

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Perkembangan pasar keuangan global dalam satu dekade terakhir menunjukkan peningkatan kompleksitas dan ketidakpastian yang semakin tinggi. Dinamika kebijakan moneter internasional, fluktuasi suku bunga acuan global, tekanan inflasi, serta guncangan ekonomi akibat krisis dan pandemi telah mempengaruhi stabilitas berbagai instrumen keuangan (Rahayu et al., 2025). Kondisi tersebut mendorong meningkatnya volatilitas di pasar keuangan, tidak hanya pada instrumen berisiko tinggi seperti saham, tetapi juga pada instrumen pendapatan tetap yang secara tradisional dipersepsikan lebih stabil. Fenomena ini menegaskan bahwa risiko pasar merupakan karakteristik inheren dalam aktivitas keuangan modern yang tidak dapat diabaikan (Novrizal et al., 2024).

Dalam konteks tersebut, investor semakin menaruh perhatian pada pengelolaan risiko dan ketidakpastian imbal hasil. Risiko tidak lagi dipahami semata-mata sebagai kemungkinan terjadinya kerugian, melainkan sebagai fluktuasi nilai yang berpotensi mempengaruhi pengambilan keputusan investasi dan stabilitas portofolio secara keseluruhan (Hisam, 2024). Oleh karena itu, pengukuran risiko yang akurat dan berbasis data menjadi kebutuhan fundamental, khususnya dalam menghadapi kondisi pasar yang dinamis dan penuh ketidakpastian (Antika et al., 2025).

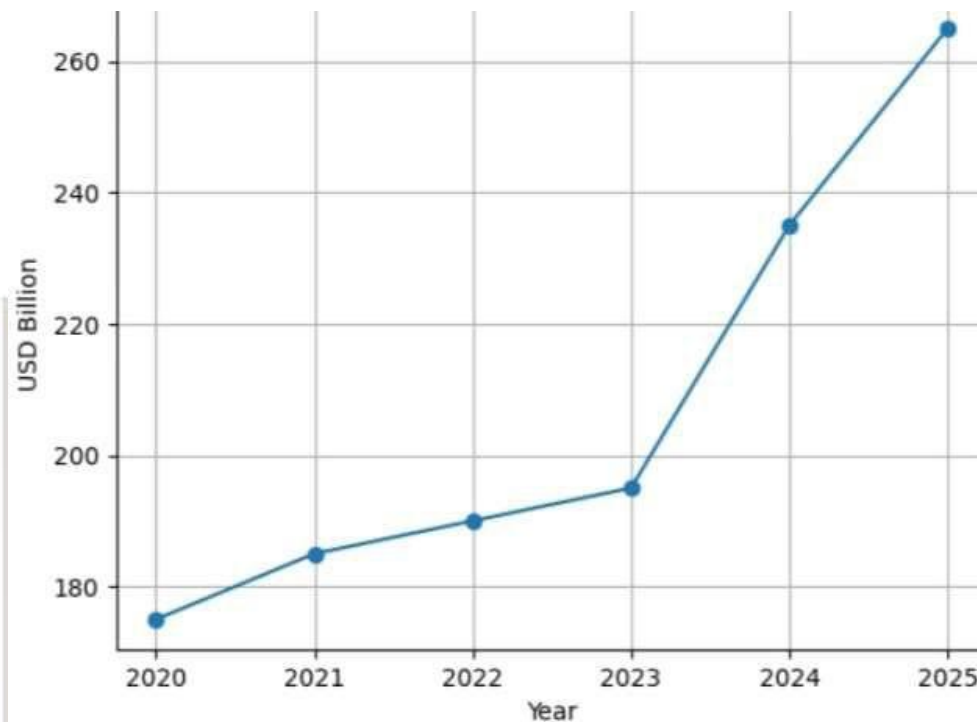
﴿...وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾

Ditegaskan dalam Al Baqarah 275 “Sesungguhnya Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba” menegaskan dikotomi normatif antara transaksi ekonomi yang sah dan yang dilarang dalam Islam, di mana jual beli dihalalkan karena merepresentasikan mekanisme pertukaran nilai yang berbasis aktivitas ekonomi riil serta mengandung alokasi risiko yang proporsional di antara para pihak, sedangkan riba diharamkan karena menghasilkan imbal hasil yang bersifat pasti tanpa keterikatan langsung dengan faktor faktor seperti halnya

kinerja aset atau usaha produktif, sehingga menciptakan ketimpangan distribusi risiko dan potensi ketidakadilan ekonomi. Ayat ini menjadi justifikasi teoretis prinsip syariah yang menekankan bahwa risiko harus ditanggung secara adil dan transparan, bukan dihindari melalui mekanisme penjaminan keuntungan yang eksploitatif.

Risiko dipandang sebagai konsekuensi yang melekat pada kepemilikan aset dan partisipasi dalam aktivitas ekonomi riil, sebagaimana ditegaskan dalam prinsip *al ghum bil ghum* yang menyatakan bahwa potensi keuntungan hanya dapat diperoleh apabila pelaku ekonomi bersedia menanggung risiko yang menyertainya. Oleh karena itu, risiko tidak dipahami sebagai sesuatu yang harus dihilangkan, melainkan sebagai realitas yang perlu dikelola secara adil dan transparan. Pengukuran dan peramalan volatilitas dalam konteks ini tidak bertentangan dengan prinsip ekonomi syariah, tetapi justru berfungsi untuk meminimalkan unsur gharar melalui penyediaan informasi risiko yang terukur dan objektif, sehingga memungkinkan pengambilan keputusan investasi yang lebih rasional dan proporsional serta sejalan dengan prinsip kehati-hatian dan tujuan perlindungan harta (*hifz al mal*) dalam maqashid syariah (Hisam, 2024; Ramadhani et al., 2025; Rohmadi et al., 2025).

Perkembangan pasar keuangan syariah di Indonesia berlangsung seiring dengan meningkatnya kebutuhan pembiayaan sektor riil dan upaya diversifikasi sumber pendanaan. Salah satu instrumen yang mengalami pertumbuhan pesat adalah sukuk, baik sukuk negara maupun sukuk korporasi. Sukuk korporasi memiliki peran strategis sebagai alternatif pembiayaan bagi perusahaan sekaligus sebagai instrumen investasi bagi masyarakat yang menginginkan produk keuangan yang sesuai dengan prinsip syariah. Peningkatan jumlah penerbitan sukuk korporasi menunjukkan bahwa instrumen ini semakin diterima oleh pasar dan berkontribusi penting dalam penguatan sistem keuangan nasional (Hasanah et al., 2025).



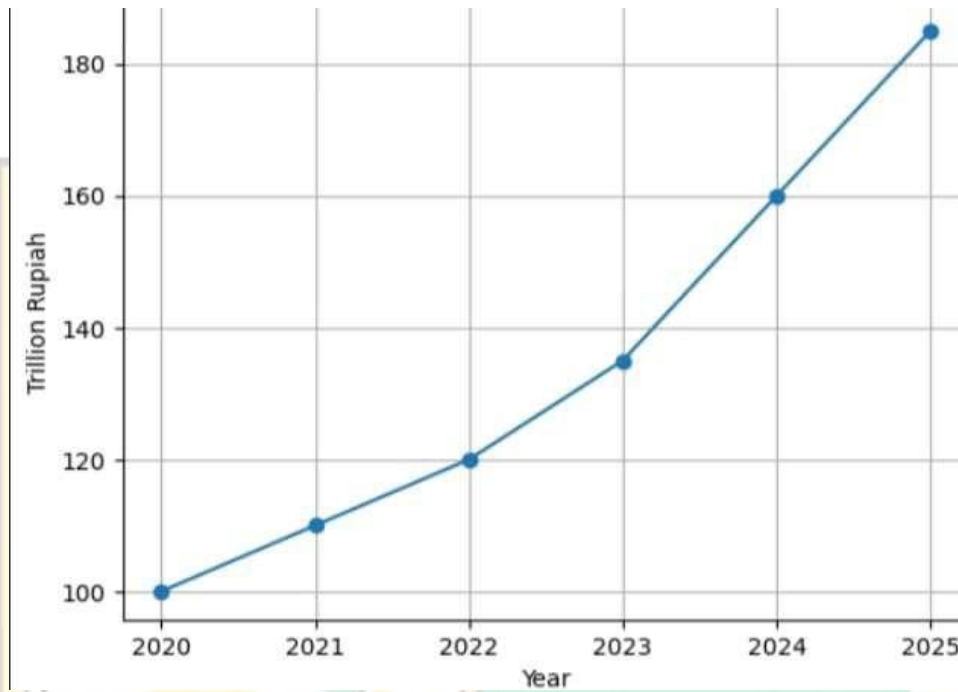
Gambar 1.1. Perkembangan Sukuk Global dalam USD

Sumber : S&P Global, 2025

Berdasarkan Gambar 1.1, perkembangan sukuk global mengalami peningkatan dalam periode 2020-2025. Pada tahun 2020, nilai sukuk global berada pada kisaran USD 175 miliar. Kemudian terjadi peningkatan bertahap pada tahun 2021 menjadi sekitar USD 185 miliar, dan kembali meningkat pada tahun 2022 hingga mencapai sekitar USD 190 miliar. Pertumbuhan ini menunjukkan bahwa instrumen sukuk mulai semakin diterima sebagai salah satu alternatif pembiayaan berbasis syariah di pasar keuangan internasional.

Pada tahun 2023, perkembangan sukuk masih mengalami peningkatan meskipun relatif moderat, yaitu berada pada kisaran USD 195 miliar. Namun, terjadi akselerasi pertumbuhan yang cukup signifikan pada tahun 2024, ketika nilai sukuk global meningkat menjadi sekitar USD 235 miliar. Selanjutnya pada tahun 2025, nilai tersebut kembali meningkat hingga mencapai sekitar USD 265 miliar. Grafik menunjukkan bahwa sukuk global mengalami ekspansi yang positif dan berkelanjutan. Tren ini memperlihatkan bahwa sukuk tidak lagi hanya menjadi instrumen keuangan bagi negara mayoritas muslim, tetapi telah berkembang menjadi bagian dari pasar modal internasional. Perkembangan tersebut

mencerminkan semakin kuatnya posisi keuangan syariah sebagai alternatif dalam mendukung stabilitas dan diversifikasi sistem keuangan global.



Gambar 1.2. Perkembangan Sukuk Indonesia dalam Triliun Rupiah

Sumber : OJK, 2025

Berdasarkan Gambar 1.2, perkembangan sukuk di Indonesia selama periode 2020-2025 menunjukkan adanya peningkatan yang berkelanjutan. Pada tahun 2020, nilai sukuk Indonesia berada pada kisaran Rp175 triliun. Kemudian pada tahun 2021 terjadi peningkatan menjadi sekitar Rp185 triliun, yang menunjukkan mulai meningkatnya minat masyarakat dan investor terhadap instrumen investasi berbasis syariah.

Grafik tersebut menggambarkan bahwa sukuk Indonesia mengalami ekspansi positif dan peningkatan kepercayaan pasar. Pertumbuhan ini didukung oleh beberapa faktor seperti meningkatnya kebutuhan pembiayaan pembangunan, kebijakan pemerintah dalam mengembangkan ekonomi syariah, meningkatnya literasi keuangan syariah, serta meningkatnya jumlah investor yang mencari instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip syariah. Sehubungan dengan grafik

sukuk global sebelumnya, bisa ditarik analisis bahwa pertumbuhan sukuk Indonesia bergerak sejalan dengan tren global.

Seiring dengan pertumbuhan pasar keuangan syariah di berbagai negara, termasuk Indonesia fluktuasi volatilitas yield instrumen seperti sukuk korporasi mencerminkan risiko pasar yang tetap melekat pada mekanisme pembiayaan berbasis aset dan aktivitas ekonomi riil. Keuangan syariah menawarkan sistem alternatif yang menekankan keadilan, transparansi, serta penghindaran unsur *riba*, *gharar* berlebihan, dan *maysir*, sekaligus mendorong distribusi risiko yang adil di antara para pihak. Namun demikian, penerapan prinsip-prinsip syariah tersebut tidak serta-merta menghilangkan risiko pasar, melainkan menuntut pengelolaan risiko yang lebih disiplin dan berbasis data. Dalam konteks ini, peramalan volatilitas yield sukuk korporasi menjadi instrumen penting untuk mengantisipasi perubahan tingkat risiko pasar, mendukung transparansi informasi, mengurangi *gharar*, serta menjaga *hifz al mal* dan keberlanjutan pasar keuangan syariah (Andella et al., 2023; Hisam, 2024; Ramadhani et al., 2025).

Perkembangan pasar sukuk korporasi dalam konteks Indonesia tidak hanya berkaitan dengan peningkatan jumlah penerbitan, tetapi juga dengan upaya penguatan struktur pasar keuangan syariah secara keseluruhan. Sukuk korporasi menjadi instrumen strategis dalam mendukung pembiayaan sektor riil, khususnya bagi perusahaan yang membutuhkan sumber pendanaan jangka menengah dan panjang yang sesuai dengan prinsip syariah (Novrizal et al., 2024). Seiring dengan meningkatnya keterlibatan investor institusional dan ritel di pasar sukuk, dinamika harga dan yield di pasar sekunder menjadi semakin relevan untuk diperhatikan, karena mencerminkan respons pasar terhadap perubahan kondisi ekonomi dan persepsi risiko.

Perkembangan tersebut mengimplikasikan bahwa stabilitas pasar sukuk korporasi tidak hanya berdampak pada kinerja emiten, tetapi juga berpengaruh terhadap tingkat kepercayaan investor serta keberlanjutan pasar keuangan syariah di Indonesia (Suparman & Selasi, 2025). Ketika volatilitas yield meningkat dan tidak terkelola dengan baik, risiko pasar yang dihadapi investor dapat meningkat secara signifikan. Kondisi ini berpotensi menghambat peran strategis sukuk

korporasi sebagai instrumen pembiayaan yang stabil dan berkelanjutan, terutama dalam mendukung pembiayaan sektor riil (Fadilah, 2025).

Meskipun di pasar sekunder, harga dan yield sukuk korporasi berfluktuasi seiring dengan perubahan kondisi makroekonomi, kebijakan moneter, serta sentimen investor (Rusby, 2015). Yield sukuk korporasi menjadi indikator penting yang merefleksikan persepsi risiko pasar terhadap kualitas emiten dan prospek ekonomi ke depan. Fluktuasi yield tersebut menunjukkan bahwa sukuk korporasi, meskipun dirancang untuk meminimalkan unsur spekulatif, tetap menghadapi risiko pasar yang bersifat dinamis dan tidak dapat diabaikan (A. Wibowo, 2025).

Volatilitas yield merupakan salah satu bentuk risiko pasar yang penting untuk dianalisis, karena mencerminkan tingkat ketidakpastian perubahan yield dari waktu ke waktu yang dapat mempengaruhi nilai investasi serta strategi pengelolaan portofolio (Hisam, 2024). Dalam praktiknya, volatilitas yield sukuk korporasi tidak bersifat konstan, melainkan berubah-ubah mengikuti dinamika kondisi pasar. Periode stabilitas sering kali diikuti oleh periode dengan fluktuasi yang lebih tinggi, terutama ketika terjadi guncangan ekonomi atau perubahan kebijakan moneter yang signifikan (Valentin & Anggraeni, 2018).

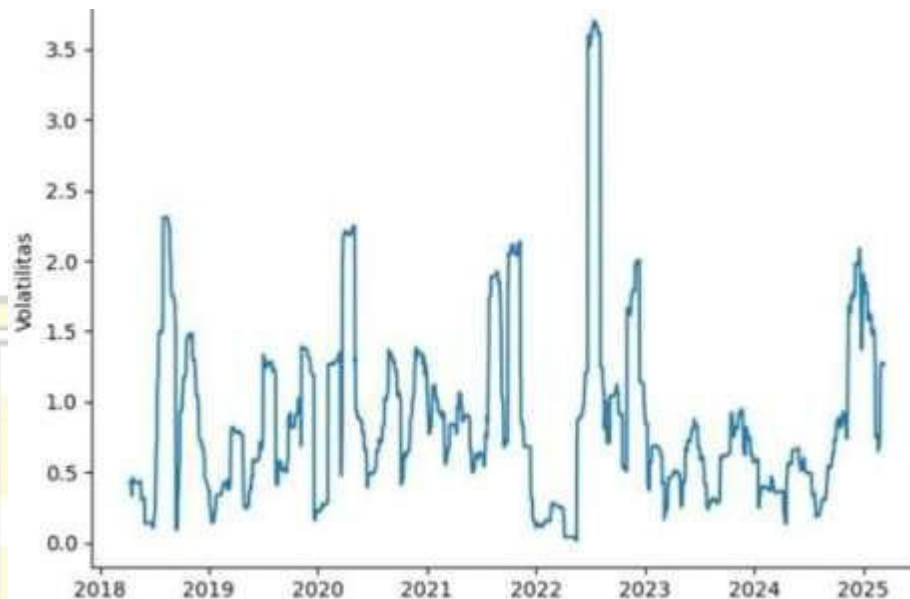
Fenomena perubahan volatilitas yang tidak konstan tersebut menunjukkan bahwa asumsi varians tetap (*homoskedastisitas*) kurang memadai untuk menggambarkan karakteristik data keuangan (Hafizah et al., 2020). Data runtun waktu keuangan, termasuk yield sukuk korporasi, umumnya menunjukkan pola *volatility clustering*, yaitu kondisi di mana periode volatilitas tinggi cenderung diikuti oleh periode volatilitas tinggi berikutnya, demikian pula sebaliknya. Karakteristik ini mengindikasikan bahwa risiko pasar bersifat persisten dan dipengaruhi oleh guncangan pada periode sebelumnya, sehingga memerlukan pendekatan analisis yang mampu menangkap dinamika varians secara waktu ke waktu (Nusantara et al., 2025).

Pengukuran dan peramalan volatilitas yield sukuk korporasi menjadi penting dalam rangka menyediakan informasi risiko yang objektif dan berbasis data. Informasi risiko yang terukur tersebut dapat membantu investor, emiten, dan regulator dalam memahami dinamika risiko pasar serta mengambil keputusan yang

lebih rasional dan berhati-hati, terutama dalam kondisi pasar yang penuh ketidakpastian. Dalam konteks ini, pendekatan kuantitatif menjadi relevan karena mampu menangkap karakteristik volatilitas yang bersifat dinamis, tidak konstan, dan dipengaruhi oleh guncangan masa lalu (Hisam, 2024).

Salah satu pendekatan ekonometrika yang paling banyak digunakan untuk memodelkan volatilitas data keuangan adalah model *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH). Model GARCH dirancang untuk menangkap varians bersyarat yang berubah dari waktu ke waktu serta fenomena *volatility clustering* yang umum ditemukan pada data runtun waktu keuangan. Keunggulan utama model GARCH terletak pada kemampuannya merepresentasikan persistensi volatilitas, sehingga memberikan dasar analisis yang kuat dalam pengukuran dan peramalan risiko pasar di masa mendatang (Priyatna et al., 2025).

Selain model GARCH simetris, berbagai varian model GARCH asimetris telah dikembangkan untuk menangkap perbedaan respons volatilitas terhadap guncangan positif dan negatif. Dalam banyak studi empiris, guncangan negatif (*negative shock*) sering kali terbukti memiliki dampak yang lebih besar terhadap peningkatan volatilitas dibandingkan guncangan positif dengan besaran yang sama. Karakteristik asimetris tersebut menjadi penting untuk dianalisis karena mencerminkan perilaku pasar yang tidak selalu rasional dan tidak bersifat simetris dalam merespon informasi, termasuk pada instrumen keuangan berbasis syariah seperti sukuk korporasi (Hidayati, 2024).



Gambar 1.3. Perkembangan Volatilitas Sukuk Korporasi Tenor 2 Tahun

Sumber : INDOSU CB 2Y Corp, 2025

Gambar 1.3 memperlihatkan perkembangan volatilitas yield sukuk korporasi tenor 2 tahun di Indonesia selama periode 2018-2025. Secara visual, terlihat bahwa volatilitas yield tidak menunjukkan pola yang konstan dari waktu ke waktu, melainkan mengalami fluktuasi yang tajam pada periode-periode tertentu. Terdapat fase dengan volatilitas relatif rendah yang diikuti oleh fase dengan lonjakan volatilitas yang tinggi dan berlangsung dalam beberapa periode berturut-turut. Pola ini mengindikasikan bahwa perubahan volatilitas yield sukuk korporasi bersifat dinamis dan tidak acak, sebagaimana karakteristik umum data keuangan (Munthe et al., 2025).

Grafik tersebut juga menunjukkan adanya fenomena *volatility clustering*, di mana periode dengan volatilitas tinggi cenderung diikuti oleh periode volatilitas tinggi berikutnya, demikian pula sebaliknya. Fenomena ini mencerminkan bahwa varians yield sukuk korporasi dipengaruhi oleh guncangan (*shock*) pada periode sebelumnya, sehingga asumsi varians konstan menjadi kurang memadai dalam menggambarkan karakteristik risiko pasar sukuk korporasi (Novianti & Suhartono, 2009). Kondisi ini menegaskan bahwa risiko pasar pada sukuk korporasi memiliki sifat *persisten* dan memerlukan pendekatan analitis yang mampu menangkap dinamika volatilitas secara berkelanjutan (Indarwati, 2020).

Fluktuasi volatilitas yield sukuk korporasi sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 1.3 memiliki implikasi praktis yang signifikan bagi pelaku pasar. Bagi investor, volatilitas yield mempengaruhi penilaian risiko, estimasi potensi imbal hasil, serta strategi pengelolaan portofolio sukuk. Peningkatan volatilitas mencerminkan tingkat ketidakpastian nilai investasi yang lebih tinggi, khususnya bagi investor dengan horizon investasi jangka pendek hingga menengah (Syafiqah et al., 2025).

Volatilitas yield yang tinggi di pasar sekunder bagi emiten dapat berdampak pada meningkatnya biaya pendanaan di pasar primer. Ketidakstabilan yield berpotensi meningkatkan premi risiko yang diminta investor pada penerbitan sukuk baru, sehingga memengaruhi efisiensi pembiayaan perusahaan. Sementara itu, bagi regulator, dinamika volatilitas yield menjadi indikator penting dalam memantau stabilitas pasar keuangan syariah serta merumuskan kebijakan yang mendukung penguatan dan pendalaman pasar sukuk korporasi secara berkelanjutan (Azis, 2014).

Lonjakan volatilitas yang terlihat pada beberapa periode tertentu juga mencerminkan meningkatnya ketidakpastian pasar yang dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro, dinamika pasar keuangan global, maupun perubahan sentimen investor. Peningkatan volatilitas yield tersebut berpotensi mempengaruhi nilai investasi dan strategi pengelolaan portofolio sukuk korporasi, sehingga pengukuran dan peramalan risiko yang akurat menjadi sangat penting. Tanpa pemodelan volatilitas yang tepat, informasi risiko yang diterima oleh investor berpotensi menjadi tidak lengkap dan kurang representatif terhadap kondisi pasar yang sebenarnya (Hisam, 2024).

Berdasarkan karakteristik volatilitas yield sukuk korporasi yang bersifat dinamis, persisten, dan menunjukkan pola *volatility clustering* sebagaimana terlihat pada Gambar 1.3, diperlukan pendekatan ekonometrika yang secara eksplisit mampu memodelkan varians bersyarat yang berubah dari waktu ke waktu. Model GARCH serta berbagai variannya menjadi relevan untuk digunakan karena kemampuannya dalam menangkap dinamika volatilitas serta menghasilkan peramalan risiko yang lebih akurat. Dengan demikian, analisis dan peramalan

volatilitas yield sukuk korporasi menggunakan model GARCH diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika risiko pasar sukuk korporasi di Indonesia (Hasanah et al., 2025).

Analisis volatilitas yang bersifat deskriptif semata belum cukup untuk menjawab kebutuhan pengelolaan risiko pasar yang bersifat *forward looking*. Dalam praktik investasi dan manajemen risiko, pelaku pasar membutuhkan informasi yang tidak hanya menjelaskan kondisi risiko saat ini, tetapi juga memberikan gambaran mengenai potensi risiko di masa mendatang. Oleh karena itu, peramalan volatilitas menjadi elemen penting dalam mendukung pengambilan keputusan yang lebih proaktif dan berbasis kehati-hatian (Wibowo, 2025).

Meskipun penelitian mengenai volatilitas instrumen keuangan telah banyak dilakukan, kajian empiris yang secara spesifik berfokus pada peramalan volatilitas yield sukuk korporasi di Indonesia masih relatif terbatas. Sebagian besar studi terdahulu lebih menitikberatkan pada sukuk negara, sukuk ritel, atau instrumen keuangan konvensional, sementara karakteristik risiko sukuk korporasi sebagai instrumen berbasis aset dengan struktur pembiayaan yang lebih kompleks belum banyak dieksplorasi secara mendalam. Selain itu, penelitian yang secara sistematis membandingkan kinerja berbagai varian model GARCH dalam konteks peramalan volatilitas yield sukuk korporasi di Indonesia masih jarang ditemukan, khususnya dari sisi kemampuan prediksi model dalam menangkap dinamika risiko pasar. Kondisi ini menunjukkan adanya celah penelitian yang relevan dan signifikan, baik dari perspektif metodologis maupun empiris.

Berangkat dari celah tersebut penelitian ini memposisikan diri untuk menganalisis dan meramalkan volatilitas yield sukuk korporasi di Indonesia menggunakan model GARCH dan berbagai variannya, guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai karakteristik risiko pasar instrumen tersebut. Analisis ini tidak hanya diharapkan memberikan kontribusi terhadap pengayaan literatur akademik, tetapi juga memiliki implikasi praktis bagi peningkatan kualitas pengambilan keputusan investasi, pengelolaan portofolio, dan manajemen risiko di pasar keuangan syariah. Dalam perspektif ekonomi syariah, penelitian ini relevan untuk mendukung penerapan prinsip kehati-hatian,

transparansi risiko, serta *hifz al mal*, sehingga hasilnya diharapkan dapat berkontribusi pada pengembangan dan keberlanjutan pasar sukuk korporasi di Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian tersebut, rumusan masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat efek *heteroskedastisitas* bersyarat (*ARCH effect*) pada return yield sukuk korporasi di Indonesia?
2. Apakah volatilitas yield sukuk korporasi bersifat persisten dari waktu ke waktu?
3. Apakah terdapat asimetri respons volatilitas yield sukuk korporasi terhadap guncangan positif dan negatif?
4. Model GARCH manakah yang memiliki kinerja peramalan volatilitas terbaik pada yield sukuk korporasi di Indonesia?
5. Bagaimana implikasi hasil peramalan volatilitas yield sukuk korporasi terhadap prinsip kehati-hatian dan pengurangan *gharar* dalam perspektif ekonomi syariah?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengidentifikasi keberadaan efek *heteroskedastisitas* bersyarat pada return yield sukuk korporasi.
2. Menganalisis karakteristik persistensi volatilitas yield sukuk korporasi.
3. Menguji adanya asimetri respons volatilitas yield terhadap guncangan positif dan negatif.
4. Menentukan model GARCH terbaik dalam meramalkan volatilitas yield sukuk korporasi di Indonesia menggunakan AIC, BIC, dan HQIC
5. Menjelaskan hasil peramalan volatilitas yield sukuk korporasi berdasarkan prinsip kehati-hatian dan pengurangan *gharar* dalam perspektif ekonomi syariah

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoretis: Memberikan kontribusi empiris dalam pengembangan literatur keuangan syariah, khususnya terkait pemodelan dan peramalan volatilitas yield sukuk korporasi menggunakan pendekatan GARCH.
2. Manfaat Praktis: Menyediakan informasi risiko pasar yang lebih akurat bagi investor, emiten, dan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan investasi serta pengelolaan risiko sukuk korporasi.
3. Manfaat Kebijakan: Menjadi bahan pertimbangan bagi regulator dan otoritas jasa keuangan (OJK) dalam merumuskan kebijakan penguatan dan stabilitas pasar sukuk korporasi di Indonesia.

