

Determinan Makroekonomi dan pasar modal syariah terhadap likuiditas Surat Berharga Syariah Negara di Indonesia

Daniswara Fitria Bahri^{1*}, Cupian², Sarah Annisa Noven³

^{1,2,3}Universitas Padjadjaran, Indonesia

e-mail: daniswara22001@mail.unpad.ac.id

*Corresponding Author.

Abstract: The liquidity of Surat Berharga Syariah Negara (SBSN, Indonesian sovereign Islamic securities) plays an important role in supporting secondary market efficiency and ensuring the sustainability of fiscal financing. However, previous studies on the effects of macroeconomic factors and the Islamic capital market on SBSN liquidity have produced inconsistent findings. This study aims to examine the effects of the BI-Rate, inflation, the Jakarta Interbank Spot Dollar Rate (JISDOR), and the Jakarta Islamic Index (JII) on SBSN liquidity in Indonesia. A quantitative approach was employed using monthly secondary data covering the period from January 2020 to December 2025, obtained from Bank Indonesia, the Directorate General of Budget Financing and Risk Management (DJPPR), Ministry of Finance, the Indonesia Stock Exchange (IDX), and Investing.com. SBSN liquidity was proxied by the turnover ratio, while the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model was applied to examine both the long-run and short-run relationships among the variables. The findings confirm the existence of a long-run equilibrium relationship among the variables. The BI-Rate, JISDOR, and JII have significant effects on SBSN liquidity, whereas inflation does not have a significant effect. In the short run, the negative and statistically significant Error Correction Term (ECT) indicates that deviations from the long-run equilibrium are corrected gradually, while the COVID-19 dummy variable has a positive effect on SBSN liquidity. These findings suggest that SBSN liquidity is driven more by financial market dynamics than by inflationary pressures. Therefore, strengthening the secondary market requires coordinated monetary policy, exchange rate stability, and the development of the Islamic capital market to enhance the efficiency and resilience of the SBSN market.

Keywords: ARDL, BI-Rate, liquidity SBSN, Islamic capital market, turnover ratio

Abstrak: Likuiditas Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) memiliki peran penting dalam mendukung efisiensi pasar sekunder dan menjaga keberlanjutan pembiayaan fiskal. Namun, hasil penelitian mengenai pengaruh faktor makroekonomi dan pasar modal syariah terhadap likuiditas SBSN masih belum konsisten. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh BI-Rate, inflasi, Jakarta Interbank Spot Dollar Rate (JISDOR), dan Jakarta Islamic Index (JII) terhadap likuiditas SBSN di Indonesia. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder bulanan periode Januari 2020-Desember 2025 yang bersumber dari Bank Indonesia, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan, serta Bursa Efek Indonesia dan Investing.com. Likuiditas SBSN diprosikan menggunakan *turnover ratio*, sedangkan analisis dilakukan dengan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) untuk mengidentifikasi hubungan jangka panjang dan jangka pendek antarvariabel. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel penelitian. BI-Rate, JISDOR, dan JII berpengaruh signifikan terhadap likuiditas SBSN, sedangkan inflasi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Dalam jangka pendek, koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang negatif dan signifikan mengindikasikan bahwa penyimpangan dari keseimbangan jangka panjang dapat dikoreksi secara bertahap, sementara variabel dummy COVID-19 berpengaruh positif terhadap likuiditas SBSN. Temuan ini menunjukkan bahwa likuiditas SBSN lebih dipengaruhi oleh dinamika pasar keuangan dibandingkan tekanan inflasi, sehingga penguatan pasar sekunder memerlukan sinergi antara kebijakan moneter, stabilitas nilai tukar, dan pengembangan pasar modal syariah untuk meningkatkan efisiensi dan ketahanan pasar SBSN.

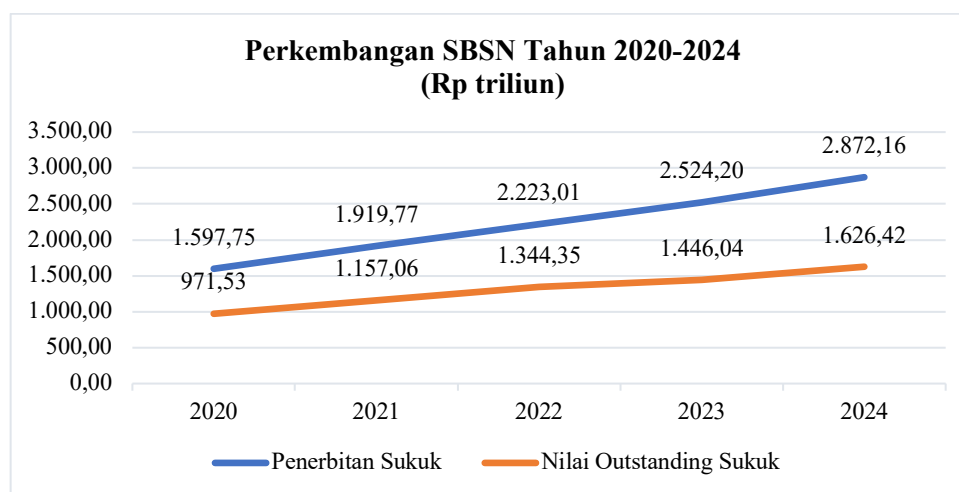
Kata kunci: ARDL, BI-Rate, likuiditas SBSN, pasar modal syariah, *turnover ratio*

How to Cite: Bahri, D, F., Cupian, C., & Noven, S, A. (2026). Determinan Makroekonomi dan pasar modal syariah terhadap likuiditas Surat Berharga Syariah Negara di Indonesia. *Ar-Ribhu: Jurnal Manajemen dan Keuangan Syariah*, 7 (2), 109-125. <https://doi.org/10.55210/arribhu.v7i2.2632>

Pendahuluan

Meskipun perekonomian global masih menghadapi tekanan akibat penyesuaian kebijakan moneter, ketidakpastian geopolitik, dan dampak lanjutan pascapandemi, pasar keuangan syariah tetap menunjukkan pertumbuhan yang relatif kuat, terutama pada instrumen sukuk yang terus mengalami peningkatan nilai penerbitan dan *outstanding* di berbagai negara. *Islamic Finance Development Report* (IFDR) 2024 mencatat bahwa total aset keuangan syariah global telah mencapai sekitar USD4,9 triliun pada 2023 dan diproyeksikan meningkat menjadi USD7,5 triliun pada 2028. Di antara berbagai instrumen keuangan syariah, sukuk menjadi salah satu sektor dengan pertumbuhan paling konsisten, dengan nilai *outstanding* global mencapai sekitar USD863 miliar atau hampir 18% dari total aset keuangan syariah dunia. Perkembangan tersebut menunjukkan bahwa sukuk tidak lagi diposisikan sebagai instrumen alternatif, melainkan telah menjadi bagian penting dalam pembiayaan pemerintah, pengelolaan investasi, dan pendalaman pasar keuangan di berbagai negara. Namun, meningkatnya ukuran pasar sukuk tidak selalu diikuti oleh peningkatan kualitas pasar, khususnya dari aspek likuiditas di pasar sekunder. Kondisi tersebut menjadi perhatian karena likuiditas merupakan prasyarat utama bagi efisiensi perdagangan dan efektivitas fungsi sukuk sebagai instrumen pembiayaan maupun investasi.

Indonesia merupakan salah satu negara yang memiliki posisi strategis dalam perkembangan pasar sukuk global. Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia (LPKSI) 2024 menunjukkan bahwa Indonesia menempati peringkat keenam dunia berdasarkan total aset keuangan syariah dan peringkat ketiga dunia pada sektor sukuk. Posisi tersebut diperkuat oleh capaian Indonesia pada *Islamic Finance Development Indicator* (IFDI) 2024 yang menempatkan Indonesia pada peringkat keempat dunia, terutama didukung oleh aspek regulasi dan pengembangan pasar sukuk. Meskipun demikian, capaian tersebut belum sepenuhnya mencerminkan kualitas aktivitas perdagangan di pasar sekunder. Tingginya penerbitan dan besarnya *outstanding* SBSN belum diikuti oleh tingkat likuiditas yang memadai, sehingga muncul kesenjangan antara perkembangan pasar primer dan efisiensi pasar sekunder. Kesenjangan inilah yang menjadi persoalan utama penelitian ini. Pencapaian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pemerintah dalam memperluas instrumen pembiayaan berbasis syariah semakin memperoleh pengakuan internasional serta memperkuat peran Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai salah satu sumber pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN).



Gambar 1. Perkembangan Sukuk Negara di Indonesia
Sumber: Kementerian Keuangan (2024)

Perkembangan tersebut tercermin pada peningkatan penerbitan SBSN sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2008. Hingga akhir tahun 2024, akumulasi penerbitan SBSN telah mencapai Rp2.872,16 triliun dengan posisi *outstanding* sebesar Rp1.626,42 triliun. Peningkatan ini menunjukkan bahwa pasar primer SBSN berkembang secara konsisten dan semakin berperan dalam pembiayaan pembangunan nasional. Namun, pertumbuhan ukuran pasar tersebut belum diikuti oleh peningkatan aktivitas perdagangan di pasar sekunder. Kondisi ini mengindikasikan bahwa peningkatan *outstanding* belum secara otomatis mencerminkan pasar yang semakin likuid.

Table 1. Perdagangan Surat Berharga Negara Domestik di Pasar Sekunder Tahun 2020-2025

Periode	Volume Transaksi (Rp Juta)		Frekuensi Transaksi (Jumlah Transaksi)	
	SBSN	SUN	SBSN	SUN
2020	569.706.163	5.452.421.703	44.175	379.789
2021	631.834.517	5.349.217.464	52.974	426.350
2022	520.513.845	4.544.034.465	56.592	427.711
2023	437.337.155	4.997.348.298	70.377	481.806
2024	546.379.525	4.568.382.083	104.937	476.934
2025	1.099.449.424	6.509.646.952	127.621	526.865
Total	3.805.220.629	31.421.050.965	456.676	2.719.455
Proporsi terhadap Total Perdagangan SBN (%)	10,80	89,20	14,38	85,62

Sumber: Kementerian Keuangan (2025)

Tabel tersebut menunjukkan bahwa selama periode 2020-2025 volume perdagangan SBSN hanya sekitar 10,80% dari total perdagangan Surat Berharga Negara (SBN), sedangkan frekuensi transaksinya hanya mencapai 14,38%. Padahal, nilai *outstanding* SBSN terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Kondisi ini memperlihatkan adanya kesenjangan antara perkembangan pasar primer dan aktivitas pasar sekunder. Pasar yang terus bertumbuh tetapi kurang aktif diperdagangkan berpotensi mengurangi efisiensi pembentukan harga (*price discovery*), meningkatkan biaya transaksi, serta mengurangi daya tarik investor institusi maupun investor asing. Dalam konteks pasar obligasi pemerintah, likuiditas yang rendah juga dapat menghambat efektivitas transmisi kebijakan fiskal dan mempersempit fungsi SBSN sebagai instrumen investasi maupun pembiayaan negara.

Likuiditas merupakan kemampuan suatu instrumen keuangan untuk diperjualbelikan dengan cepat dalam jumlah besar tanpa menimbulkan perubahan harga yang signifikan serta dengan biaya transaksi yang rendah. Dalam literatur mikrostruktur pasar, Kyle (1985) menjelaskan bahwa likuiditas pasar mencerminkan kedalaman (*depth*), biaya transaksi (*tightness*), dan kemampuan pasar menyerap guncangan (*resiliency*). Dalam penelitian pasar obligasi dan sukuk, salah satu indikator yang banyak digunakan untuk merepresentasikan likuiditas adalah *turnover ratio*, yaitu rasio volume perdagangan terhadap nilai *outstanding*. Dibandingkan volume transaksi absolut, *turnover ratio* mampu menggambarkan intensitas perdagangan relatif terhadap ukuran pasar sehingga lebih tepat digunakan untuk mengevaluasi tingkat likuiditas pasar SBSN secara agregat (Chordia et al., 2000).

Dinamika likuiditas SBSN tidak hanya dipengaruhi oleh karakteristik instrumen, tetapi juga sangat dipengaruhi oleh perubahan kondisi makroekonomi dan sentimen pasar keuangan. Perubahan BI-Rate, inflasi, dan nilai tukar rupiah (JISDOR) memengaruhi ekspektasi investor terhadap tingkat pengembalian dan risiko investasi sehingga dapat mendorong perubahan komposisi portofolio di pasar obligasi. Pada saat yang sama, pergerakan Jakarta Islamic Index (JII) juga mencerminkan kondisi pasar modal syariah yang berpotensi menciptakan mekanisme substitusi antara investasi pada saham syariah dan SBSN. Penguatan pasar saham syariah cenderung mendorong investor beralih ke aset berisiko (*risk-on*), sedangkan pelemahan pasar saham meningkatkan preferensi terhadap SBSN sebagai instrumen yang relatif lebih aman (*flight to quality*).

Sejumlah penelitian telah mengkaji determinan likuiditas maupun perkembangan pasar sukuk, tetapi hasil yang diperoleh masih menunjukkan inkonsistensi. Ariyana et al (2020) menemukan bahwa inflasi dan Jakarta Islamic Index berpengaruh negatif terhadap likuiditas sukuk, sedangkan JISDOR berpengaruh positif. Rosetika et al (2020) menunjukkan bahwa karakteristik internal sukuk, khususnya *outstanding* dan *time to maturity*, menjadi faktor penting yang menentukan likuiditas. Penelitian (Fadila et al., 2022) menunjukkan bahwa inflasi dan nilai tukar berpengaruh terhadap aktivitas perdagangan sukuk dalam jangka panjang, sedangkan BI-Rate tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Hasil yang berbeda diperoleh oleh (Pranata & Rokhim, 2024) yang menemukan bahwa BI-Rate berpengaruh signifikan terhadap likuiditas SBSN, sementara inflasi dan nilai tukar tidak menunjukkan pengaruh yang berarti. Di tingkat internasional, Almaskati (2023) membuktikan bahwa sukuk secara umum memiliki tingkat likuiditas yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional, meskipun kesenjangan tersebut cenderung mengecil seiring berkembangnya pasar. Secara keseluruhan, berbagai penelitian tersebut menunjukkan bahwa determinan likuiditas sukuk masih menghasilkan temuan yang belum konsisten, baik dari sisi arah pengaruh maupun variabel yang signifikan. Perbedaan tersebut mengindikasikan bahwa perilaku likuiditas sukuk sangat dipengaruhi oleh karakteristik pasar, periode observasi, serta indikator likuiditas yang digunakan, sehingga masih diperlukan kajian empiris yang lebih komprehensif pada konteks pasar SBSN Indonesia.

Meskipun literatur mengenai pasar sukuk terus berkembang, masih terdapat beberapa keterbatasan yang membuka ruang penelitian lebih lanjut. Pertama, sebagian besar penelitian mengukur likuiditas menggunakan *bid-ask spread*, volume perdagangan, atau karakteristik masing-masing seri sukuk sehingga belum menggambarkan kondisi likuiditas pasar SBSN secara agregat. Kedua, penelitian sebelumnya umumnya berfokus pada karakteristik instrumen atau hanya menguji faktor makroekonomi tertentu sehingga belum mengintegrasikan variabel BI-Rate, inflasi, nilai tukar rupiah (JISDOR), dan Jakarta Islamic Index dalam satu kerangka analisis. Ketiga, kajian yang secara khusus mengamati periode 2020-2025 masih relatif terbatas, padahal rentang waktu tersebut mencakup fase pandemi COVID-19, pemulihan ekonomi, hingga normalisasi kebijakan moneter yang berpotensi mengubah perilaku investor dan dinamika likuiditas pasar SBSN.

Berdasarkan celah penelitian tersebut, studi ini menawarkan beberapa kontribusi. Pertama, penelitian ini mengembangkan literatur mengenai likuiditas sukuk dengan menggunakan *turnover ratio* sebagai proksi likuiditas pasar secara agregat, sehingga mampu menangkap intensitas perdagangan relatif terhadap ukuran pasar, berbeda dengan penelitian sebelumnya yang lebih banyak menggunakan volume perdagangan, *bid ask spread*, atau karakteristik masing-masing seri sukuk. Kedua, penelitian ini membangun model empiris yang mengintegrasikan faktor moneter (BI-Rate), stabilitas makroekonomi (inflasi), nilai tukar (JISDOR), dan indikator pasar modal syariah (JII) dalam satu kerangka analisis ARDL untuk menjelaskan dinamika likuiditas SBSN secara simultan. Ketiga, penelitian ini memberikan bukti empiris baru pada periode 2020-2025 yang mencakup fase pandemi, pemulihan ekonomi, dan normalisasi kebijakan moneter, sehingga mampu menjelaskan bagaimana perubahan rezim ekonomi memengaruhi mekanisme pembentukan likuiditas SBSN dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya mengisi kesenjangan empiris, tetapi juga memperluas pemahaman mengenai determinan likuiditas pasar sukuk negara di Indonesia.

Metode

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian eksplanatori (*explanatory research*) untuk menganalisis hubungan antara faktor-faktor makroekonomi, pasar modal syariah, dan likuiditas Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di pasar sekunder Indonesia. Pendekatan kuantitatif dipilih karena penelitian bertujuan menguji hubungan antarvariabel menggunakan data runtut waktu (*time series*) melalui analisis ekonometrika, sehingga memungkinkan identifikasi hubungan

jangka pendek maupun jangka panjang serta pengujian hipotesis secara statistik (Creswell & Poth, 2016).

Populasi penelitian mencakup seluruh data runtut waktu (*time series*) yang berkaitan dengan likuiditas SBSN serta variabel makroekonomi dan pasar modal syariah di Indonesia yang dipublikasikan oleh lembaga resmi. Sampel penelitian berupa data sekunder bulanan selama periode Januari 2020 hingga Desember 2025 yang terdiri atas 72 observasi. Periode tersebut dipilih karena mencakup fase pandemi COVID-19, pemulihan ekonomi, dan normalisasi kebijakan moneter sehingga mampu merepresentasikan dinamika likuiditas SBSN pada kondisi ekonomi yang berbeda.

Data yang digunakan merupakan data sekunder bulanan selama periode Januari 2020 hingga Desember 2025 dengan total 72 observasi. Periode tersebut dipilih karena mencakup fase pandemi COVID-19, pemulihan ekonomi, dan normalisasi kebijakan moneter sehingga mampu menggambarkan perubahan perilaku likuiditas SBSN pada kondisi ekonomi yang berbeda. Data BI-Rate, inflasi, dan Jakarta *Interbank Spot Dollar Rate* (JISDOR) diperoleh dari Bank Indonesia. Data volume perdagangan dan *outstanding* SBSN diperoleh dari Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan Republik Indonesia. Data Jakarta Islamic Index (JII) diperoleh dari data historis *Investing.com*, sedangkan definisi dan komposisi indeks mengacu pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel kontrol berupa *dummy* COVID-19 dibentuk oleh peneliti dengan memberikan nilai 1 pada periode Maret 2020-Desember 2021 dan nilai 0 pada periode lainnya.

Likuiditas SBSN diproksikan menggunakan *turnover ratio*, yaitu rasio antara volume perdagangan SBSN di pasar sekunder terhadap total *outstanding* SBSN pada periode yang sama. Proksi ini dipilih karena mampu menggambarkan intensitas aktivitas perdagangan relatif terhadap ukuran pasar serta telah banyak digunakan dalam penelitian mengenai likuiditas pasar obligasi dan sukuk (Chordia et al., 2000; Ariyana et al., 2020). Variabel independen terdiri atas BI-Rate, inflasi, nilai tukar rupiah yang diproksikan menggunakan JISDOR, serta Jakarta Islamic Index (JII) sebagai representasi kondisi pasar modal syariah. Operasionalisasi variabel disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Indikator	Ukuran	Skala
Likuiditas SBSN	Tingkat aktivitas perdagangan SBSN di pasar sekunder	$Turnover\ ratio = \frac{\text{volume perdagangan}}{\text{outstanding SBSN}}$	Rasio	Rasio
BI-Rate	Suku bunga acuan Bank Indonesia	BI-Rate bulanan	Persen (%)	Rasio
Inflasi	Kenaikan harga barang dan jasa secara umum	Tingkat inflasi bulanan	Persen (%)	Rasio
JISDOR	Kurs referensi rupiah terhadap USD	Nilai JISDOR bulanan	Rupiah/USD	Rasio
JII	Indeks Kinerja Pasar Modal Syariah	Nilai Penutupan JII bulanan	Poin	Rasio
Dummy Covid-19	Variabel kontrol periode pandemi	1 = Maret 2020-Desember 2021; 0 = selainnya	<i>Dummy</i>	Nominal

Sumber: Diolah Peneliti (2026)

Model empiris diestimasi menggunakan pendekatan *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) yang dikembangkan oleh Pesaran et al (2001). Model ARDL dipilih karena mampu mengakomodasi kombinasi variabel yang terintegrasi pada orde I(0) dan I(1), tetap menghasilkan estimasi yang efisien pada ukuran sampel relatif kecil, serta memungkinkan estimasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang dalam satu kerangka analisis. Estimasi dilakukan menggunakan spesifikasi *unrestricted constant without trend* (Case III) sebagaimana direkomendasikan oleh Pesaran et al. (2001).

Model penelitian dirumuskan sebagai berikut.

$$\begin{aligned} \Delta \ln \text{Turnover}_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_{1i} \Delta \ln \text{Turnover}_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_{2i} \Delta \text{BIRate}_{t-1} \\ & + \sum_{i=1}^n \alpha_{3i} \Delta \ln \text{inflasi}_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_{4i} \Delta \ln \text{JISDOR}_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_{5i} \Delta \ln \text{JII}_{t-1} \\ & + \delta D_{\text{Covid}} + \vartheta \text{ECT}_{t-1} + u_t \end{aligned}$$

Secara ekonometrika, hubungan tersebut diestimasi melalui model ARDL yang kemudian ditransformasikan ke dalam bentuk *Error Correction Model (ECM)* untuk mengidentifikasi dinamika jangka pendek setelah terbukti terdapat hubungan jangka panjang antarseluruh variabel. Koefisien *Error Correction Term (ECT)* diharapkan bernilai negatif dan signifikan sebagai indikator adanya proses penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang (Pesaran et al., 2001). Sebelum dilakukan estimasi model ARDL, data terlebih dahulu dianalisis menggunakan statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik masing-masing variabel penelitian, meliputi nilai rata-rata, median, maksimum, minimum, dan standar deviasi. Analisis ini bertujuan memberikan informasi awal mengenai pola distribusi dan variasi data selama periode pengamatan sehingga dapat mendukung interpretasi hasil estimasi pada tahap berikutnya.

Tahapan analisis dimulai dengan pengujian stasioneritas menggunakan *Augmented Dickey Fuller (ADF)* untuk memastikan tidak terdapat variabel yang terintegrasi pada orde kedua atau I(2). Selanjutnya ditentukan panjang lag optimal berdasarkan *Akaike Information Criterion (AIC)*, kemudian dilakukan *Bounds Testing* untuk menguji keberadaan kointegrasi. Setelah model ARDL terestimasi, hubungan jangka pendek dianalisis melalui ECM.

Validitas dan kelayakan model selanjutnya dievaluasi melalui serangkaian uji diagnostik. Uji normalitas residual dilakukan menggunakan *Jarque Bera Test*, autokorelasi diuji menggunakan *Breusch Godfrey Serial Correlation LM Test*, sedangkan heteroskedastisitas diuji menggunakan *Breusch Pagan Godfrey Test*. Selain itu, stabilitas parameter model dievaluasi menggunakan *Cumulative Sum of Recursive Residuals (CUSUM)* dan *Cumulative Sum of Squares (CUSUMSQ)*. Seluruh tahapan estimasi dan pengujian dilakukan menggunakan perangkat lunak *EViews 12*, sedangkan pengolahan data awal dilakukan dengan *Microsoft Excel*.

Hasil dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan karakteristik dan variasi masing-masing variabel penelitian selama periode Januari 2020 hingga Desember 2025. Ringkasan statistik deskriptif disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

Statistik	LNT0	BIRATE	INF	LNJISDOR	LNJII
Mean	-2,9311	4,8264	2,6172	9,6310	6,3047
Median	-2,9384	4,7500	2,3400	9,6236	6,3180
Maximum	-1,9281	6,2500	5,9500	9,7244	6,4658
Minimum	-3,8844	3,5000	-0,0900	9,5224	6,0199
Std. Dev.	0,4433	1,0402	1,3072	0,0559	0,0894
Observasi	72	72	72	72	72

Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026)

Berdasarkan Tabel 3, variabel likuiditas SBSN yang diproksikan menggunakan logaritma natural *turnover ratio* (LNTO) memiliki nilai rata-rata sebesar -2,9311 dengan standar deviasi 0,4433. Nilai rata-rata yang bernilai negatif merupakan konsekuensi dari transformasi logaritma natural terhadap *turnover ratio* yang memiliki nilai kurang dari satu. Dengan demikian, nilai tersebut tidak menunjukkan bahwa likuiditas bernilai negatif, melainkan mencerminkan bahwa rata-rata volume perdagangan SBSN relatif lebih kecil dibandingkan nilai *outstanding* selama periode pengamatan. Standar deviasi sebesar 0,4433 menunjukkan bahwa variasi likuiditas antarperiode masih berada pada tingkat yang relatif moderat. Selisih antara nilai maksimum -1,9281 dan minimum -3,8844 mengindikasikan adanya dinamika aktivitas perdagangan SBSN yang cukup tinggi, terutama pada periode pandemi COVID-19 dan fase normalisasi kebijakan moneter.

Variabel BI-Rate memiliki rata-rata 4,83% dengan rentang antara 3,50% hingga 6,25%. Rentang tersebut mencerminkan perubahan arah kebijakan moneter Bank Indonesia yang semula bersifat akomodatif untuk menjaga stabilitas ekonomi selama pandemi, kemudian beralih menuju kebijakan pengetatan sebagai respons terhadap meningkatnya tekanan inflasi dan ketidakpastian global. Perubahan suku bunga acuan ini berpotensi memengaruhi perilaku investor dalam melakukan transaksi SBSN di pasar sekunder.

Inflasi memiliki rata-rata 2,62%, dengan nilai minimum -0,09% dan maksimum 5,95%. Variasi tersebut menunjukkan bahwa tingkat harga domestik mengalami perubahan yang cukup besar selama periode observasi, meskipun secara umum masih berada dalam rentang sasaran inflasi Bank Indonesia. Sementara itu, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat (LNJISDOR) dan Jakarta Islamic Index (LNJII) memperlihatkan standar deviasi yang relatif kecil, masing-masing sebesar 0,0559 dan 0,0894. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa kedua variabel memiliki pergerakan yang relatif stabil setelah ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural.



Gambar 2. Perkembangan *Turnover Ratio* SBSN Januari 2020-Desember 2025

Gambar 2 memperlihatkan bahwa *turnover ratio* SBSN mengalami fluktuasi sepanjang periode penelitian. Aktivitas perdagangan cenderung meningkat pada fase awal pandemi ketika ketidakpastian pasar relatif tinggi, kemudian mengalami penyesuaian selama proses normalisasi kebijakan moneter. Meskipun terjadi beberapa kenaikan dan penurunan, pola pergerakan *turnover ratio* menunjukkan bahwa likuiditas SBSN dipengaruhi oleh perubahan kondisi makroekonomi dan dinamika pasar keuangan selama periode pengamatan.

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa seluruh variabel mengalami dinamika yang mencerminkan perubahan kondisi ekonomi sepanjang periode penelitian. Variasi tersebut menjadi indikasi awal bahwa perubahan kebijakan moneter, kondisi makroekonomi, maupun perkembangan pasar modal syariah berpotensi memengaruhi likuiditas SBSN. Temuan awal ini selanjutnya diuji secara lebih mendalam melalui analisis stasioneritas dan estimasi model ARDL.

Uji Stasioner

Sebelum melakukan estimasi model ARDL, setiap variabel diuji terlebih dahulu menggunakan *Augmented Dickey Fuller (ADF) test* untuk memastikan tingkat stasioneritas data. Pengujian dilakukan pada tingkat *level* dan *first difference* menggunakan spesifikasi *intercept* dengan pemilihan panjang lag secara otomatis berdasarkan *Schwarz Information Criterion (SIC)*. Pendekatan ini diperlukan karena model ARDL hanya dapat diterapkan apabila variabel penelitian merupakan kombinasi dari orde integrasi $I(0)$ dan $I(1)$, serta tidak mengandung variabel yang berorde $I(2)$ (Pesaran et al., 2001). Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Uji Akar Unit (ADF)

Variabel	ADF (Level)	ADF (1st Difference)	Ordo Integrasi
LNT0	-3,4500*	-10,3232*	$I(0)$
BIRATE	-1,2490	-4,3235*	$I(1)$
INF	-2,2915	-2,9760*	$I(1)$
LNJISDOR	-2,1541	-8,7488*	$I(1)$
LNJII	-2,7252	-8,0088*	$I(1)$

Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026). Tanda * menunjukkan stasioner pada $\alpha=5\%$; nilai kritis MacKinnon $5\% \approx -2,90$.

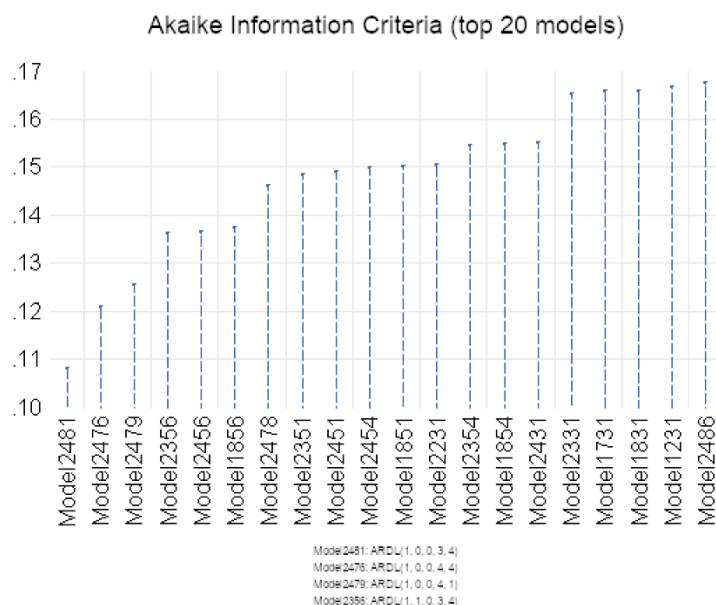
Hasil pengujian menunjukkan bahwa LNT0 telah stasioner pada tingkat *level* atau berorde integrasi $I(0)$. Sebaliknya, variabel BI-Rate, inflasi, LNJISDOR, dan LNJII belum memenuhi sifat stasioner pada tingkat *level*, tetapi menjadi stasioner setelah dilakukan *first difference*, sehingga seluruhnya termasuk dalam orde integrasi $I(1)$.

Kombinasi variabel yang terdiri atas orde integrasi $I(0)$ dan $I(1)$ menunjukkan bahwa data memenuhi salah satu prasyarat utama penerapan model ARDL. Tidak ditemukannya variabel yang berorde integrasi $I(2)$ menguatkan bahwa pendekatan *bounds testing* dapat digunakan untuk mengidentifikasi hubungan jangka panjang antarvariabel sebagaimana dikembangkan oleh Pesaran et al. (2001). Dengan demikian, analisis dapat dilanjutkan pada tahap penentuan panjang lag optimal sebelum dilakukan pengujian kointegrasi.

Menentukan Lag dan Pengujian Kointegrasi yang Optimal

Penentuan panjang lag merupakan tahapan penting dalam model ARDL karena hubungan antarvariabel ekonomi umumnya tidak terjadi secara simultan, melainkan membutuhkan waktu hingga dampaknya sepenuhnya tercermin pada variabel dependen. Pemilihan lag yang tepat memungkinkan model menangkap dinamika penyesuaian jangka pendek secara optimal sekaligus menghindari bias akibat spesifikasi model yang terlalu sederhana (*underfitting*) maupun terlalu kompleks (*overfitting*). Pemilihan panjang lag dilakukan menggunakan *Akaike Information Criterion (AIC)* karena kriteria ini memberikan keseimbangan antara *goodness of fit* dan kompleksitas model, sehingga banyak direkomendasikan pada estimasi ARDL, khususnya ketika jumlah observasi relatif terbatas (Pesaran et al 2001). Spesifikasi tersebut menunjukkan bahwa likuiditas SBSN menggunakan satu lag, BI-Rate dan inflasi menggunakan nilai periode berjalan, JISDOR menggunakan tiga lag, sedangkan JII menggunakan empat lag. Perbedaan panjang lag ini mengindikasikan bahwa transmisi pengaruh masing-masing variabel terhadap likuiditas SBSN berlangsung dengan kecepatan yang berbeda.

Perubahan BI-Rate dan inflasi cenderung segera direspons oleh pelaku pasar melalui penyesuaian ekspektasi tingkat imbal hasil, sedangkan perubahan nilai tukar dan kinerja pasar saham syariah memerlukan waktu lebih lama karena melibatkan proses penyesuaian portofolio dan perubahan preferensi investasi.



Gambar 3. Grafik Kriteria Pemilihan Model AIC (Akaike Information Criteria)
 Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026).

Gambar 3 menunjukkan distribusi nilai AIC dari berbagai kombinasi model ARDL yang dievaluasi. Titik dengan nilai AIC paling rendah menunjukkan spesifikasi model yang paling optimal karena menghasilkan keseimbangan terbaik antara kemampuan model menjelaskan data dan jumlah parameter yang diestimasi. Berdasarkan kriteria tersebut, model ARDL(1,0,0,3,4) dipilih sebagai model terbaik untuk analisis selanjutnya.

Pemilihan lag yang berbeda pada setiap variabel menunjukkan bahwa proses transmisi informasi di pasar keuangan berlangsung secara bertahap dan tidak bersifat simultan. Dalam teori efisiensi pasar serta mekanisme transmisi kebijakan moneter, informasi ekonomi memerlukan waktu untuk direspons oleh pelaku pasar melalui penyesuaian ekspektasi, *rebalancing* portofolio, dan perubahan keputusan investasi sebelum tercermin pada aktivitas perdagangan aset keuangan. Oleh karena itu, perbedaan panjang lag antarvariabel merupakan fenomena yang lazim dalam model dinamis seperti ARDL. BI-Rate dan inflasi masuk tanpa lag, sedangkan perubahan JISDOR dan JII memerlukan beberapa periode sebelum sepenuhnya tercermin dalam aktivitas perdagangan SBSN. Pola tersebut sejalan dengan karakteristik pasar keuangan, di mana penyesuaian portofolio akibat perubahan nilai tukar maupun pergerakan pasar saham umumnya berlangsung secara bertahap karena investor memerlukan waktu untuk memperbarui ekspektasi dan melakukan *rebalancing* portofolio (Mishkin, 2011; Pesaran et al 2001)

Setelah model optimal diperoleh, pengujian dilanjutkan dengan *bounds test* untuk menilai keberadaan hubungan jangka panjang antara likuiditas SBSN dan variabel penjelas. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Bound Test

Uji	Nilai	Batas I(0) 5%	Batas I(1) 5%
F-Bounds (F-statistic)	9,2859	2,86	4,01
t-Bounds (t-statistic)	-6,1026	-2,86	-3,99

Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026). Spesifikasi *Case III (unrestricted constant, no trend)*, $k=4$. Nilai kritis *finite sample* (Narayan, 2005) $n=70$ untuk F: 3,022 (I0) dan 4,256 (I1) pada $\alpha=5\%$.

Nilai *F-statistic* sebesar 9,2859 berada jauh di atas batas atas I(1) sebesar 4,01 pada taraf signifikansi 5%. Nilai tersebut juga melampaui batas atas *finite sample* Narayan (2005) sebesar 4,256. Hasil ini menunjukkan adanya hubungan jangka panjang antara *turnover ratio* SBSN, BI-Rate, inflasi, JISDOR, dan JII.

Temuan tersebut diperkuat oleh nilai *t-statistic* sebesar -6,1026 yang lebih kecil daripada batas atas I(1) sebesar -3,99. Konsistensi hasil antara *F-Bounds test* dan *t-Bounds test* penting karena variabel dependen LNT0 berorde I(0). Dalam kondisi tersebut, penggunaan kedua statistik membantu memastikan bahwa hubungan jangka panjang yang teridentifikasi bukan merupakan *degenerate case* sebagaimana dijelaskan oleh Pesaran et al (2001).

Keberadaan kointegrasi menunjukkan bahwa pergerakan likuiditas SBSN tidak hanya dipengaruhi oleh perubahan jangka pendek, tetapi juga terikat dalam suatu pola keseimbangan dengan kebijakan suku bunga, inflasi, nilai tukar, dan pasar saham syariah. Hasil ini menjadi dasar untuk mengestimasi koefisien jangka panjang serta mekanisme penyesuaian jangka pendek melalui model ARDL dan *Error Correction Model*.

Estimasi ARDL jangka panjang dan jangka pendek

Keberadaan hubungan jangka panjang yang telah dikonfirmasi melalui *bounds test* menjadi dasar untuk mengestimasi pengaruh masing-masing variabel terhadap likuiditas SBSN. Estimasi dilakukan menggunakan model ARDL dengan koreksi *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* (HAC) Newey-West agar inferensi statistik tetap robust terhadap kemungkinan autokorelasi dan heteroskedastisitas (Newey & West, 1987). Hasil estimasi jangka panjang disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Estimasi Jangka Panjang (Levels Equation, HAC)

Variable	Coefficient	t-statistic	p-value	Decision
BI-Rate	-0.4102	-5.6357	0.0000	Significant
Inflation	0.0932	1.7499	0.0858	Not significant
Ln(JISDOR)	4.2093	2.4854	0.0161	Significant
Ln(JII)	-4.2808	-3.8840	0.0003	Significant

Hasil estimasi menunjukkan bahwa BI-Rate, JISDOR, dan Jakarta Islamic Index (JII) berpengaruh signifikan terhadap likuiditas SBSN dalam jangka panjang, sedangkan inflasi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada taraf kepercayaan 5 persen. Temuan ini mengindikasikan bahwa dinamika likuiditas SBSN lebih dipengaruhi oleh perubahan kondisi pasar keuangan dibandingkan perubahan tingkat harga secara langsung. Hasil estimasi menunjukkan bahwa BI-Rate, JISDOR, dan *Jakarta Islamic Index* (JII) berpengaruh signifikan terhadap likuiditas SBSN dalam jangka panjang, sedangkan inflasi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada taraf kepercayaan 5 persen. Temuan ini mengindikasikan bahwa dinamika likuiditas SBSN lebih dipengaruhi oleh perubahan kondisi pasar keuangan dibandingkan perubahan tingkat harga secara langsung. Kondisi tersebut sejalan dengan teori *market microstructure* yang menjelaskan bahwa likuiditas pasar terutama ditentukan oleh perubahan ekspektasi investor, biaya pendanaan (*funding liquidity*), serta arus informasi yang memengaruhi keputusan perdagangan, bukan semata-mata oleh perubahan tingkat harga agregat (Brunnermeier & Pedersen 2009; Kyle 1985)

Kenaikan BI-Rate meningkatkan *opportunity cost* memegang surat berharga berpendapatan tetap sekaligus memperbesar biaya pendanaan (*funding cost*) pelaku pasar. Kondisi tersebut mendorong investor melakukan *portfolio rebalancing* menuju aset yang menawarkan imbal hasil lebih tinggi sehingga aktivitas perdagangan SBSN menurun. Mekanisme ini sejalan dengan teori *market liquidity* (Brunnermeier & Pedersen 2009), yang menjelaskan bahwa pengetatan kondisi pendanaan akan diikuti oleh penurunan likuiditas pasar. serta teori portofolio Markowitz yang menjelaskan bahwa perubahan tingkat pengembalian akan memengaruhi alokasi aset investor.

Berbeda dengan BI-Rate, variabel inflasi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas SBSN pada taraf signifikansi 5 persen, meskipun masih signifikan secara marginal pada taraf 10 persen. Hasil ini menunjukkan bahwa perubahan tingkat inflasi tidak secara langsung memengaruhi aktivitas perdagangan SBSN setelah pengaruh kebijakan moneter diperhitungkan di dalam model. Kondisi tersebut dapat dijelaskan melalui mekanisme transmisi kebijakan moneter, di mana tekanan inflasi umumnya direspons oleh bank sentral melalui penyesuaian suku bunga acuan (Mishkin, 2011). Akibatnya, sebagian besar dampak inflasi terhadap pasar surat berharga telah tercermin melalui perubahan BI-Rate sehingga pengaruh langsung inflasi menjadi relatif kecil.

Karakteristik periode penelitian turut menjelaskan tidak signifikannya pengaruh inflasi terhadap likuiditas SBSN. Selama pandemi dan masa pemulihan, keputusan investor lebih banyak dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kebutuhan menjaga keamanan portofolio, sehingga SBSN cenderung dipilih sebagai instrumen yang relatif aman melalui mekanisme *flight to quality* (Baiardi et al., 2020; Hasan et al., 2022). Temuan ini sejalan dengan Pranata & Rokhim (2024), Risandy (2021), serta Ibadurahman & Fitanto (2024), namun berbeda dengan Ariyana et al (2020) dan Fadila et al (2022). Perbedaan tersebut diduga dipengaruhi oleh periode observasi, karakteristik sukuk, dan proksi likuiditas yang digunakan.

Nilai tukar rupiah yang diprosikan menggunakan JISDOR memiliki koefisien positif sebesar 4,2093 dan signifikan pada taraf 5 persen. Hasil ini menunjukkan bahwa depresiasi rupiah justru diikuti oleh peningkatan aktivitas perdagangan SBSN di pasar sekunder. Temuan tersebut berbeda dari hipotesis penelitian yang memperkirakan hubungan negatif, namun masih dapat dijelaskan melalui perilaku investor dalam melakukan *portfolio rebalancing*. Pelemahan nilai tukar meningkatkan ketidakpastian pasar sehingga investor domestik maupun asing melakukan penyesuaian portofolio secara lebih aktif. Peningkatan frekuensi penyesuaian tersebut pada akhirnya mendorong naiknya volume transaksi SBSN.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Fadila et al (2022) yang menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap perdagangan sukuk negara serta Fachsandy & Akbar (2024) yang menunjukkan bahwa stabilitas nilai tukar memiliki peranan penting dalam perkembangan pasar SBSN. Penjelasan tersebut juga didukung oleh Camanho et al (2022) yang menyatakan bahwa volatilitas nilai tukar meningkatkan intensitas *portfolio rebalancing* lintas aset sehingga aktivitas transaksi di pasar obligasi cenderung meningkat. Di sisi lain, hasil penelitian ini berbeda dengan Athallah & Rahmawati (2024) maupun Pranata & Rokhim (2024). Perbedaan arah hubungan tersebut menunjukkan bahwa pengaruh nilai tukar terhadap pasar SBSN bersifat kontekstual dan dipengaruhi oleh kondisi pasar, karakteristik investor, serta indikator likuiditas yang digunakan.

Variabel Jakarta Islamic Index (JII) menunjukkan koefisien negatif sebesar -4,2808 dan signifikan pada taraf 1 persen. Hubungan negatif tersebut mengindikasikan adanya mekanisme substitusi antara pasar saham syariah dan pasar SBSN. Ketika kinerja pasar saham syariah meningkat, investor cenderung mengalokasikan dananya ke instrumen yang menawarkan potensi *capital gain* lebih tinggi sehingga aktivitas perdagangan SBSN menurun. Sebaliknya, ketika pasar saham mengalami pelemahan, sebagian investor mengalihkan investasinya ke SBSN yang dipandang lebih stabil sehingga likuiditasnya meningkat.

Fenomena tersebut menggambarkan perilaku *risk-on* dan *risk-off* yang lazim terjadi pada pasar keuangan. Dalam kondisi optimistis, investor lebih agresif meningkatkan eksposur pada aset berisiko

seperti saham syariah, sedangkan pada periode ketidakpastian mereka cenderung mencari instrumen yang memiliki karakteristik *safe haven*. Pola ini sejalan dengan temuan Naeem et al (2023) mengenai fungsi sukuk sebagai instrumen lindung nilai terhadap gejolak pasar saham, serta diperkuat oleh Yarovaya et al (2021) yang menunjukkan meningkatnya peran instrumen keuangan syariah sebagai aset defensif selama periode krisis. Pada konteks Indonesia, hasil ini juga mendukung penelitian Pranata & Rokhim (2024) yang menemukan bahwa pergerakan indeks saham memiliki keterkaitan yang signifikan dengan likuiditas SBSN.

Setelah hubungan jangka panjang terkonfirmasi melalui *Bounds Test*, estimasi jangka pendek dilakukan menggunakan *Error Correction Model (ECM)*. Hasil estimasi disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Estimasi Jangka Pendek (ECM Regression)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Stat.	Prob.
D(LN_JISDOR)	-3,3729	1,7934	-1,8807	0,0654
D(LN_JISDOR(-1))	-6,2522	1,6553	-3,7772	0,0004
D(LN_JISDOR(-2))	-3,4688	1,3568	-2,5566	0,0134
D(LN_JII)	-3,8686	0,7506	-5,1538	0,0000
D(LN_JII(-1))	1,7955	0,7163	2,5065	0,0152
D(LN_JII(-2))	0,9953	0,7106	1,4006	0,1671
D(LN_JII(-3))	2,3019	0,6522	3,5297	0,0009
DUM_COVID	0,1953	0,0704	2,7723	0,0076
CointEq(-1)*	-0,6378	0,0903	-7,0618	0,0000

Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026). Untuk konsistensi dengan estimasi jangka panjang, *standart error* dapat dikoreksi dengan HAC (*Newey-West*); arah dan signifikansi koefisien tetap sama.

Hasil pada Tabel 7 menunjukkan bahwa perubahan JISDOR pada periode berjalan berpengaruh negatif tetapi belum signifikan pada taraf 5% ($\beta = -3,3729$; $p = 0,0654$). Pengaruh negatif dan signifikan ditemukan pada lag pertama ($\beta = -6,2522$; $p = 0,0004$) dan lag kedua ($\beta = -3,4688$; $p = 0,0134$). Hal ini menunjukkan bahwa pelemahan rupiah cenderung menekan likuiditas SBSN dalam jangka pendek, terutama setelah jeda satu hingga dua bulan. Perubahan JII pada periode berjalan berpengaruh negatif dan signifikan ($\beta = -3,8686$; $p = 0,0000$). Sebaliknya, pengaruhnya pada lag pertama positif dan signifikan ($\beta = 1,7955$; $p = 0,0152$), lag kedua tidak signifikan ($\beta = 0,9953$; $p = 0,1671$), sedangkan lag ketiga kembali positif dan signifikan ($\beta = 2,3019$; $p = 0,0009$). Pola tersebut menunjukkan bahwa hubungan JII dan likuiditas SBSN bersifat dinamis dalam jangka pendek, dengan perubahan arah pengaruh pada beberapa periode setelah perubahan JII.

Dummy COVID-19 berpengaruh positif dan signifikan ($\beta = 0,1953$; $p = 0,0076$), yang menunjukkan bahwa likuiditas SBSN cenderung lebih tinggi selama periode pandemi setelah variabel lain dalam model dikendalikan. Kondisi tersebut dapat dikaitkan dengan meningkatnya kebutuhan investor terhadap instrumen yang relatif aman di tengah ketidakpastian ekonomi. Karena berfungsi sebagai variabel kontrol, hasil ini tidak digunakan untuk menguji hipotesis utama. Sementara itu, koefisien CointEq(-1) sebesar -0,6378 dan signifikan ($p = 0,0000$), yang menunjukkan adanya mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang. Nilai tersebut berarti sekitar 63,78% penyimpangan dari keseimbangan jangka panjang dikoreksi dalam satu periode berikutnya. Dengan demikian, likuiditas SBSN memiliki mekanisme penyesuaian yang relatif cepat terhadap ketidakseimbangan jangka pendek.

Diagnostik Model dan Stabilitas

Pengujian diagnostik dilakukan untuk mengevaluasi kelayakan model ARDL dan memastikan bahwa hasil estimasi dapat diinterpretasikan secara memadai. Pemeriksaan mencakup distribusi residual, autokorelasi, heteroskedastisitas, serta stabilitas parameter model. Ringkasan hasil pengujian diagnostik disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji	Statistik	Prob.	Keputusan
Normalitas (Jarque-Bera)	7,9456	0,0188	Tidak normal*
Autokorelasi (Breusch-Godfrey)	13,9427	0,0009	Ada autokorelasi*
Heteroskedastisitas (Breusch-Pagan-Godfrey)	15,7018	0,2656	Homoskedastik

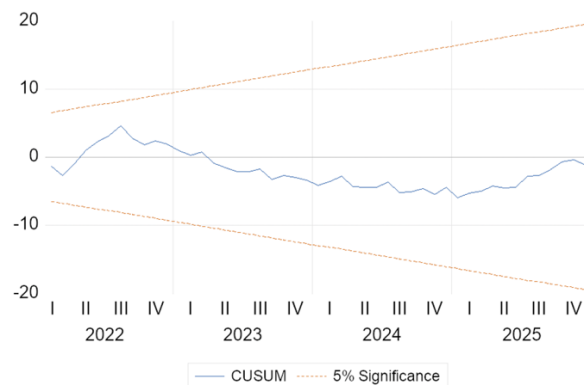
Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026). Uji autokorelasi dan heteroskedastisitas menggunakan nilai Obs*R-squared. *Lihat penjelasan pada paragraf berikut.

Hasil uji Jarque Bera menghasilkan nilai statistik sebesar 7,9456 dengan probabilitas 0,0188. Nilai tersebut menunjukkan bahwa hipotesis normalitas residual ditolak pada taraf signifikansi 5 persen. Penyimpangan normalitas ini mengindikasikan adanya beberapa pengamatan ekstrem selama periode penelitian yang mencakup pandemi COVID-19, fase pemulihan ekonomi, dan perubahan arah kebijakan moneter. Peristiwa-peristiwa tersebut berpotensi menghasilkan fluktuasi yang tidak sepenuhnya mengikuti distribusi normal. Meskipun demikian, ketidaknormalan residual tidak secara langsung menyebabkan koefisien model menjadi bias. Dengan jumlah pengamatan efektif sebanyak 68 observasi, inferensi masih dapat dipertimbangkan secara asimtotik, tetapi interpretasinya tetap perlu dilakukan secara hati-hati (Gujarati & Porter, 2009).

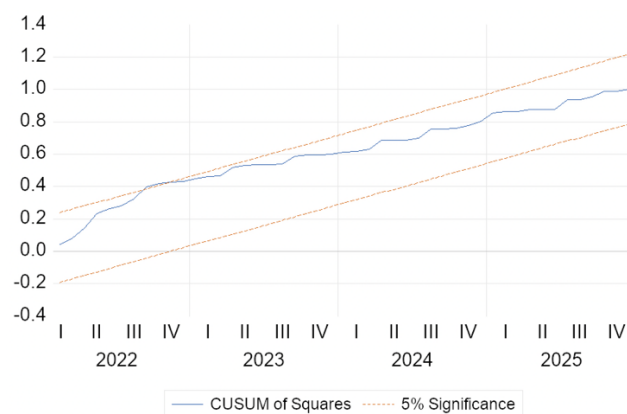
Uji Breusch Godfrey menghasilkan nilai Obs*R-squared sebesar 13,9427 dengan probabilitas 0,0009. Hasil ini mengindikasikan bahwa residual masih mengandung autokorelasi. Kondisi tersebut dapat muncul karena data bulanan memiliki keterkaitan antarpengamatan serta proses penyesuaian pasar keuangan yang tidak selalu selesai dalam satu periode. Untuk menjaga validitas inferensi statistik, kesalahan baku pada estimasi koefisien dikoreksi menggunakan estimator *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* (HAC) *Newey West*. Estimator tersebut menghasilkan kesalahan baku yang robust terhadap autokorelasi dan heteroskedastisitas sehingga pengujian signifikansi koefisien tetap dapat digunakan secara lebih andal (Newey & West, 1987). Dengan demikian, keberadaan autokorelasi tidak diabaikan, tetapi telah ditangani melalui prosedur koreksi yang sesuai.

Sementara itu, uji Breusch Pagan Godfrey memperoleh nilai Obs*R-squared sebesar 15,7018 dengan probabilitas 0,2656. Nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa hipotesis nol homoskedastisitas tidak dapat ditolak. Dengan demikian, tidak terdapat bukti yang cukup mengenai heteroskedastisitas dalam residual model. Hasil ini menunjukkan bahwa varians residual relatif konstan sepanjang periode penelitian.

Selain pengujian diagnostik residual, stabilitas parameter model dievaluasi menggunakan *Cumulative Sum of Recursive Residuals* (CUSUM) dan *Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals* (CUSUMSQ). Kedua pengujian tersebut digunakan untuk mendeteksi kemungkinan perubahan struktural pada koefisien model selama periode pengamatan. Model dinyatakan stabil apabila plot CUSUM dan CUSUMSQ tetap berada di antara batas kritis pada tingkat signifikansi 5 persen (Pesaran et al., 2001).

**Gambar 4.** Plot CUSUM

Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026).

**Gambar 5.** Plot CUSUMSQ

Sumber: Hasil olah data EViews 12 (2026).

Plot CUSUM dan CUSUMSQ menunjukkan bahwa garis statistik pengujian berada di dalam batas kritis 5 persen sepanjang periode pengamatan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa tidak terdapat perubahan struktural yang menyebabkan ketidakstabilan parameter secara sistematis. Dengan demikian, koefisien model ARDL dapat dinyatakan stabil selama periode Januari 2020 hingga Desember 2025. Stabilitas ini penting karena periode penelitian mencakup beberapa kondisi ekonomi yang berbeda, mulai dari pandemi COVID-19, pemulihan aktivitas ekonomi, peningkatan tekanan inflasi, hingga pengetatan kebijakan moneter. Tetap stabilnya parameter menunjukkan bahwa hubungan antara faktor makroekonomi, pasar modal syariah, dan likuiditas SBSN tidak mengalami perubahan struktural yang cukup besar untuk menggugurkan spesifikasi model.

Kelayakan model juga tercermin dari nilai *R-squared* sebesar 0,7679 dan *adjusted R-squared* sebesar 0,7121. Nilai *adjusted R-squared* menunjukkan bahwa sekitar 71,21 persen variasi likuiditas SBSN dapat dijelaskan oleh BI-Rate, inflasi, JISDOR, JII, variabel *dummy* COVID-19, dan struktur lag yang digunakan dalam model. Sementara itu, sekitar 28,79 persen variasi lainnya dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar model, seperti karakteristik masing-masing seri SBSN, jumlah kepemilikan investor, struktur jatuh tempo, imbal hasil, ukuran penerbitan, aktivitas dealer utama, dan kedalaman pasar sekunder.

Nilai F-statistik sebesar 13,7458 dengan probabilitas 0,0000 menunjukkan bahwa model secara keseluruhan memiliki daya jelas yang signifikan. Namun, dalam kerangka ARDL, kelayakan model tidak hanya ditentukan oleh signifikansi simultan, tetapi juga oleh keberadaan kointegrasi, koefisien *error correction term* yang negatif dan signifikan, hasil pengujian diagnostik, serta stabilitas parameter. Berdasarkan keseluruhan pengujian tersebut, model ARDL yang digunakan memiliki kemampuan penjelasan yang memadai dan parameter yang stabil. Meskipun residual menunjukkan ketidaknormalan dan autokorelasi, penggunaan koreksi HAC *Newey West* memungkinkan inferensi koefisien dilakukan secara lebih *robust*. Oleh karena itu, hasil estimasi jangka panjang dan jangka pendek dapat digunakan sebagai dasar untuk merumuskan implikasi penelitian dengan tetap memperhatikan keterbatasan diagnostik model.

Implikasi Penelitian

Temuan penelitian ini memberikan implikasi penting bagi pengelolaan pasar Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia. Hasil estimasi menunjukkan bahwa likuiditas SBSN lebih dipengaruhi oleh dinamika pasar keuangan dibandingkan tekanan inflasi secara langsung. Signifikansi BI-Rate, nilai tukar rupiah (JISDOR), dan Jakarta Islamic Index (JII) menunjukkan bahwa peningkatan likuiditas SBSN memerlukan koordinasi antara kebijakan fiskal, kebijakan moneter, dan pengembangan pasar keuangan syariah. Oleh karena itu, penguatan pasar sekunder tidak hanya bergantung pada peningkatan penerbitan SBSN, tetapi juga pada pengembangan infrastruktur perdagangan, perluasan basis investor, dan peningkatan efisiensi pasar sehingga fungsi *price discovery* dan pendalaman pasar dapat berjalan lebih optimal (Brunnermeier & Pedersen, 2009).

Dari sisi akademik, penelitian ini memperkaya literatur mengenai determinan likuiditas pasar obligasi syariah dengan mengintegrasikan faktor moneter, nilai tukar, dan pasar modal syariah dalam satu model ARDL. Pendekatan ini memungkinkan identifikasi hubungan jangka panjang dan jangka pendek secara simultan sehingga memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai mekanisme pembentukan likuiditas SBSN di Indonesia.

Meskipun demikian, model penelitian masih menyisakan variasi likuiditas yang belum dapat dijelaskan sepenuhnya. Hal ini menunjukkan bahwa faktor mikrostruktur pasar, seperti *issue size*, *bid ask spread*, aktivitas *primary dealers*, kepemilikan investor, struktur jatuh tempo, maupun kondisi likuiditas global berpotensi memengaruhi likuiditas SBSN. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat mengembangkan model dengan memasukkan variabel-variabel tersebut atau menggunakan pendekatan panel maupun *high frequency* data untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif.

Kesimpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Indonesia dipengaruhi oleh faktor makroekonomi dan pasar modal syariah dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Hasil estimasi ARDL mengonfirmasi adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel penelitian. Secara empiris, BI-Rate, Jakarta *Interbank Spot Dollar Rate* (JISDOR), dan Jakarta Islamic Index (JII) berpengaruh signifikan terhadap likuiditas SBSN, sedangkan inflasi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang negatif dan signifikan mengonfirmasi adanya mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang.

Temuan ini menegaskan bahwa dinamika likuiditas SBSN tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi, tetapi juga oleh perkembangan pasar modal syariah dan perilaku penyesuaian portofolio investor. Dengan demikian, peningkatan likuiditas SBSN memerlukan dukungan kebijakan moneter, stabilitas nilai tukar, dan penguatan pasar modal syariah sesuai determinan yang terbukti signifikan dalam penelitian ini. Penelitian ini juga memperkaya literatur mengenai determinan likuiditas SBSN melalui penggunaan pendekatan ARDL yang mampu mengidentifikasi hubungan jangka panjang dan jangka pendek secara simultan.

Penelitian ini masih terbatas pada penggunaan variabel makroekonomi dan pasar modal syariah sehingga belum mengakomodasi faktor-faktor mikrostruktur pasar yang juga berpotensi memengaruhi likuiditas SBSN. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memasukkan variabel seperti *bid ask spread*, ukuran penerbitan, struktur jatuh tempo, maupun komposisi investor, serta menggunakan data dengan cakupan yang lebih luas agar diperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika likuiditas SBSN.

Daftar Pustaka

- Almaskati, N. (2023). Revisiting the question of liquidity: are sukuk less liquid than conventional bonds? *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(7). <https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2022-0075>
- Ariyana, F. R., Arundina, T., & Kasri, R. A. (2020). Sukuk market liquidity determinants: A case study on Sovereign Sukuk in Indonesia. *Institutions and Economies*, 12(3).
- Athallah, N. A., & Rahmawati, F. (2024). Analisis Pengaruh Financial Risk Terhadap Perkembangan Pasar Sukuk di Indonesia Tahun 2012-2023. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10(03).
- Baiardi, D., Magnani, M., & Menegatti, M. (2020). The theory of precautionary saving: an overview of recent developments. *Review of Economics of the Household*, 18(2). <https://doi.org/10.1007/s11150-019-09460-3>
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial Studies*, 22(6). <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>
- Camanho, N., Hau, H., & Rey, H. (2022). Global Portfolio Rebalancing and Exchange Rates. *Review of Financial Studies*, 35(11). <https://doi.org/10.1093/rfs/hhac023>
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). *Market Liquidity And Trading Activity*.
- Cresswell, J. W., & Poth, C. N. (2016). Qualitative inquiry and research design: Choosing among five approaches. In *Sage Publication*.
- Fachsandy, F., & Akbar, N. (2024). How Financial Risk Affects Indonesia Sovereign Sukuk Market Development. *The Journal of Muamalat and Islamic Finance Research*. <https://doi.org/10.33102/jmifr.534>
- Fadila, R., Herman, S., & Heriyanto, E. (2022). THE INFLUENCE OF MACROECONOMIC VARIABLES ON TRADING OF SUKUK NEGARA DURING PANDEMIC: CASE OF INDONESIA. *Al-Infraq: Jurnal Ekonomi Islam*, 13(1). <https://doi.org/10.32507/ajei.v13i1.1188>
- Fauzi, A. (2023). *Fatwa MUI tentang Pinjaman Online: Perspektif Hukum Islam*.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic Econometrics (5th ed.). In *Basic Econometrics*.
- Hasan, M. B., Rashid, M. M., Shafiullah, M., & Sarker, T. (2022). How resilient are Islamic financial markets during the COVID-19 pandemic? *Pacific Basin Finance Journal*, 74. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101817>
- Hidayat, A. (2020). *Konsep Masalah dalam Hukum Ekonomi Syariah*. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Ibadurahman, D., & Fitanto, B. (2024). analisis pengaruh harga sr-012, yield sr-012, inflasi, dan produk domestik bruto terhadap permintaan sukuk ritel sr-012. *Islamic Economics and Finance in Focus*, 3(3).
- Indonesia, K. P. (2006). Rencana Aksi Nasional. *Pengurangan Risiko Bencana*, 209.
- Kyle, A. S., & Kylei, A. S. (1985). *Continuous Auctions and Insider Trading* (Vol. 53, Number 6).
- Mishkin, F. S. S. (2011). *The economics of money, banking, and financial markets*.
- Naeem, M. A., Raza Rabbani, M., Karim, S., & Billah, S. M. (2023). Religion vs ethics: hedge and safe haven properties of Sukuk and green bonds for stock markets pre- and during COVID-19. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(2). <https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2021-0252>
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, 50(3).
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326. <https://doi.org/10.1002/JAE.616>

- Pranata, B. A., & Rokhim, R. (2024). Analysis on the Determinants of Republic of Indonesia Sovereign Sukuk Liquidity in Secondary Market. *Devotion : Journal of Research and Community Service*, 5(1). <https://doi.org/10.59188/devotion.v5i1.662>
- Prasetyo, A., & Wirdyaningsih, W. (2025). THE URGENCY OF ANTI-CIRCUMVENTION ARRANGEMENTS IN INDONESIA: A COMPARATIVE ANALYSIS WITH THE UNITED STATES AND ISLAMIC LAW PERSPECTIVES. *Istinbath*, 24(1), 31–50. <https://doi.org/https://doi.org/10.20414/ijhi.v24i1.941>
- 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).
- Rosetika, A., El Ayyubi, S., & Widyastutik, W. (2020). ANALISIS FAKTOR-FAKTOR INTERNAL YANG MEMENGARUHI LIKUIDITAS SUKUK NEGARA DI INDONESIA. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 7(2). <https://doi.org/10.20473/vol7iss20202pp234-253>
- Schacht, J. (1993). *An introduction to Islamic law*. Clarendon Press.
- Syafi'i, A. (2021). *Hukum Islam dan Tantangan Kontemporer* (pp. 45–68). Prenadamedia Group.
- Usman, I. (1994). *Istihsan dan Pembaharuan Hukum Islam*. RajaGrafindo Persada. <https://doi.org/https://inlislite.uin-suska.ac.id/opac/detail-opac?id=2795>
- Yarovaya, L., Elsayed, A. H., & Hammoudeh, S. (2021). Determinants of Spillovers between Islamic and Conventional Financial Markets: Exploring the Safe Haven Assets during the COVID-19 Pandemic. *Finance Research Letters*, 43. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101979>