pertumbuhan ini berkaitan dengan transformasi digital dalam proses penerbitan melalui sistem penjualan daring e-SBN, yang memungkinkan seluruh SBN ritel dijual lewat platform elektronik hasil kerja sama dengan berbagai bank dan perusahaan fintech. Pendekatan ini telah berhasil memperluas partisipasi investor, khususnya di kalangan generasi milenial (Karimah & Hendrocahyo, 2021). Seri Sukuk Tabungan menambahkan dimensi keberlanjutan dengan diterbitkan sebagai sukuk hijau ritel, di mana dana yang terkumpul dialokasikan untuk proyek-proyek yang berwawasan lingkungan. Hal ini menempatkan surat berharga pemerintah ritel sebagai instrumen pembiayaan pembangunan berkelanjutan yang didukung oleh ekosistem digital. Keputusan strategis utama dalam pendekatan ini terletak pada penentuan tingkat kupon: kupon yang terlalu rendah berisiko melemahkan permintaan pasar dibandingkan dengan deposito bank, sementara kupon yang terlalu tinggi menciptakan beban anggaran jangka panjang. Oleh karena itu, memahami faktor penentu tingkat kupon baik yang merespons tekanan moneter global maupun yang didasarkan pada kondisi domestik, menjadi hal yang sangat penting, baik dari sudut pandang akademis maupun praktis.

Temuan empiris terkini di Indonesia menyoroti pentingnya mengkaji ketahanan instrumen keuangan pada periode ini. Studi terhadap perusahaan ritel dan pariwisata menunjukkan bahwa guncangan akibat pandemi selama tahun 2019-2023 melampaui kapasitas perlindungan manajemen likuiditas konvensional, sehingga ketahanan keuangan menjadi lebih bergantung pada faktor struktural dan dukungan kebijakan (Irianto dkk., 2025). Terkait instrumen pasar modal, Ariswati dan Filani (2026) menemukan bahwa reksa dana ETF di Indonesia tetap tangguh di tengah volatilitas makroekonomi selama resesi 2019-2022, dengan tingkat inflasi moderat yang mengindikasikan adanya pemulihan. Hasil-hasil tersebut menunjukkan bahwa respons instrumen keuangan terhadap guncangan makroekonomi bervariasi antar-segmen, yang mendasari fokus penelitian ini pada segmen Surat Berharga Negara (SBN) ritel yang belum banyak dikaji.

Meskipun telah banyak penelitian mengenai faktor-faktor penentu imbal hasil obligasi pemerintah, terdapat tiga kesenjangan utama yang mendasari studi ini: Pertama, sebagian besar penelitian mengkaji imbal hasil agregat di pasar sekunder atau hasil lelang institusional, sementara penetapan kupon di pasar perdana ritel di mana tingkat bunga ditetapkan secara sepihak oleh pemerintah dan bukan melalui mekanisme lelang, masih sangat jarang diteliti (Baldacci & Kumar, 2010; Muktiyanto & Aulia, 2019). Kedua, segmen ritel jarang dikaji secara tersendiri, padahal perannya dalam pembiayaan negara semakin penting pascapandemi dan segmen ini memiliki basis investor unik berupa individu domestik yang tidak melakukan arbitrase lintas batas, sehingga berpotensi menghasilkan pola pembentukan harga yang khas. Ketiga, belum ada pengujian empiris mengenai apakah rezim moneter global memengaruhi perilaku penetapan kupon; hal ini merupakan pertanyaan krusial mengingat periode penelitian

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

mencakup satu siklus penuh pengetatan dan pelonggaran kebijakan moneter global.

Studi ini mengisi celah penelitian yang telah diidentifikasi dengan menganalisis faktor-faktor penentu tingkat kupon untuk seluruh 54 penerbitan surat berharga negara (SBN) ritel periode 2021-2025 menggunakan metode regresi data panel. Penelitian ini menguji lima hipotesis mengenai pengaruh dari: Divergensi kebijakan moneter (selisih antara BI-Rate dan Federal Funds Rate); Inflasi; Nilai tukar; Suku bunga simpanan perbankan; Peran moderasi dari rezim pengetatan moneter global. Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga deposito domestik memiliki hubungan yang paling konsisten dengan tingkat kupon SBN ritel, sedangkan divergensi kebijakan moneter, inflasi, dan nilai tukar tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada tingkat 5%. Pola ini konsisten dengan indikasi "orientasi domestik" (domestic anchoring), yaitu kondisi ketika penetapan kupon SBN ritel lebih erat berkaitan dengan alternatif investasi domestik daripada perubahan kondisi moneter global. Selain itu, variabilitas kupon yang lebih rendah selama periode pengetatan moneter global memberikan indikasi awal adanya pola penghalusan kupon (coupon smoothing). Temuan ini menegaskan pentingnya membedakan mekanisme penetapan kupon pada pasar perdana ritel dari pembentukan imbal hasil pada pasar obligasi institusional.

2. Tinjauan Literatur

Kerangka teoretis penelitian ini dibangun di atas empat pilar yaitu Teori Dana yang Dapat Dipinjam (*Loanable Funds Theory*): Suku bunga mencerminkan harga keseimbangan yang mempertemukan penawaran dan permintaan dana. Dalam penerbitan utang negara, tingkat kupon merupakan harga yang ditawarkan pemerintah untuk menarik dana masyarakat, yang dipengaruhi oleh kondisi pasar pada saat penerbitan (Mishkin, 2019). Paritas Suku Bunga Tanpa Lindung Nilai (*Uncovered Interest Parity*): Perbedaan suku bunga antarnegara mendorong arus modal. Selisih yang lebih lebar antara suku bunga domestik dan global membuat aset domestik lebih menarik, sehingga memungkinkan penerbit untuk menurunkan premi imbal hasil (*yield premium*). Efek Fisher (*Fisher Effect*): Suku bunga nominal mencakup kompensasi atas inflasi yang diharapkan (Fisher, 1930). Teori Keseimbangan Portofolio (*Portfolio Balance Theory*): Depresiasi nilai tukar meningkatkan risiko relatif aset dalam mata uang domestik, sehingga menuntut premi risiko yang lebih tinggi (Gadanecz dkk., 2014).

Pentingnya nilai tukar sebagai saluran transmisi didukung oleh temuan terkait aset-aset Indonesia lainnya. Ariswati dkk. (2025) menunjukkan bahwa pada periode 2020-2025, depresiasi Rupiah dan bukan inflasi ataupun BI Rate, menjadi faktor pendorong utama perubahan harga emas domestik, terutama ketika guncangan global mendominasi faktor fundamental domestik. Secara khusus pada segmen ritel, studi ini memperkenalkan perspektif substitusi produk tabungan: surat berharga negara (SBN) ritel dan deposito bank merupakan produk substitusi bagi investor individu. Kerangka kerja "saluran deposito kebijakan moneter" (Drechsler dkk., 2017) mengindikasikan bahwa suku bunga deposito bank berfungsi sebagai acuan bagi produk-produk substitusi tersebut. Hal ini tercermin dalam strategi pemasaran pemerintah yang mempromosikan SBN ritel dengan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan rata-rata suku bunga deposito.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Literatur mengenai imbal hasil obligasi pasar negara berkembang secara konsisten menunjukkan bahwa suku bunga global merupakan faktor pendorong utama. Miyajima dkk. (2015) menemukan bahwa imbal hasil US Treasury mendominasi imbal hasil utang domestik di pasar negara berkembang, termasuk Indonesia. Di tingkat domestik, Muktiyanto dan Aulia (2019) serta Maulidya dkk. (2024) mengonfirmasi peran suku bunga acuan dalam menentukan imbal hasil obligasi pemerintah. Selisih (*spread*) antara BI-Rate dan Federal Funds Rate mencerminkan daya tarik relatif aset domestik; selisih positif yang lebih lebar memperkuat posisi pemerintah, sehingga memungkinkan penetapan tingkat kupon yang lebih rendah. Sejalan dengan efek Fisher, inflasi yang lebih tinggi menuntut imbal hasil nominal yang lebih tinggi pula (Listiawati & Paramita, 2018; Kamila, Tripalupi, & Afifah, 2021). Namun, studi terkini mengindikasikan bahwa inflasi moderat dapat menjadi sinyal pertumbuhan ekonomi, bukan devaluasi (Ariswati & Filani, 2026). Konsisten dengan teori keseimbangan portofolio, depresiasi Rupiah menuntut adanya kompensasi atas risiko mata uang (Gadanecz dkk., 2014; Maulidya dkk., 2024). Di segmen ritel, bukti empiris mengenai peran deposito berjangka masih terbatas namun konsisten. Maftuh (2016) menemukan bahwa tingkat bagi hasil deposito Mudharabah memengaruhi permintaan Sukuk Ritel, sementara Rahman dkk. (2016) menyoroti pentingnya variabel moneter dalam mendorong permintaan Sukuk Negara Ritel. Selain itu, periode pengetatan moneter global cenderung memperkuat transmisi guncangan eksternal ke sistem keuangan pasar negara berkembang melalui arus keluar modal dan penyesuaian harga risiko (*risk repricing*) (Baldacci & Kumar, 2010; Miyajima dkk., 2015). Akibatnya, sensitivitas kupon terhadap divergensi kebijakan moneter diperkirakan akan meningkat selama periode pengetatan tersebut. Berdasarkan pembahasan ini, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H1: Divergensi kebijakan moneter berpengaruh negatif terhadap kupon SBN ritel.

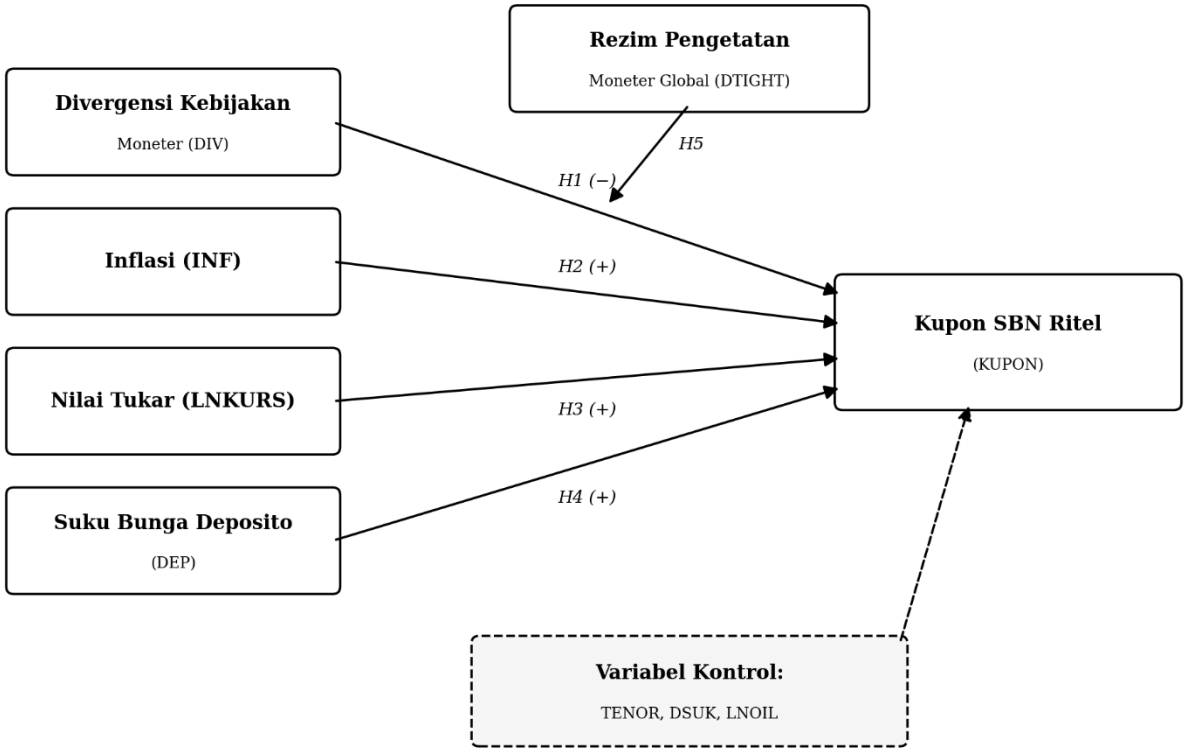
H2: Inflasi berpengaruh positif terhadap kupon SBN ritel.

H3: Depresiasi nilai tukar Rupiah berpengaruh positif terhadap kupon SBN ritel.

H4: Suku bunga deposito berpengaruh positif terhadap kupon SBN ritel.

H5: Rezim pengetatan moneter global memperkuat pengaruh divergensi kebijakan moneter terhadap kupon SBN ritel.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026



Gambar 1. Model Penelitian

3. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan analisis kuantitatif asosiatif yang menggunakan data sekunder dalam desain panel tidak seimbang. *Unit cross-section* terdiri dari empat jenis instrumen SBN ritel ORI, SR, ST, dan SBR, yang diamati pada setiap peristiwa penerbitan dari tahun 2021 hingga 2025. Populasi penelitian mencakup seluruh penerbitan SBN ritel domestik yang denominasinya dalam Rupiah antara Januari 2021 dan Desember 2025. Pendekatan pengambilan sampel sensus digunakan, yang menghasilkan 54 pengamatan: 16 ORI, 16 SR, 14 ST, dan 8 SBR. Setiap tranche dalam penerbitan dengan dua tenor diperlakukan sebagai pengamatan terpisah. Perlakuan ini didasarkan pada perbedaan karakteristik tenor dan tingkat kupon antartranche. Namun, karena tranche yang diterbitkan pada waktu yang sama menghadapi kondisi makroekonomi yang identik, kemungkinan adanya korelasi intrapenerbitan perlu diperhatikan dalam interpretasi hasil estimasi. Seri lelang institusional (FR, PBS, SPN, SPNS) dan seri mata uang asing dikecualikan karena mekanisme pembentukan imbal hasil yang berbeda. Periode 2021 hingga 2025 dipilih karena mencakup satu siklus kebijakan moneter global secara utuh, termasuk lingkungan suku bunga rendah pasca-pandemi, siklus pengetatan Federal Reserve (Maret 2022 hingga Agustus 2024), dan fase normalisasi berikutnya, sekaligus menghindari distorsi yang disebabkan oleh kebijakan luar biasa pada tahun 2020.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Data mengenai kupon, jangka waktu, dan jenis instrumen diperoleh dari publikasi resmi Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Manajemen Risiko (DJPPR) di Kementerian Keuangan. Penggunaan kupon awal pada ST dan SBR dimaksudkan untuk memperoleh ukuran tingkat imbal hasil yang ditetapkan pada saat penerbitan sehingga dapat dibandingkan dengan kupon awal ORI dan SR. Namun demikian, penelitian ini mengakui adanya perbedaan mekanisme kupon antara instrumen berbunga tetap (ORI dan SR) dan instrumen berbunga mengambang dengan tingkat minimum (*floating with floor*) (ST dan SBR). Perbedaan karakteristik tersebut menjadi salah satu keterbatasan penelitian dan perlu diperhatikan dalam interpretasi hasil. Informasi mengenai Suku Bunga BI, nilai tukar acuan JISDOR, dan suku bunga deposito berjangka Rupiah 12 bulan di bank komersial diperoleh dari Bank Indonesia (Tabel SEKI I.28). Perlu dicatat bahwa perubahan klasifikasi kelompok bank sejak Januari 2025 (akibat penerapan LBUT) tidak memengaruhi agregat bank komersial yang digunakan. Data inflasi tahunan diambil dari Badan Pusat Statistik, Federal Funds Rate (batas atas kisaran target) dari FRED, harga minyak mentah Brent dari Investing.com, dan kepemilikan SBN oleh pihak asing dari statistik DJPPR. Semua variabel makroekonomi disesuaikan dengan pengamatan berdasarkan bulan penerbitan. Definisi operasional dari variabel-variabel tersebut dirangkum dalam Tabel 1.

Tabel 1. Definisi operasional variabel

Variabel	Notasi	Definisi	Satuan
Kupon	KUPON	Kupon penetapan saat penerbitan; seri floating (ST, SBR) memakai kupon perdana	%
Divergensi kebijakan moneter	DIV	Selisih BI-Rate dengan Federal Funds Rate (batas atas) pada bulan penerbitan	poin persentase
Inflasi	INF	Inflasi tahunan (yoy) bulan penerbitan	%
Nilai tukar	LNKURS	Logaritma natural rata-rata kurs JISDOR bulanan	ln(Rp/USD)
Suku bunga deposito	DEP	Rata-rata bunga deposito Rupiah 12 bulan bank umum bulan penerbitan	%
Tenor	TENOR	Jangka waktu instrumen	tahun
Dummy sukuk	DSUK	1 = syariah (SR, ST); 0 = konvensional (ORI, SBR)	—
Harga minyak	LNOIL	Logaritma natural rata-rata harga Brent bulanan	ln(USD/barel)
Kepemilikan asing	FOR	Persentase kepemilikan asing atas SBN pada bulan penerbitan	%
Dummy rezim	DTIGHT	1 = Maret 2022–Agustus 2024; 0 = lainnya	—

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

pengetatan			

(referensi: diolah penulis, 2026)

Pengujian hipotesis dilakukan melalui dua spesifikasi model regresi data panel:

$$KUPONit = \beta0 + \beta1DIVt + \beta2INFt + \beta3LNKURSt + \beta4DEPt + \beta5TENORit + \beta6DSUKi + \beta7LNOILt + \varepsilon it \quad (1)$$

$$KUPONit = Model\ (1) + \beta8DTIGHTt + \beta9(DIVt \times DTIGHTt) + \varepsilon it \quad (2)$$

Dengan i menyatakan jenis instrumen dan t menyatakan kejadian penerbitan; hipotesis moderasi (H5) diuji melalui koefisien interaksi β9 dan analisis efek marjinal per rezim. Analisis menggunakan Stata 17 dengan tahapan: statistik deskriptif dan matriks korelasi disertai pemeriksaan multikolinearitas melalui Variance Inflation Factor berambang 10 (Gujarati & Porter, 2009); pemilihan model estimasi terbaik di antara Common Effect (CEM), Fixed Effect (FEM), dan Random Effect (REM) melalui uji Chow, uji Hausman (Hausman, 1978), dan uji Lagrange Multiplier (Breusch & Pagan, 1980); pengujian asumsi klasik meliputi uji heteroskedastisitas Breusch–Pagan/Cook–Weisberg, uji autokorelasi Wooldridge untuk data panel (Wooldridge, 2002; Drukker, 2003), dan uji normalitas residual skewness-kurtosis; serta estimasi model akhir dengan robust standard error untuk meningkatkan ketahanan inferensi terhadap pelanggaran asumsi pada struktur error, dengan hasil selanjutnya dievaluasi berdasarkan diagnostik heteroskedastisitas dan autokorelasi, dengan ketahanan hasil diuji melalui spesifikasi alternatif yang menyertakan variabel kepemilikan asing.

4. Hasil dan Pembahasan

Statistik deskriptif, korelasi, dan multikolinearitas. Statistik deskriptif menunjukkan bahwa tingkat kupon rata-rata untuk SBN ritel adalah 6,05%, dengan kisaran 4,80% hingga 6,75%. Nilai rata-rata di seluruh jenis instrumen berada dalam rentang yang relatif berdekatan (ORI 5,97%; SR 6,02%; SBR 6,09%; ST 6,14%), yang secara deskriptif menunjukkan variasi rata-rata kupon yang relatif kecil antarjenis instrumen. Perbedaan kebijakan moneter berkisar antara 0,25 hingga 3,25 poin persentase, yang menyoroti dinamika siklus moneter global. Yang perlu diperhatikan, tingkat kupon rata-rata selama periode pengetatan (6,18%) melebihi tingkat pada periode normal (5,92%), dengan deviasi standar yang lebih kecil selama periode pengetatan (0,345) dibandingkan dengan periode normal (0,634), yang memberikan indikasi awal bahwa variasi kupon cenderung lebih rendah selama periode pengetatan moneter global.

Tabel 2. Statistik deskriptif variabel penelitian (n = 54)

Variabel	Rata-rata	Std. Deviasi	Minimum	Maksimum
Kupon (%)	6,050	0,523	4,800	6,750
Divergensi (poin)	1,167	0,927	0,250	3,250
Inflasi (%)	2,655	1,279	−0,090	5,950
LnKurs	9,653	0,051	9,550	9,731

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Deposito (%)	5,043	0,685	3,270	5,920
Tenor (tahun)	3,481	1,285	2	6
Dummy sukuk	0,556	0,502	0	1
LnOil	4,293	0,141	4,064	4,661
Kepemilikan asing (%)	15,640	2,644	13,420	24,640

(referensi: output Stata 17, diolah penulis, 2026)

Matriks korelasi menunjukkan adanya korelasi positif yang signifikan antara tingkat kupon dengan suku bunga deposito (r = 0,691) serta korelasi negatif yang signifikan dengan divergensi (r = −0,676) dan kepemilikan asing (r = −0,657). Yang perlu diperhatikan, kepemilikan asing dan divergensi menunjukkan korelasi yang sangat tinggi (r = 0,870), yang mengindikasikan adanya tumpang tindih informasi terkait siklus moneter. Hal ini dikuatkan oleh uji multikolinearitas, yang menunjukkan nilai VIF sebesar 10,33 untuk kepemilikan asing, melebihi ambang batas yang dapat diterima, sementara variabel lainnya tetap berada di bawah ambang batas tersebut. Akibatnya, kepemilikan asing dikeluarkan dari model utama dan diuji dalam spesifikasi alternatif untuk menguji ketahanannya.

Pemilihan model dan uji asumsi klasik

Tabel 3. Hasil pemilihan model

Uji	Statistik	Prob.	Keputusan
Chow (CEM vs FEM)	F(3, 43) = 1,12	0,3497	CEM
Hausman (FEM vs REM)	$\chi^2(7) = 4{,}01$	0,7788	REM
LM Breusch–Pagan (CEM vs REM)	$\bar{\chi}^2(01) = 0{,}00$	1,0000	CEM

(referensi: output Stata 17, diolah penulis, 2026)

Semua uji dalam Tabel 3 menunjukkan bahwa Common Effect Model (CEM) merupakan model yang paling sesuai. Uji Chow tidak menolak hipotesis nol bahwa tidak ada efek individual, sedangkan uji LM menunjukkan varians nol pada efek individual. Secara empiris, hasil pemilihan model tidak menunjukkan adanya efek individual yang signifikan antarjenis instrumen dalam struktur data yang digunakan. Uji Breusch-Pagan/Cook-Weisberg menunjukkan tidak adanya heteroskedastisitas ($\chi^2(1) = 0{,}03$, $p = 0{,}872$), sedangkan uji Wooldridge menunjukkan adanya autokorelasi serial ($F(1, 45) = 17{,}39$, $p = 0{,}0001$), sehingga penggunaan kesalahan standar yang kuat dapat dibenarkan (Wooldridge, 2002; Drukker, 2003). Uji normalitas residual skewness–kurtosis mengonfirmasi normalitas residu ($p = 0{,}122$).

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Hasil estimasi dan pengujian hipotesis

Tabel 4. Hasil estimasi regresi data panel (Common Effect, robust standard error)

Variabel	Model 1A (Utama)	Model 1B (dengan FOR)	Model 2 (Moderasi)
Divergensi	−0,130 (0,080)	0,044 (0,084)	−0,172* (0,087)
Inflasi	0,034 (0,058)	−0,002 (0,054)	0,010 (0,077)
LnKurs	2,160 (1,304)	−1,581 (1,565)	1,569 (1,454)
Deposito	0,390*** (0,090)	0,415*** (0,085)	0,399*** (0,103)
Tenor	0,041 (0,041)	0,033 (0,038)	0,040 (0,041)
Dummy sukuk	0,045 (0,090)	0,010 (0,086)	0,035 (0,092)
LnOil	0,468 (0,384)	−0,004 (0,404)	0,240 (0,502)
Kepemilikan asing	—	−0,124*** (0,040)	—
DTIGHT	—	—	−0,075 (0,161)
Divergensi × DTIGHT	—	—	0,154 (0,180)
Konstanta	−18,880 (12,447)	21,000 (15,783)	−12,146 (13,905)
F-statistik	30,02***	24,97***	33,62***
R^2	0,640	0,677	0,647
Adjusted R^2	0,585	0,620	0,575

(referensi: output Stata 17, diolah penulis, 2026; angka dalam kurung = robust standard error; *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,10)

Model 1A signifikan secara statistik (F = 30,02; p < 0,01) dengan nilai R^2 sebesar 0,640, yang menunjukkan bahwa sekitar 64,0% variasi tingkat kupon dalam sampel dapat dijelaskan secara bersama-sama oleh variabel yang terdapat dalam model. Kenaikan satu poin persentase pada suku bunga deposito 12 bulan berkorelasi dengan kenaikan 0,39 poin persentase pada tingkat kupon, sehingga memenuhi H4. Divergensi kebijakan moneter menunjukkan koefisien negatif pada Model 1A, tetapi tidak signifikan pada tingkat 5% (p = 0,111). Pada Model 2, koefisien divergensi sebesar −0,172 memiliki p = 0,055 sehingga hanya signifikan pada tingkat 10%. Dengan demikian, H1 tidak memperoleh dukungan pada tingkat signifikansi 5%, meskipun arah koefisien konsisten dengan hipotesis. Inflasi (p = 0,568) dan nilai tukar (p = 0,104) tidak signifikan pada tingkat 5%, sehingga H2 dan H3 tidak memperoleh dukungan empiris. Uji moderasi menghasilkan koefisien interaksi DIV × DTIGHT sebesar 0,154 (p = 0,399), sehingga tidak terdapat bukti statistik yang mendukung H5. Secara numerik, estimasi menunjukkan bahwa sensitivitas kupon terhadap divergensi menjadi lebih kecil selama rezim pengetatan, tetapi perubahan tersebut tidak signifikan secara statistik dan karenanya harus ditafsirkan secara hati-hati. Pada spesifikasi alternatif Model 1B yang memasukkan kepemilikan asing (FOR), koefisien divergensi berubah dari negatif menjadi positif dan tetap tidak signifikan, sedangkan kepemilikan asing menunjukkan koefisien negatif dan signifikan (−0,124; p < 0,01). Namun,

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

hasil ini perlu ditafsirkan secara hati-hati mengingat tingginya korelasi antara kepemilikan asing dan divergensi serta nilai VIF kepemilikan asing yang melebihi ambang batas 10.

Peran suku bunga deposito: kupon sebagai harga kompetitif produk simpanan. Hasil estimasi menunjukkan bahwa suku bunga deposito merupakan variabel yang secara konsisten berasosiasi positif dan signifikan dengan tingkat kupon pada berbagai spesifikasi model. Pemerintah berperan sebagai pesaing di pasar tabungan, sehingga tingkat kupon harus menarik bagi investor sekaligus menjaga biaya pembiayaan tetap wajar. Koefisien di bawah satu (±0,39) menunjukkan bahwa perubahan tingkat kupon tidak bergerak secara proporsional satu banding satu dengan perubahan suku bunga deposito. Pola ini dapat berkaitan dengan karakteristik non-harga SBN ritel, termasuk jaminan pemerintah dan ambang batas investasi yang relatif rendah, meskipun mekanisme tersebut tidak diuji secara langsung dalam penelitian ini. Transformasi digital ekosistem distribusi memudahkan proses pembelian melalui platform e-SBN dan mitra fintech, sehingga menurunkan biaya partisipasi bagi investor dan memungkinkan pemerintah untuk tidak hanya bersaing berdasarkan harga saja, yang tercermin dari penyesuaian parsial tingkat kupon dibandingkan dengan suku bunga deposito. Temuan ini sejalan dengan kerangka deposit channel of monetary policy (Drechsler et al., 2017) dan menunjukkan bahwa kondisi pasar simpanan domestik memiliki keterkaitan yang konsisten dengan penetapan tingkat kupon SBN ritel. Implikasinya, suku bunga deposito dapat dipandang sebagai salah satu indikator domestik yang relevan dalam memahami variasi tingkat kupon SBN ritel. Bagi investor, pergerakan suku bunga deposito juga dapat memberikan informasi mengenai lingkungan tingkat bunga domestik yang berkaitan dengan penetapan kupon penerbitan SBN ritel.

Insignifikansi variabel global sebagai temuan: fenomena domestic anchoring. Tidak adanya dampak yang signifikan dari divergensi, inflasi, dan nilai tukar pada tingkat 5% bukanlah kelemahan model, melainkan temuan yang patut diperhatikan, yang menunjukkan bahwa faktor-faktor global secara dominan memengaruhi imbal hasil di pasar sekunder dan lelang institusional di negara-negara berkembang (Baldacci & Kumar, 2010; Miyajima et al., 2015), dengan mekanisme transmisi melalui arbitrase investor institusional lintas negara. Hasil penelitian menunjukkan pola yang konsisten dengan konsep “domestic anchoring”, yaitu keterkaitan tingkat kupon SBN ritel yang lebih kuat dengan indikator pasar simpanan domestik dibandingkan dengan variabel moneter global yang diuji dalam model. Temuan ini perlu dipahami sebagai bukti empiris mengenai pola asosiasi, bukan sebagai identifikasi kausal terhadap mekanisme penetapan kupon pemerintah. Pola tersebut konsisten dengan karakteristik investor ritel domestik yang cenderung membandingkan SBN ritel dengan alternatif investasi dan simpanan lokal, meskipun mekanisme keputusan investor tidak diuji secara langsung dalam penelitian ini. Ketidaksignifikanan inflasi setelah suku bunga deposito dimasukkan ke dalam model mengindikasikan bahwa informasi yang terkandung dalam inflasi mungkin beririsan dengan kondisi tingkat bunga domestik. Namun, penelitian ini tidak secara langsung menguji mekanisme mediasi tersebut. Terdapat efek negatif yang sedikit signifikan akibat divergensi ($p = 0,055$) dalam kondisi normal, yang menunjukkan bahwa meskipun faktor global bersifat sekunder, faktor tersebut tidak sepenuhnya tidak relevan. Kontras dengan pasar aset domestik lainnya mempertegas kekhasan segmen ini. Di pasar emas domestik, Ariswati dkk. (2025)

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

menemukan bahwa guncangan eksternal global terutama melemahkan pengaruh fundamental makroekonomi domestik, dengan nilai tukar sebagai saluran transmisi utamanya. Sebaliknya, pada tingkat kupon SBN ritel, suku bunga simpanan domestik menunjukkan hubungan yang lebih konsisten, sementara nilai tukar dan tekanan global tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan secara statistik dalam model yang digunakan. Perbedaan arah dominansi ini berkaitan dengan struktur pelaku pasar: harga emas saling terhubung secara global, sedangkan kupon sukuk ritel ditetapkan oleh pemerintah bagi investor domestik. Pola tersebut dapat berkaitan dengan karakteristik penetapan kupon di pasar perdana ritel. Dalam model penelitian ini, atribut instrumen seperti jenis syariah/konvensional tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat kupon, berbeda dengan literatur yang menekankan peran faktor struktural dalam perkembangan pasar sukuk (Smaoui & Khawaja, 2017).

Pola moderasi dan indikasi penghalusan kupon pada masa gejolak. Hasil pengujian moderasi tidak memberikan bukti statistik yang mendukung H5. Koefisien interaksi DIV × DTIGHT bernilai positif sebesar 0,154 dengan p = 0,399, sehingga perubahan sensitivitas kupon terhadap divergensi antarrezim tidak signifikan secara statistik. Meskipun demikian, secara numerik efek divergensi berubah dari -0,172 pada rezim normal menjadi sekitar −0,018 pada rezim pengetatan. Pola deskriptif ini berjalan beriringan dengan deviasi standar kupon yang lebih rendah selama periode pengetatan (0,345) dibandingkan periode normal (0,634). Kombinasi kedua hasil tersebut memberikan indikasi awal mengenai kemungkinan adanya pola penghalusan kupon (coupon smoothing) pada periode gejolak moneter global. Namun, karena koefisien interaksi tidak signifikan, bukti ini bersifat sugestif dan tidak dapat ditafsirkan sebagai konfirmasi empiris atas adanya strategi penghalusan kupon yang disengaja oleh pemerintah. Temuan-temuan ini memperkaya pemahaman mengenai ketahanan keuangan Indonesia pascapandemi (Ariswati & Filani, 2026), dengan menunjukkan bahwa respons berbagai instrumen keuangan terhadap kondisi makroekonomi dapat berbeda sesuai dengan karakteristik pasar dan mekanisme pembentukan harganya (Irianto dkk., 2025).

Posisi temuan terhadap penelitian terdahulu. Secara keseluruhan, temuan penelitian ini melengkapi literatur mengenai faktor-faktor penentu imbal hasil SBN dengan memberikan bukti dari segmen pasar perdana ritel, sekaligus menyoroti peran positif yang konsisten dari suku bunga domestik (Muktiyanto & Aulia, 2019; Maulidya et al., 2024). Perbedaan muncul pada peran faktor global: penelitian pada yield pasar sekunder dan lelang institusional umumnya menemukan pengaruh kuat variabel global dan arus modal asing (Miyajima et al., 2015), sedangkan penelitian ini menunjukkan pengaruh tersebut minimal pada segmen ritel. Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa perilaku penetapan harga di pasar primer ritel tidak dapat disimpulkan secara langsung dari pasar obligasi institusional. Dalam model penelitian ini, karakteristik instrumen seperti tenor dan jenis (syariah/konvensional) tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan tingkat kupon, sementara variasi kupon menunjukkan keterkaitan yang lebih konsisten dengan kondisi makroekonomi pada saat penerbitan, khususnya suku bunga deposito.

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

5. Kesimpulan

Penelitian ini mengkaji faktor-faktor penentu tingkat kupon obligasi pemerintah ritel Indonesia dengan menggunakan data panel dari 54 emisi antara tahun 2021 dan 2025. Temuan penelitian menunjukkan bahwa suku bunga simpanan bank merupakan variabel yang memiliki hubungan positif dan paling konsisten dengan tingkat kupon, di mana setiap kenaikan satu poin persentase pada suku bunga simpanan 12 bulan berkorelasi dengan kenaikan tingkat kupon sebesar 0,39 poin persentase. Selain itu, divergensi kebijakan moneter, inflasi, dan nilai tukar tidak secara signifikan memengaruhi tingkat kupon pada tingkat signifikansi 5%, sementara pengujian moderasi tidak menemukan bukti statistik bahwa rezim pengetatan moneter global memperkuat pengaruh divergensi kebijakan moneter terhadap tingkat kupon. Meskipun estimasi menunjukkan kecenderungan sensitivitas yang lebih rendah selama periode pengetatan, pola tersebut tidak signifikan secara statistik. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat kupon SBN ritel memiliki keterkaitan yang lebih konsisten dengan kondisi pasar simpanan domestik dibandingkan dengan variabel moneter global yang diuji. Pola ini konsisten dengan indikasi domestic anchoring dalam penetapan kupon SBN ritel, meskipun penelitian ini tidak mengidentifikasi mekanisme tersebut secara kausal.

Temuan ini mengindikasikan bahwa suku bunga simpanan domestik dapat menjadi salah satu indikator yang relevan dalam memahami arah perubahan tingkat kupon SBN ritel. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, jumlah observasi relatif terbatas karena penelitian menggunakan seluruh penerbitan SBN ritel selama periode 2021-2025. Kedua, ORI dan SR memiliki karakteristik kupon tetap, sedangkan ST dan SBR menggunakan mekanisme kupon mengambang dengan tingkat minimum, sehingga terdapat heterogenitas mekanisme penetapan kupon antarjenis instrumen. Ketiga, beberapa penerbitan memiliki lebih dari satu tranche tenor pada waktu yang sama sehingga masing-masing tranche menghadapi kondisi makroekonomi yang identik. Keempat, periode penelitian hanya mencakup satu siklus pengetatan moneter global sehingga generalisasi antarrezim perlu dilakukan secara hati-hati. Kelima, penelitian ini bersifat observasional sehingga hubungan yang ditemukan sebaiknya ditafsirkan sebagai asosiasi dan bukan hubungan kausal. Penelitian selanjutnya dapat memperluas periode observasi, membedakan instrumen berdasarkan mekanisme kupon, memasukkan variabel sisi permintaan, serta membandingkan kupon SBN ritel dengan imbal hasil pasar sekunder dan lelang institusional.

Referensi

Ariswati, L. D., & Filani, L. (2026). Macroeconomic volatility and ETF resilience during an economic recession transition. *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business, 4*(4), 11594–11601. https://doi.org/10.31004/riggs.v4i4.5293

Ariswati, L. D., Filani, L., Aini, R. N., & Raihan, M. (2025). Indirect effects of inflation and monetary tightening on gold prices in Indonesia: The mediating role of rupiah depreciation. *FORUM EKONOMI: Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi, 27*(Special Issue), 46–53.

Baldacci, E., & Kumar, M. S. (2010). *Fiscal deficits, public debt, and sovereign bond yields*

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

(IMF Working Paper No. 10/184). International Monetary Fund.

Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies, 47*(1), 239–253.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2025). *Statistik kepemilikan SBN yang dapat diperdagangkan*. Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P. (2017). The deposits channel of monetary policy. *The Quarterly Journal of Economics, 132*(4), 1819–1876.

Drukker, D. M. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal, 3*(2), 168–177.

Ferroni, F., Fisher, J. D. M., & Melosi, L. (2023). *How tight is U.S. monetary policy?* (Chicago Fed Letter No. 476). Federal Reserve Bank of Chicago.

Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan.

Gadanecz, B., Miyajima, K., & Shu, C. (2014). *Exchange rate risk and local currency sovereign bond yields in emerging markets* (BIS Working Papers No. 474). Bank for International Settlements.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica, 46*(6), 1251–1271.

Irianto, E. D. O., Kesuma, M. R., Henrika, S. M., Widaryo, C. M., Aini, R. N., & Ariswati, L. D. (2025). Liquidity and financial resilience: Lessons from Indonesia amid COVID-19 resurgence. *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business, 4*(2), 2749–2757. https://doi.org/10.31004/riggs.v4i2.931

Kamila, D. Y., Tripalupi, R. I., & Afifah, E. (2021). Pengaruh produk domestik bruto (PDB), inflasi dan kurs rupiah terhadap yield sukuk negara SR 009 periode 2017–2020. *LIKUID: Jurnal Ekonomi Industri Halal, 1*(2), 44–58.

Karimah, A. Y., & Hendrocahyo, J. (2021). *Pengaruh tingkat kupon, jenis SBN ritel, implementasi e-SBN dan penurunan nominal pemesanan terhadap tingkat partisipasi investor milenial SBN ritel*. Politeknik Keuangan Negara STAN.

Listiawati, L. N., & Paramita, V. S. (2018). Pengaruh tingkat suku bunga, inflasi, debt to equity ratio, dan ukuran perusahaan terhadap yield obligasi. *Jurnal Manajemen, 15*(1), 33–51.

Maftuh, M. (2016). *Pengaruh harga sukuk negara ritel, tingkat inflasi, BI rate, dan tingkat bagi hasil deposito mudharabah terhadap tingkat permintaan sukuk ritel SR 003* (Skripsi). Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga.

Maulidya, F. D., Sudarsono, R., & Layyinaturrobaniyah. (2024). Determinan yield obligasi (Studi pada obligasi pemerintah Indonesia). *Jurnal Penelitian Manajemen, 2*(2), 1–11.

Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.).

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Pearson.

Miyajima, K., Mohanty, M. S., & Chan, T. (2015). Emerging market local currency bonds: Diversification and stability. *Emerging Markets Review, 22*, 126–139.

Muktiyanto, I., & Aulia, M. (2019). Determinan tingkat imbal hasil (yield) surat berharga negara (SBN) domestik. *Kajian Ekonomi dan Keuangan, 3*(1), 18–30. https://doi.org/10.31685/kek.v3i1.190

Rahman, F., Paminto, A., & Nadir, M. (2016). Pengaruh harga sukuk negara ritel seri SR-005, tingkat inflasi dan BI rate terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel seri SR-005. *Jurnal Manajemen Universitas Mulawarman, 8*(1), 19–29.

Smaoui, H., & Khawaja, M. (2017). The determinants of sukuk market development. *Emerging Markets Finance and Trade, 53*(7), 1501–1518.

Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)