

## THE IMPACT OF E-SBN IMPLEMENTATION TOWARDS RETAIL GOVERNMENT BOND INVESTMENT

R Muhammad Fajri<sup>1</sup>, Khumairah<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada, Jalan Sosiohumaniora,  
Yogyakarta, 55281, Indonesia

<sup>2</sup>Program Studi Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Bandung, Jalan Tamansari,  
Bandung, 40116, Indonesia

### INFO ARTIKEL

#### Sejarah Artikel:

Diterima, 19/6/2024

Diperbaiki, 2/7/2024

Disetujui, 2/7/2024

Tersedia daring, 3/7/2024

#### Keywords:

Capital market, e-SBN; fixed income securities; government debt;  
innovation; investment; retail government bond; technology

#### Kata Kunci:

e-SBN; inovasi; investasi; pasar modal, sekuritas pendapatan tetap;  
surat berharga negara ritel; teknologi; utang pemerintah.

#### DOI:

<https://doi.org/10.29313/performa.v21i1.4081>

© 2024 JMB. All rights reserved

[r.muhammad.f@uqm.ac.id](mailto:r.muhammad.f@uqm.ac.id)

### PENDAHULUAN

Investasi merupakan komitmen investor atas dana yang tersedia untuk ditempatkan pada satu

### ABSTRACT

Since May 2018, the Government of the Republic of Indonesia presents Retail Government Securities (SBN) as one of the investment instruments whose ordering system has changed to an electronic system "e-SBN". This system change is expected to affect the level of subscription and reach more investors. This study examines how the impact of this e-SBN system change on investment in Government Securities consisting of analyzing factors that affect investment in Retail SBN and comparing the level of subscription before and after the system change. The method used is quantitative method with panel data regression analysis technique, t-test and descriptive statistics. The results show that the number of distribution partners and the amount of spread have a significant effect on the total issuance of e-SBN. Then there are differences in the level of retailing and the number of investors that increased after the implementation the e-SBN.

### ABSTRAK

Pemerintah Republik Indonesia menghadirkan Surat Berharga Negara (SBN) Ritel sebagai salah satu instrumen investasi yang sejak bulan Mei 2018 sistem pemesanannya berubah menjadi sistem elektronik "e-SBN". Perubahan sistem ini diharapkan dapat memengaruhi tingkat keritelan dan menjangkau lebih banyak investor. Penelitian ini mengkaji bagaimana dampak perubahan sistem e-SBN ini terhadap investasi Surat Berharga Negara yang terdiri dari analisis faktor yang memengaruhi investasi pada SBN Ritel dan membandingkan tingkat keritelan sebelum dan sesudah perubahan sistem. Metode yang digunakan adalah metode kuantitatif dengan teknis analisis regresi data panel, uji beda dan statistik deskriptif. Hasil menunjukkan bahwa jumlah mitra distribusi dan besaran *spread* berpengaruh signifikan terhadap total penerbitan e-SBN. Kemudian terdapat perbedaan tingkat keritelan dan jumlah investor yang meningkat setelah adanya implementasi e-SBN.

atau lebih aset untuk jangka waktu mendatang tertentu (Jones, 2014). Investasi menjadi salah satu faktor penting dalam mewujudkan kesejahteraan perekonomian masyarakat, baik secara langsung maupun tidak langsung (Bozesan (2020) dan Suharti et al. (2022)). Investasi secara langsung dapat dilakukan melalui pembelian aset riil (seperti real estat) maupun aset keuangan (seperti saham dan obligasi) (Tiwari, Andre, & Gupta, 2020). Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan RI merupakan lembaga yang melaksanakan kebijakan di bidang pengelolaan pinjaman, hibah, surat berharga negara, dan risiko keuangan (DJPPR, 2024).

Manajemen keuangan merupakan salah satu cabang ilmu yang mengkaji bagaimana individu dan organisasi melaksanakan pengelolaan uang dalam tiga area, yaitu penganggaran modal, struktur modal, dan modal kerja (Titman, Keown, & Martin, 2021). Manajer keuangan melakukan pengambilan keputusan yang meliputi investasi, pendanaan, dan pengelolaan kas (Berk & DeMarzo, 2016). Dengan demikian, investasi merupakan bagian yang tak terpisahkan dari manajemen keuangan sebagai aktivitas yang dilaksanakan oleh individu maupun organisasi. Penelitian ini lebih dominan pada pengajian terhadap keputusan berinvestasi yang dilakukan oleh individu dibandingkan organisasi.

Meski memiliki berbagai alternatif investasi, masyarakat Indonesia belum memiliki literasi keuangan yang mumpuni untuk melakukan penilaian investasi secara rasional, apalagi melakukan investasi pada instrumen dengan kebutuhan penilaian yang *sophisticated*. Melalui survei yang dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan, tingkat literasi keuangan masyarakat Indonesia pada tahun 2022 tercatat sebesar 49,68%, tumbuh dari 38,03% pada tahun 2019, sementara indeks inklusi keuangan masyarakat Indonesia menunjukkan angka yang lebih baik, yaitu 85,10% atau lebih tinggi dari 76,19% pada tahun 2019 (OJK, 2022). Satu fakta yang menarik adalah *gap* atau kesenjangan literasi keuangan antara masyarakat perkotaan dan pedesaan menyempit dari 6,88% pada tahun 2019 menjadi 2,10% pada tahun 2022, sementara kesenjangan inklusi keuangan masyarakat perkotaan dan pedesaan menyempit dari 15,11% menjadi 4,04% untuk periode yang sama (OJK, 2022).

Iklim investasi yang kondusif perlu didukung dengan infrastruktur yang memadai. Dana Moneter Internasional (*International Monetary Fund/IMF*) mencatat indeks kedalaman pasar keuangan (*financial market depth index*) Indonesia telah meningkat 24,56% dalam kurun 2011-2020, sementara indeks akses keuangan (*financial institution access index*) mengalami peningkatan 67,87% (IMF, 2022). Artinya, telah terjadi peningkatan akses masyarakat terhadap layanan keuangan dan dengan demikian meningkatkan penetrasi produk-produk keuangan di Indonesia.

Pemerintah Republik Indonesia melalui Kementerian Keuangan menghadirkan sebuah instrumen investasi yang dapat diakses oleh masyarakat yaitu Surat Berharga Negara Ritel (SBN Ritel). Penerbitan SBN ritel ditujukan sebagai upaya untuk memperluas basis investor di dalam negeri (Kementerian Keuangan, 2020). Obligasi Ritel Indonesia (ORI) seri ORI001 diluncurkan pada tahun 2006 dengan total penerbitan sebesar Rp3,28 triliun dan berhasil menghimpun 16.561 orang investor (Antara, 2006). SBN Ritel ditawarkan dengan mekanisme *bookbuilding* pada harga *par* (100%) dengan kuota berbasis *first come first served*. Pada tahun 2023, total penerbitan SBN Ritel mencapai Rp147,44 triliun atau 17,68% dari total penerbitan SBN yang mencapai Rp834,11 triliun.

Masyarakat senantiasa diajak untuk melakukan investasi pada instrumen yang diterbitkan oleh negara sebagai alternatif investasi yang aman, menguntungkan, dan meningkatkan kesejahteraan masyarakat, seperti misalnya DJPPR mempromosikan Obligasi Ritel Indonesia Seri 023 (ORI023) dengan tajuk “Pilihan Berharga Untuk Bahagia Bersama” (DJPPR, 2023). Kehadiran SBN Ritel terbukti meningkatkan keluasaan akses keuangan di kalangan masyarakat Indonesia. Meski demikian, Kementerian Keuangan (2020) mencatat beberapa fakta yang menunjukkan bahwa SBN Ritel masih memerlukan pengembangan di berbagai sisi, seperti:

1. Rata-rata pembelian per investor masih tinggi (rerata pemesanan untuk ORI011 sebesar Rp606 juta per investor dan ORI012 sebesar Rp554 juta per investor, jauh melampaui batasan minimum pemesanan ORI Rp5 juta) sehingga dianggap belum menunjukkan tingkat keritelan;
2. Agen penjual lebih memprioritaskan nasabah prioritas sehingga upaya perluasan basis investor belum tercapai secara optimal; dan
3. Sebaran investor per wilayah kurang merata dalam menjangkau investor di daerah yang terpencil (90% investor dari Indonesia barat, sedangkan wilayah Indonesia tengah dan timur hanya 10%).

Salah satu inovasi yang dilakukan oleh pemerintah Indonesia adalah dengan meluncurkan e-SBN pada Mei 2018 untuk produk *Savings Bond* Ritel (SBR) seri SBR003 (CNBC Indonesia, 2018). E-SBN merupakan sistem elektronik yang bertujuan untuk memfasilitasi pembelian daring SBN Ritel di pasar perdana yang terintegrasi dengan kanal-kanal digital milik mitra distribusi. Sebelumnya, pembelian SBN Ritel harus dilakukan secara fisik di kantor-kantor mitra distribusi yang masih terbatas pada sektor perbankan. Inovasi melalui e-SBN dilakukan mengingat Indonesia merupakan negara dengan bonus demografi (median penduduk berusia 28,6 tahun), tumbuhnya penduduk kelas menengah, dan penetrasi internet yang telah mencapai 50% dari populasi (Kementerian Keuangan, 2020). Penerbitan SR003 pada saat itu menggandeng 9 lembaga keuangan sebagai mitra distribusi. Saat ini, produk SBN Ritel yang baru saja menyelesaikan penawaran perdananya adalah ORI023 yang menggandeng 29 mitra distribusi, meliputi bank, sekuritas, dan *fintech* (Kementerian Keuangan, 2023). Nilai penerbitan SBN Ritel setelah era e-SBN juga turut mengalami peningkatan, misalnya penerbitan ORI024 mencapai nilai Rp14,51 triliun (DJPPR, 2023) atau SR019 yang mencapai Rp25,33 triliun (DJPPR, 2023).

Kehadiran e-SBN diharapkan mampu menjawab berbagai tantangan pendalaman keuangan (*financial deepening*) yang masih dihadapi oleh Kementerian Keuangan. Akan tetapi, kemudahan pembelian SBN Ritel bukanlah satu-satunya faktor yang mempengaruhi keinginan investor dalam berinvestasi. Hingga saat ini, belum banyak penelitian yang secara khusus membahas tersebut pada SBN Ritel mengingat instrumen ini hanya tersedia di Indonesia dan hanya sejak pemberlakuan e-SBN nilai dan jumlah perberbitannya cukup memadai untuk dilakukan analisis. Dengan masifnya keberadaan mitra distribusi SBN berbasis *fintech*, peneliti memperkenalkan variabel jumlah mitra distribusi pada penelitian ini, mengingat kunci dari keberlangsungan e-SBN adalah keandalan mitra distribusi yang diakses oleh masyarakat.

Berdasarkan latar belakang dan tantangan yang telah dikemukakan di atas, peneliti melihat bahwa terdapat faktor-faktor yang dapat mendorong investasi pada SBN Ritel, yaitu inovasi e-SBN, peningkatan literasi keuangan masyarakat, serta meningkatnya nilai SBN Ritel yang diterbitkan oleh pemerintah. Oleh karena itu, penting untuk melihat apakah inovasi yang dilakukan Kementerian Keuangan RI tersebut merupakan suatu hal yang diapresiasi dan mengubah perilaku berinvestasi masyarakat atau tidak. Selanjutnya, dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut.

1. Apakah faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi SBN Ritel?
2. Bagaimana perubahan tingkat keritelan pada penawaran SBN Ritel?
3. Bagaimana perkembangan pembelian SBN Ritel pada generasi muda?

## LANDASAN TEORI

### Investasi

Hartono (2017) mendefinisikan investasi sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk dialokasikan ke aktiva produktif selama periode tertentu. Bentuk investasi terbagi menjadi investasi langsung (dana langsung dialokasikan ke instrumen keuangan tanpa pengelolaan manajer

investasi) dan investasi tak langsung (dikelola oleh manajer investasi). Bentuk-bentuk instrumen keuangan dapat dibagi menurut jenis pasarnya:

- a. Pasar uang, berupa deposito dan *tresury bill*;
- b. Pasar modal, berupa *municipal bond* (obligasi pemerintah daerah), *government bond* (obligasi negara), *corporate bond* (obligasi perusahaan), saham preferen, dan saham biasa; dan
- c. Pasar derivatif, berupa *warrant*, opsi, dan *futures* (Hartono, 2017).

Pemilihan instrumen investasi erat kaitannya dengan toleransi risiko atau preferensi risiko. Menurut Kuesioner Profil Risiko yang dirilis Morgans (2023), tingkat toleransi risiko investor dimulai dari yang paling rendah adalah: konservatif, *balanced*, *assertive*, agresif, sangat agresif. Investor yang konservatif cenderung memilih instrumen rendah risiko. Sebaliknya, investor yang sangat agresif mengalokasikan sebagian besar asetnya pada investasi berisiko, seperti saham dan komoditas.

Berbagai studi menunjukkan eratnya hubungan toleransi risiko dan alokasi aset investasi. Meski demikian, studi-studi tersebut belum dapat menunjukkan secara konsisten hubungan faktor demografi (seperti usia atau umur) terhadap toleransi risiko. Misalnya, faktor usia dan umur ditemukan berpengaruh terhadap toleransi risiko dalam Dickason & Ferreira (2018) dan Leon & Hadinata (2018), namun pada studi Fajri (2018) dan Nosita et al. (2020) justru disimpulkan tidak berpengaruh.

### **Surat Berharga Negara**

Surat Berharga Negara (SBN) dimanfaatkan oleh pemerintah sebagai salah satu sarana pembiayaan APBN, baik untuk membiayai APBN, menutup kekurangan kas jangka pendek, hingga mengelola portofolio utang negara (DJPPR, 2023). Secara garis besar, SBN terbagi menjadi Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Surat Berharga Negara juga tersedia dalam mata uang Rupiah dan Valas. Sementara itu, imbal hasil yang diberikan (*coupon/return*) dapat berupa *fixed rate* dan *variable rate*.

Surat Berharga Negara Ritel (SBN Ritel) dihadirkan pada tahun 2006 melalui ORI001 dengan fitur *tradable* dan kupon *fixed rate*. Setelah itu, Kementerian Keuangan melakukan pengembangan produk SBN Ritel untuk mencakup basis investor yang lebih luas, seperti produk syariah melalui Sukuk Ritel, investasi *floating rate* dan *non tradable* melalui Savings Bond Ritel (SBR) dan Sukuk Tabungan (ST), serta penyaluran wakaf tunai melalui Sukuk Wakaf Ritel (SWR) (DJPPR, 2024). Sejak tahun 2023, Kementerian Keuangan merilis SBN Ritel dalam *dual tranches*, memberikan pilihan jangka waktu investasi kepada investor.

Minat masyarakat berinvestasi pada surat berharga dapat ditentukan oleh berbagai faktor. Faktor perekonomian (inflasi, nilai tukar, tingkat bunga) serta faktor pasar (tingkat bunga pinjaman, tingkat bunga simpanan, volume yang ditawarkan, serta tingkat bunga yang ditawarkan) terbukti berpengaruh pada penyerapan/minat investasi terhadap surat berharga negara (Parisi & Rusydiana, 2016 dan Suharti, 2021). Sementara itu, volume yang ditawarkan dipengaruhi oleh kondisi keuangan negara (Parisi & Rusydiana, 2016 dan Zhu & Minjiao, 2018).

### **Inovasi**

Inovasi merupakan sebuah praktik sistematis dalam mengembangkan dan memasarkan produk dan terobosan layanan untuk diadopsi oleh pelanggan (McKinsey, 2022). Difusi maupun ketiadaan inovasi dalam sebuah organisasi disebabkan oleh tiga variabel, yaitu atribut inovasi, karakteristik dari pengadopsi, serta konteks sosial dan politik (Dearing & Cox, 2018). Tidak semua inovasi, terutama yang berbasis teknologi, merupakan inovasi disruptif. Inovasi yang tidak disruptif membuka pasar baru bagi kesempatan bertumbuh tanpa mengancam perusahaan dan pekerja di industri tersebut (Chan & Mauburgne, 2023). Keberadaan inovasi yang dalam bidang keuangan

mampu meningkatkan pembangunan keuangan (*financial development*) di suatu negara (Alawi, Abbassi, Saqib, & Sharif, 2022). Meski demikian, perkembangan sektor keuangan yang signifikan juga mampu menyebabkan tersendatnya aktivitas inovasi dan pertumbuhan yang dipicu oleh inovasi, terutama di negara-negara dengan tingkat pembangunan keuangan yang tinggi (Zhu, Asimakopoulos, & Kim, 2020).

## METODE

Penelitian ini akan dilaksanakan menggunakan metode kuantitatif. Teknis analisis yang digunakan adalah analisis regresi data panel, uji beda dan statistik deskriptif. Analisis regresi data panel ini digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi SBN Ritel. Adapun faktor-faktor yang dianggap memengaruhi penerbitan SBN Ritel yakni:  $TI_i$ : jumlah investor pertahun,  $Mitdis_i$ : jumlah mitra distribusi SBN Ritel (berupa bank, perusahaan efek dsb),  $Kurs_i$ : nilai tukar rupiah terhadap dollar US pada saat penawaran,  $Inf_i$ : presentase tingkat inflasi bulanan (d disesuaikan dengan periode penawaran SBN Ritel), dan  $Spread_i$ : presentase selisih antara imbalan kupon pertahun terhadap *bi rate*. Kemudian faktor-faktor tersebut dibentuk dalam persamaan regresi yakni:

$$TP_i = \beta_0 + \beta_1 TI_i + \beta_2 Mitdis_i + \beta_3 Kurs_i + \beta_4 Inf_i + \beta_5 Spread_i + \varepsilon_i$$

dimana  $TP_i$ : total penerbitan pertahun, dan  $\varepsilon_i$ : *error term*.

Estimasi model diatas dilakukan dengan tahapan, (1) mengestimasi model dan menentukan model terbaik yang digunakan (apakah *common effect model*, *fixed effect model*, *random effect model*; (2) melakukan uji signifikansi parameter regresi data panel yang meliputi uji serentak (uji-F) dan uji parsial (Uji-t).

Selanjutnya, untuk menjawab pertanyaan penelitian kedua yakni perubahan tingkat keritelan pada penawaran SBN Ritel menggunakan teknik analisis uji beda. Teknik ini digunakan bertujuan untuk melihat perbandingan penerbitan SBN Ritel sebelum dan sesudah adanya perubahan kebijakan terkait e-SBN tahun 2018. Analisis perbedaan (uji beda/komparatif) adalah analisis untuk mengungkap perbedaan antar dua atau lebih variabel dari data menggunakan uji statistik dalam analisis perbedaan antar kelompok tersebut (Siregar, 2015). Sementara analisis perbedaan (uji beda) melihat perbedaan rata hitung di antara beberapa kelompok dengan teknik uji-t, dan teknik analisis varian (jika sampel memiliki lebih dari dua kelompok) dengan karakteristik sampel berdistribusi normal (Nurgiyantoro et al. 2017). Dalam penelitian ini teknik uji beda yang akan digunakan adalah uji-t. Tahapan dalam uji beda sendiri adalah melihat masing-masing karakter variabel yakni, total penerbitan (TP), total investor (TI), mitra distribusi (Mitdis), dan *spread*. Kemudian untuk pertanyaan penelitian ketiga mengenai perkembangan pembelian SBN Ritel pada generasi muda (investasi antar generasi) dijawab menggunakan statistik deskriptif.

Data-data yang digunakan dalam analisis merupakan data sekunder yang tersedia di Bank Indonesia, Bursa Efek Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, dan Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan RI. Data yang digunakan adalah data 10 (sepuluh) tahun terakhir mencakup tahun periode e-SBN (2013-2018) dan setelah e-SBN (2018-2023). Sampel yang digunakan terdiri atas 41 instrumen SBN ritel, meliputi 18 seri Sukuk Ritel dan 23 seri Obligasi Ritel Indonesia. Sementara itu, data-data perekonomian (inflasi, kurs, *spread bi rate* terhadap imbalan/kupon) turut digunakan untuk mendukung analisis faktor-faktor yang mendukung keputusan investasi pada SBN Ritel.

## HASIL

Hasil yang disajikan pada tabel 1 di bawah merupakan statistik deskriptif untuk variabel yang digunakan dalam penelitian. Sejak tahun 2013-2023 terlihat bahwa rata-rata total penerbitan untuk

instrumen SR dan ORI sebesar Rp24.576.389.000.000 per tahun, nilai minimal Rp 8.210.000.000.000, dan nilai maksimal Rp45.384.522.000.000. Sementara itu, rerata total investor 48.978 orang per tahun, dengan minimal 17.783 orang dan maksimal 109.941 orang. Kemudian, mitra distribusi SBN rata-rata sebanyak 24,77 institusi. Nilai kurs dan inflasi pada periode yang sama memiliki rata-rata sebesar Rp 13.615 dan 4,01%. Lebih lanjut, *spread* memiliki rerata 1,42% dengan maksimal 2,05% dan minimal 0,15%.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

Variabel	Mean	Median	Max	Min	Std.Deviasi
Total Penerbitan (Juta Rp)	24576389	21727518	45384522	8210000	11103047
Total Investor	48977.73	40083	109941	17783	26105.26
Mitra Distribusi	24.77	24.50	31.00	17.00	4.19
Kurs(Rp/US\$)	13615.3	14113.5	15062	9698	1346.7
Inflasi (%)	4.01	3.69	8.04	1.51	1.83
Spread (%)	1.42	1.57	2.50	0.15	0.61

Sumber : Hasil pengolahan data (2024)

Kemudian untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama, diperoleh hasil estimasi pengujian model yakni model *common effect* dan *fixed effect*. Hasil pengujian masing-masing model ditunjukkan melalui tabel berikut:

**Tabel 2. Perbandingan Hasil Estimasi Data pada Common Effect Model dan Fixes Effect Model**

Variabel	Total Penerbitan (Rp/Tahun)	
	<i>Common Effect Model</i> (CEM)	<i>Fixed Effect Model</i> (FEM)
C	6213298 (0.7869)	32087913 (0.1072)
Total Investor (TI)	19038.73 (0.4303)	483.0839*** (0.0000)
Mitra Distribusi (Mitdis)	549161.3*** (0.0010)	-546154.6 (0.3289)
Kurs	-1046.292 (0.5642)	-1143.442 (0.2928)
Inflasi (Inf)	835798.0 (0.4863)	-231497.5 (0.7367)
<i>Spread</i>	6583537.* (0.0955)	-805625.2 (0.7468)
<i>R-squared</i>	0.619614	0.871679
<i>Adjusted R-squares</i>	0.500743	0.820350
<i>F-statistic</i>	5.212502 (0.004997)	16.98233 (0.000007)

\*, \*\*, dan \*\*\* menunjukkan p-value <  $\alpha = 0.1, 0.05,$  dan  $0.01$

Sumber : Hasil pengolahan data (2024)

yang selanjutnya diperoleh hasil terbaik melalui *common effect model*. Model ini merupakan model paling sederhana dibandingkan dengan model lainnya. Pada model *common effect* varians antara silang tempat dan titik waktu tidak dapat dibedakan karena memiliki *intercept* yang tetap, dan bukan bervariasi secara random (Kuncoro, 2003). Pengujian dengan *Random effect model* tidak dilakukan karena jumlah *cross-section* lebih kecil dibandingkan dengan jumlah variabel independen.

Sehingga diperoleh persamaan dari hasil estimasi *common effect model* sebagai berikut:

$$TP_{it} = 6213298 + 19038.73 TI_{it} + 549161.3 Mitdis_{it} - 1046.292 Kurs_{it} + 835798.0 Inf_{it} + 6583537 Spread_{it} + \varepsilon_i$$

Tahapan selanjutnya adalah uji *Goodness of Fit*. Uji *Goodness of Fit* pada penelitian ini terdiri dari uji-F statistik, uji-t statistik dan uji koefisien determinasi ( $R^2$ ). Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara bersama signifikan dalam mempengaruhi variabel dependen.

**Tabel 3. Hasil Uji-F Model**

	F-statistik	P-Value	Kesimpulan
Nilai	5.212502	0.004997***	Signifikan

\*, \*\*, dan \*\*\* menunjukkan p-value  $< \alpha = 0.1, 0.05, \text{ dan } 0.01$   
 Sumber : Hasil pengolahan data (2024)

Kesimpulan nilai 5.212502, kemudian dengan p-value  $0.004997 < \alpha = 0,01$  maka  $H_0$  ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel independen secara bersama berpengaruh terhadap variabel dependen. Selanjutnya adalah Uji-t, untuk melihat seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individu menerangkan variasi variabel dependen.

**Tabel 4. Hasil Uji-t Model**

Variabel	Koefisien	Std.Error	P-Value	Keterangan
C	6213298	22601943	0.7869	Tidak Signifikan
Total Investor	19038.73	23531.86	0.4303	Tidak Signifikan
Mitra Distribusi	549161.3	136163.2	0.0010***	Signifikan
Kurs(Rp/US\$)	-1046.292	1777.084	0.5642	Tidak Signifikan
Inflasi (%)	835798.0	1172643	0.4863	Tidak Signifikan
Spread (%)	6583537	3716372.	0.0955*	Signifikan

\*, \*\*, dan \*\*\* menunjukkan p-value  $< \alpha = 0.1, 0.05, \text{ dan } 0.01$   
 Sumber : Hasil pengolahan data (2024)

Hasil uji-t pada tabel 3 diatas menunjukkan bahwa hanya dua faktor yang diuji pada model yang mempengaruhi volume penerbitan SBN yakni mitra distribusi dan *spread* (selisih imbalan kupon dan *bi rate*). Sementara uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) menghasilkan nilai koefisien 0.619614, artinya 61 persen dari total volume penerbitan dapat dijelaskan oleh variabel total investor, mitra distribusi, kurs, inflasi dan *spread*.

Sementara untuk melihat analisis perbandingan penerbitan SBN Ritel sebelum dan sesudah adanya perubahan kebijakan terkait e-SBN tahun 2018, hasil masing-masing variabel adalah sebagai berikut.

**Tabel 5. Hasil Uji Beda Variabel Sebelum dan Sesudah Penerbitan e-SBN (Tahun 2018)**

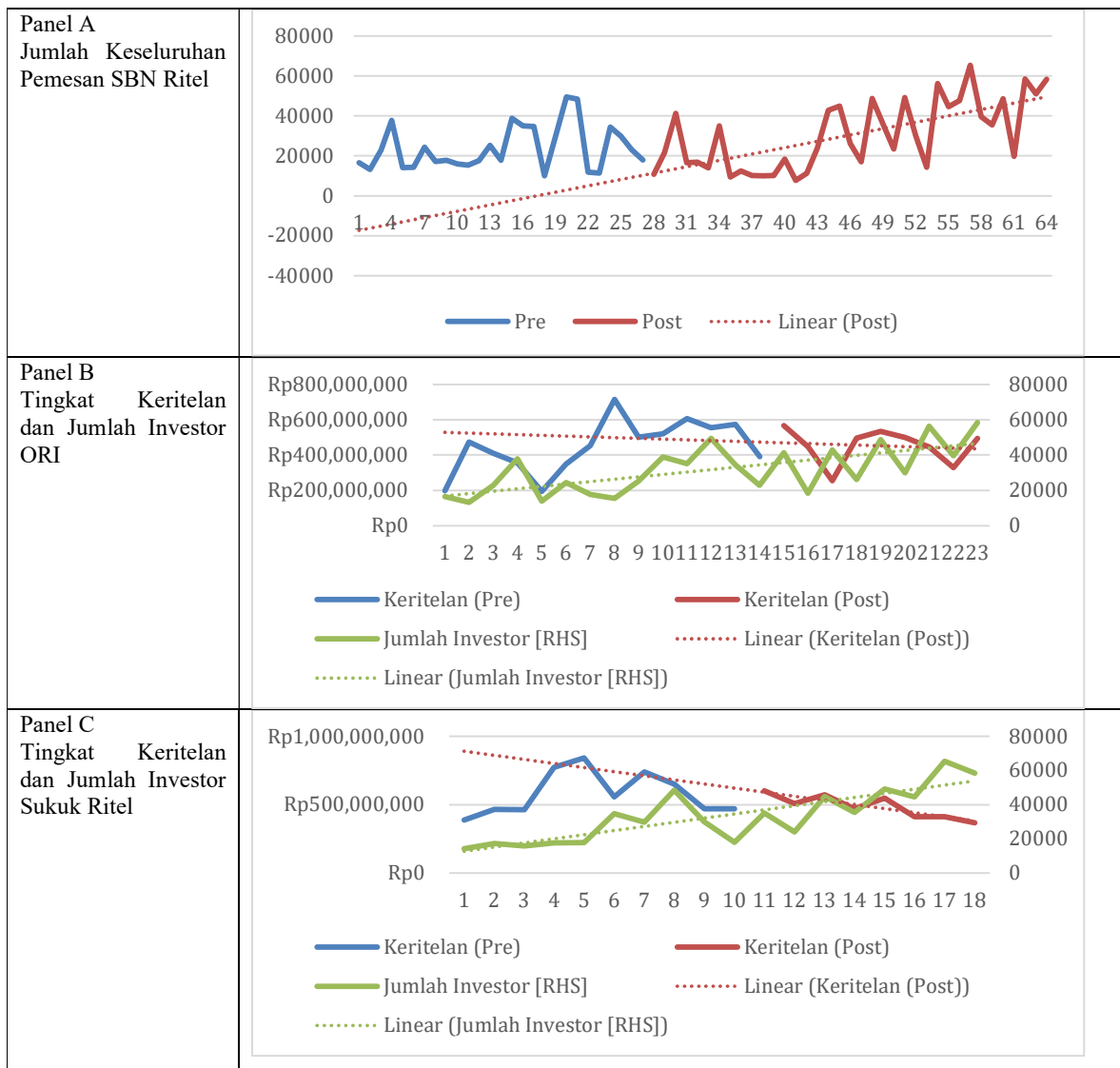
Variabel	P-Value (t-test)	Keterangan
Total Penerbitan	0.0720*	Terdapat perbedaan
Total Investor	0.0108**	Terdapat perbedaan
Mitra Distribusi	0.0010***	Terdapat perbedaan

\*, \*\*, dan \*\*\* menunjukkan p-value  $< \alpha = 0.1, 0.05, \text{ dan } 0.01$   
 Sumber : Hasil pengolahan data (2024)

Hasil uji beda pada tabel 4 diatas menunjukkan bahwa terdapat perbedaan untuk volume penerbitan (total penerbitan) SBN sebelum dan setelah adanya kebijakan e-SBN. Hal ini menyiratkan bahwa volume penerbitan jauh lebih tinggi setelah adanya kebijakan e-SBN dibandingkan sebelum berlakunya kebijakan tersebut. Lebih lanjut, terdapat perbedaan jumlah investor dan mitra distribusi yang signifikan pasca pembelakuan e-SBN dalam pemesanan SBN Ritel.

Pada Gambar 1 ditunjukkan bahwa terdapat penurunan pemesanan per investor atau dapat

disebut perbaikan tingkat keritelan. Panel A memperlihatkan bahwa terdapat peningkatan jumlah investor atau pemesan pada setiap instrumen SBN Ritel yang diterbitkan, dengan tren membaik pasca pemberlakuan e-SBN (garis grafik merah) dibandingkan dengan tren mendatar sebelum pemberlakuan e-SBN (garis grafik biru). Apabila dilakukan pemisahan antara instrumen ORI dan SR, dimana keduanya merupakan instrumen utama SBN Ritel *tradable*, keduanya menunjukkan tren perbaikan yang *observable* pada peningkatan jumlah investor dan tingkat keritelan pasca implementasi e-SBN. Panel B menunjukkan tren penurunan jumlah pemesan per investor (perbaikan tingkat keritelan) dan peningkatan jumlah investor pada instrumen ORI, sementara Panel C menunjukkan tren penurunan jumlah pemesanan per investor (perbaikan tingkat keritelan) dan peningkatan jumlah investor pada instrumen SR.



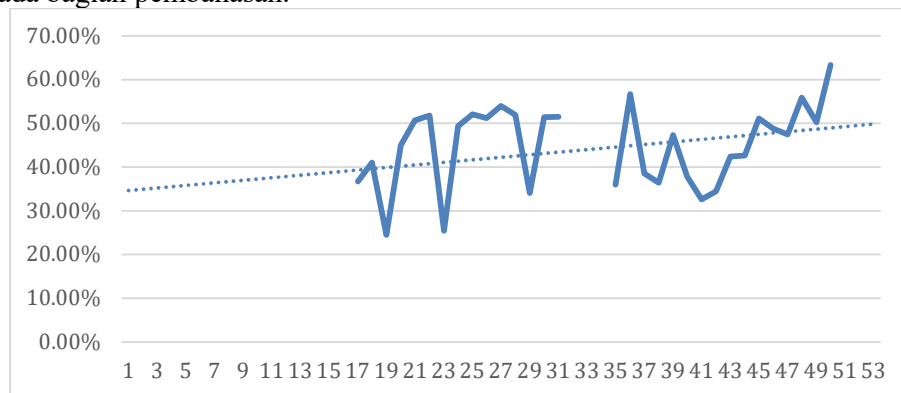
Sumber : Hasil pengolahan data (2024)

**Gambar 1. Perbandingan Jumlah Investor dan Tingkat Keritelan Keseluruhan SBN Ritel, ORI, dan Sukuk Ritel**

SBN Ritel merupakan instrumen investasi yang rendah risiko, sehingga terdapat kemungkinan generasi muda (yang cenderung lebih *less risk averse*) tidak tertarik dengan instrumen ini



berdasarkan kerangka profil risiko dan alokasi aset. Akan tetapi, data menunjukkan bahwa minat generasi muda (Generasi Y/Milenial dan Generasi Z) semakin meningkat, bahkan telah mendominasi jumlah pemesanan pada beberapa seri SBN Ritel. Pada tahun 2012, jumlah pemesan dari generasi muda masih di level 37,33% dari total pemesan. Pada saat awal pemberlakuan e-SBN, yaitu pada tahun 2018, jumlah pemesan dari generasi muda tercatat sebesar 36,72%. Seiring waktu dan implementasi e-SBN yang semakin luas, terlihat bahwa jumlah pemesan SBN Ritel dari generasi muda telah mencapai 63,3%. Artinya, generasi muda justru menunjukkan ketertarikan untuk melakukan investasi pada SBN Ritel sejak diberlakukannya e-SBN, meskipun tidak sejalan dengan profil risiko generasi muda yang dianggap lebih *less risk averse*. Poin ini akan dielaborasi lebih lanjut pada bagian pembahasan.



**Grafik 1. Pemesanan SBN Ritel pada Generasi Y/Milenial dan Generasi Z**

## PEMBAHASAN

Penerbitan SBN Ritel menjadi sumber pendanaan atas defisit APBN yang melibatkan peran serta masyarakat sekaligus menjadi peluang investasi yang menguntungkan. Dengan demikian, sudut pandang masyarakat sebagai investor sangat berbeda dengan sudut pandang pemerintah sebagai penerbit/*issuer*. Investor akan memperhitungkan kondisi perekonomian maupun tingkat kelayakan investasi dari SBN, seperti tingkat imbalan, BI Rate, nilai tukar, volume yang ditawarkan, serta nilai outstanding SBN yang diterbitkan (Suharti E. , 2021). Pengujian yang peneliti lakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan investasi SBN Ritel berhasil menangkap faktor tingkat imbalan (ditunjukkan oleh *spread*) sebagai faktor yang berpengaruh terhadap keputusan investasi pada SBN Ritel. Kemampuan investor untuk menilai tingkat imbalan yang pantas untuk SBN Ritel menunjukkan bahwa telah terjadi peningkatan literasi keuangan di masyarakat.

Meski demikian, hasil pengujian belum berhasil menangkap dampak faktor-faktor perekonomian seperti nilai tukar rupiah terhadap USD dan tingkat inflasi sebagaimana dilakukan oleh Suharti E., (2021) dan Parisi & Rusydiana (2016). Peneliti melihat hal ini akibat kriteria pembelian SBN Ritel yang hanya dipertunjukkan bagi penduduk WNI, sehingga faktor yang melekat pada investor asing maupun investor insitusi menjadi tidak berdampak pada SBN Ritel.

Pengujian terhadap tingkat keritelan SBN Ritel yang melihat jumlah investor dan tingkat keritelan SBN menunjukkan tren yang meningkat pasca pemberlakuan e-SBN. Hal ini menunjukkan bahwa inovasi berbasis teknologi ini bukan menjadi inovasi yang disruptif (Chan & Mauburgne, 2023), namun justru membuka peluang yang lebih luas bagi pegiat sektor jasa keuangan di dalam negeri. Akan tetapi, karena pemerintah kerap menambah kuota pemesanan SBN Ritel untuk mengikuti permintaan investor (misalnya pada SBR012 dengan kuota awal Rp10 triliun kemudian dinaikkan menjadi Rp15 triliun (Antara, 2023)), maka tingkat keritelan akan berbeda antara (1) ditentukan berdasarkan kuota awal atau (2) bergulir menyesuaikan kuota yang

ditingkatkan.

Keberadaan SBN Ritel tidak hanya dipilih sebagai instrumen investasi berisiko rendah, tetapi dipilih sebagai salah satu cara mewujudkan semangat gotong royong membangun Indonesia yang menguntungkan bagi semua. Oleh karena itu, pengamatan turut dilakukan pada generasi muda (diwakili generasi Y/Milenial dan generasi Z) untuk melihat kecenderungan kedua kelompok generasi terhadap tren investasi SBN Ritel. Hasil penunjukkan bahwa minat generasi muda yang diperkirakan lebih *less risk averse* dibandingkan generasi yang lebih tua justru menunjukkan tren yang meningkat. Hal ini sejalan dengan penelitian Fajri (2018) dan Nosita et al. (2020) bahwa faktor demografi tidak berpengaruh pada toleransi risiko dan alokasi aset investor.

Instrumen SBN Ritel juga dapat difungsikan sebagai alternatif diversifikasi untuk menyeimbangkan portofolio atas investasi yang berisiko. Misalnya, aset kripto (*cryptocurrency*) yang beberapa tahun terakhir menjadi sorotan akibat fluktuasi dan pemberitaan yang signifikan, membawa risiko tinggi berupa volatilitas, minimnya regulasi, isu legalitas, serta menjadi sasaran kejahatan siber (Huda & Hambali, 2020). Selain itu, keberadaan SBN Ritel juga melengkapi portofolio untuk melindungi nilai investasi pada kondisi pasar yang kurang kondusif, seperti pada pasar saham yang mengalami fluktuasi apabila terdapat perubahan faktor perekonomian domestik dan global (Abnaina & Swandari, 2022). Isu instabilitas seperti konflik Rusia-Ukraina mampu menyebabkan terjadinya koreksi signifikan pada saham-saham sektor pertambangan di Indonesia (Dwijaya, Suparman, & Kasim, 2023). Dengan demikian, peran SBN Ritel sebagai aset diversifikasi semakin diperlukan untuk mengompensasi risiko-risiko tersebut.

Keberadaan mitra distribusi yang lebih banyak juga terbukti signifikan dalam meningkatkan animo masyarakat terhadap SBN Ritel karena memberikan masyarakat pilihan dan kenyamanan dalam berinvestasi. Kenyamanan dan kemudahan menjadi salah satu prasyarat bagi *cashless society* yang sedang berlangsung saat ini, bahkan dapat membangun keinginan untuk terus menggunakan *platform* tersebut (Lai & Liew, 2021). Selain itu, kemampuan e-SBN menjangkau mitra distribusi yang lebih beragam menunjukkan bahwa inovasi yang dilakukan telah menunjukkan tanda keberhasilan.

## SIMPULAN DAN SARAN

Kehadiran e-SBN sebagai inovasi dalam pemesanan SBN Ritel diharapkan dapat memecahkan persoalan rendahnya tingkat keritelan, jumlah investor, dan jangkauan wilayah investor. Setelah melakukan penelitian terhadap data historis pemesanan SBN Ritel, penelitian ini dapat mengungkapkan tiga hal. Pertama, bahwa faktor yang berperan dalam pengambilan keputusan berinvestasi SBN ritel bukanlah faktor fundamental perekonomian suatu negara, melainkan faktor logis dalam berinvestasi yaitu tingkat imbalan (*spread* atas BI Rate/BI7DRR) dan faktor kenyamanan yaitu ketersediaan mitra distribusi yang beragam. Hal ini menjawab pertanyaan penelitian terkait faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi SBN Ritel. Kedua, peran e-SBN dalam meningkatkan kedalaman keuangan sekaligus sebagai sarana investasi masyarakat berhasil meningkatkan keritelan SBN Ritel, sejalan dengan pertanyaan penelitian berkenaan dengan tingkat keritelan SBN Ritel. Bukti menunjukkan bahwa (1) semakin meningkatnya jumlah investor secara umum dan (2) menurunnya jumlah pemesanan per investor. Ketiga, peran generasi muda dalam berinvestasi semakin meningkat, dibuktikan dari meningkatnya proporsi pemesan generasi Y/Milenial dan generasi Z dalam pemesanan SBN Ritel, bahkan tren terkini menunjukkan dominasi investor dari generasi Y/Milenial dan generasi Z. Sehingga, terlihat perkembangan pembelian SBN Ritel pada generasi muda dengan pertumbuhan yang positif.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, belum dapat menangkap fenomena pada instrumen SBN Ritel *non tradable* (ST dan SBR), diakibatkan masih terbatasnya seri yang ditawarkan dibandingkan ORI dan SR. Kedua, perubahan pedoman tingkat bunga acuan dari BI

Rate menjadi BI7DRR yang mungkin menyebabkan perubahan pola penentuan dan penilaian imbal hasil dari pemerintah dan masyarakat. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat mempertimbangan peran kedua faktor tersebut dalam menganalisis perkembangan investasi SBN Ritel di Indonesia. Selain itu, keberadaan lembaga *financial technology* sebagai mitra distribusi juga dapat dielaborasi lebih lanjut, mengingat perkembangannya yang pesat dalam menarik minat investasi SBN Ritel.

Peneliti memberikan saran kepada pembaca, terutama kepada investor dan calon investor untuk terus meningkatkan kecakapan diri dalam melakukan analisis terhadap instrumen investasi, khususnya SBN Ritel. Hal ini disebabkan semakin menyempitnya *spread* antara tingkat imbalan dengan BI7DRR, sehingga meningkatkan kebutuhan untuk mampu memprediksi kondisi masa depan. Saran kepada penerbit SBN Ritel, untuk dapat melanjutkan inovasi-inovasi yang membuka kesempatan lebih luas bagi masyarakat dalam mengakses layanan e-SBN. Kemudian, saran kepada regulator untuk mendukung terciptanya ekosistem investasi yang ramah terhadap investor pemula dan investor ritel sehingga geliat investasi di tanah air semakin memberi dampak positif bagi pembangunan dan kemajuan bangsa.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abnaina, E., & Swandari, F. (2022). Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Variabel Indeks Global Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Jurnal Manajemen dan Bisnis (Performa)*, 19(1), 83-92. doi:<https://doi.org/10.29313/performa.v19i01.9724>
- Alawi, S. M., Abbassi, W., Saqib, R., & Sharif, M. (2022). Impact of Financial Innovation and Institutional Quality on Financial Development in Emerging Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(3), 1-11. doi:<https://doi.org/10.3390/jrfm15030115>
- Antara. (2006, 8 7). *Keterangan Pers Hasil Penjatahan Obligasi Negara Seri ORI001 Pada Tanggal 7 Agustus 2006*. Diambil kembali dari ANTARA News: <https://www.antarane.ws.com/berita/39590/keterangan-pers-hasil-penjatahan-obligasi-negara-seri-ori001-pada-tanggal-7-agustus-2006>
- Antara. (2023, 1 28). *Pemerintah Tambah Kuota Pemesanan SBR012 jadi Rp15 Triliun*. Diambil kembali dari Antara: <https://www.antarane.ws.com/berita/3368988/pemerintah-tambah-kuota-pemesanan-sbr012-jadi-rp15-triliun>
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2016). *Corporate Finance, 4th Edition*. Pearson.
- Bozesan, M. (2020). *Integral Investing: From Profit to Prosperity*. Springer.
- Chan, K. W., & Mauburgne, R. (2023, Mei-Juni). Innovation Doesn't Have to be Disruptive. *The Magazine*.
- CNBC Indonesia. (2018, 4 6). *Mau Beli Surat Utang 'Ketengan'? Ini Caranya*. Diambil kembali dari CNBC Indonesia: <https://www.cnbcindonesia.com/market/20180406170705-17-10008/mau-beli-surat-utang-ketengan-ini-caranya>
- Dearing, J. W., & Cox, J. G. (2018, 02). Diffusion Of Innovations Theory, Principles, And Practice. *Health Affairs*, hal. 183-190.
- Dickason, Z., & Ferreira, S. J. (2018). The Effect of Age and Gender on Financial Risk Tolerance of South African Investors. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 96-103. doi:[http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15\(2\).2018.09](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15(2).2018.09)
- DJPPR. (2023, 06 30). *ORI023-T3 dan ORI023-T6, Pilihan Berharga Untuk Bahagia Bersama*. Diambil kembali dari Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan Risiko Kemenkeu RI: <https://www.djppr.kemenkeu.go.id/ori023-t3danori023-t6,pilihanberhargauntukbahagiabersama>
- DJPPR. (2023, 11 6). *ORI024T3 dan ORI024T6 Terjual Rp14,51 Triliun Di Tengah Meningkatnya Volatilitas Pasar Keuangan*. Diambil kembali dari Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan Risiko Kementerian Keuangan RI: <https://www.djppr.kemenkeu.go.id/hasilpenjualanori024>
- DJPPR. (2023, 9 25). *SR019 Sukses Pecahkan Rekor Total Investor Terbesar dari Penerbitan SBN Ritel Tradable tahun 2023*. Diambil kembali dari Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan Risiko Kementerian Keuangan RI: <https://www.djppr.kemenkeu.go.id/kphasilpenjualanrsr019>
- DJPPR. (2023). *Tentang Surat Berharga Negara*. Diambil kembali dari Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan Risiko Kemenkeu RI: <https://www.djppr.kemenkeu.go.id/tentangsuratberharganegara>
- DJPPR. (2024, 1 4). *SBN Ritel*. Diambil kembali dari Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan Risiko Kemenkeu RI: <https://www.djppr.kemenkeu.go.id/sbnritel>
- DJPPR. (2024, 01 24). *Tugas dan Fungsi*. Diambil kembali dari Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan

- Risiko Kementerian Keuangan RI: <https://djppr.kemenkeu.go.id/tugasdanfungsi>
- Dwijaya, I. B., Suparman, & Kasim, M. Y. (2023). Russian-Ukraine Invasion's Effect on the Stock Market: An Event Study on Kompas 100 Index. *Jurnal Manajemen dan Bisnis (Performa)*, 20(1), 24-35. doi:<https://doi.org/10.29313/PERFORMA.v20i1.11328>
- Fajri, R. M. (2018). *Analisis Toleransi Risiko, Alokasi Aset, Dan Faktor Pendorong Investasi Pada Investor Pemula (Studi pada Mahasiswa Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta)*. Universitas Gadjah Mada.
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE.
- Huda, N., & Hambali, R. (2020). Risiko dan Tingkat Keuntungan Investasi Cryptocurrency. *Jurnal Manajemen dan Bisnis (Performa)*, 17(1), 72-84. doi:<https://doi.org/10.29313/performa.v17i1.7236>
- IMF. (2022). *Financial Development*. Diambil kembali dari International Monetary Fund: <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>
- Jones, C. P. (2014). *Investment: Principles and Concepts, Twelfth Edition*. Wiley.
- Kementerian Keuangan. (2020). *Pijar Inovasi: Kolaborasi Inovasi Kementerian Keuangan Republik Indonesia Tahun 2020*. Hajarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.
- Kementerian Keuangan. (2023). *Memorandum Informasi Obligasi Negara Ritel Republik Indonesia Seri ORI023T6*. Kementerian Keuangan RI.
- Kuncoro, Mudrajat. 2003. *Metode Riset Untuk Bisnis dan Ekonomi*. Erlangga: Jakarta
- Lai, P. C., & Liew, E. J. (2021). Towards a Cashless Society: The Effects of Perceived Convenience and Security on Gamified Mobile Payment Platform Adoption. *Australasian Journal of Information Systems*, 25, 1-25. doi:<https://doi.org/10.3127/ajis.v25i0.2809>
- Leon, F. M., & Hadinata, C. (2018). The Influence Of Demography And Risk Tolerance Toward. *Jurnal Manajemen*, 22(3), 360-380. doi:<https://doi.org/10.24912/jm.v22i3.427>
- McKinsey. (2022, 8 17). *What is Innovation?* Diambil kembali dari McKinsey: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/mckinsey-explainers/what-is-innovation#/>
- Morgans. (2023). *Wealth Management Risk Profile Questionnaire*. Diambil kembali dari Morgans: <https://www.morgans.com.au/corporate-clients/corporate-financial-benefits/morgans-assets/2A569947442B487DAA4C073C03E9E547.ashx>
- Nosita, F., Pirzada, K., Lestari, T., & Cahyono, R. (2020). Impact of Demographic Factors on Risk Tolerance. *Journal of Security and Sustainability Issues*, 9(4), 1327-1336. doi:[https://doi.org/10.9770/jssi.2020.9.4\(18\)](https://doi.org/10.9770/jssi.2020.9.4(18))
- Novikov, Z., Singer, S. J., & Milstein, A. (2024). Innovation Diffusion Across 13 Specialties and Associated Clinician Characteristics. Dalam J. L. Hefner, D. A. Cross, & P. D. Shay, *Research and Theory to Foster Change in the Face of Grand Health Care Challenges* (hal. 97-115). Emerald.
- OJK. (2022, 11 22). *Siaran Pers: Survei Nasional Literasi dan Inklusi Keuangan Tahun 2022*. Diambil kembali dari <https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/siaran-pers/Pages/Survei-Nasional-Literasi-dan-Inklusi-Kuangan-Tahun-2022>
- Parisi, S. A., & Rusydiana, A. S. (2016). The Comparison of Sukuk and Bond Absorption; Deficit Budget Financing in Indonesia. *Tazkia Islamic Finance and Business Review*, 10(2), 107-121. doi:<https://doi.org/10.30993/tifbr.v10i2.106>
- Suharti, E. (2021). Investment Decision on Government Bonds and Sukuk in Indonesia. *European Journal of Islamic Finance*, 18(1), 1-11. doi:10.13135/2421-2172/5993
- Suharti, S., Prasetyo, Y., Naufal, M. D., & Aminullah, A. (2022). The Investment Effect on Prosperity in Indonesia with Economic Development as an Intervening Variable. *International Journal of Interdisciplinary Islamic Studies (IJIIS)*, 5(2), 1-20. doi:<https://doi.org/10.20885/ijiis.vol.5.iss2.art1>
- Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2021). *Financial Management: Principles and Applications, 14th Edition*. Pearson.
- Tiwari, A. K., Andre, C., & Gupta, R. (2020). Spillovers between US Real Estate and Financial Assets in Time and Frequency Domains. *Journal of Property Investment & Finance*, 38(6), 525-537. doi:10.1108/JPIF-08-2019-0110
- Zhu, X., Asimakopoulos, S., & Kim, J. (2020). Financial Development and Innovation-led Growth: Is Too Much Finance Better? *Journal of International Money and Finance*, 100, 1-24. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.102083>