

**Studi Surat Berharga Negara: Analisis Komparatif Sukuk Negara  
dengan Obligasi Negara Dalam Pembiayaan Defisit APBN**

Oleh:

**Aan Nasrullah<sup>1</sup>**

**ABSTRAK**

*This study aims to assess and compare the debt instruments more effectively between Government Bond (SUN) with Sukuk Sovereign, in financing the budget deficit. This study uses qualitative descriptive method with secondary data. The study provides three main conclusions, First, due to the Fiscal Burden of Debt Maturities (debt maturing), issuance of State Bonds (SUN), has a negative impact on the state budget posture bond issuance was partly used to repay old debts, and the government often make refinancing. Sukuk Sovereign can minimize or even avoid the risk of default (debt trap), because in every publication Sukuk requires the underlying asset. Second, due to the Fiscal Burden of Debt Interest Payments (debt interest), it can be seen from the increasing SBN interest rate risk, the risk of interest payments led to outstanding debt portfolio increases. Additional costs of fluctuating interest will not occur in Sukuk instruments, since the issuance of Sukuk benefit payments to investors will be adjusted by the agreed contract is based on the principle of sharing the profits. Third, Expense Fiscal result of Payments Risk Exchange (exchange risk), basically either Government Bonds or Sukuk will menghadapi exchange rate risk that will increase the fiscal burden as a result of the decline in the exchange rate, but because of the uniqueness of the system of issuing Sukuk, among other schemes for results and mengharuskan the underlying assets, issuance of Sukuk is believed to be able to minimize the payment resulting from exchange rate risk.*

**Keywords: Financing the central government budget deficit, Sukuk Sovereign, Government bonds**

**A. Latar Belakang Masalah**

Awal tahun 2013 perekonomian dunia ditandai dengan *recovery* ekonomi negara-negara maju khususnya Amerika dan Inggris yang tumbuh lebih cepat, serta Jepang dan negara-negara zona Eropa, sementara keadaan yang sebaliknya dialami oleh negara-negara berkembang/ *emergingmarket*, di mana negara-negara berkembang mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi. Tidak terkecuali Indonesia, semenjak tahun 2013 kondisi ekonomi nasional mengalami tantangan berat, diantaranya perlambatan pertumbuhan ekonomi, pelemahan nilai tukar rupiah yang menembus level Rp 14.000/US \$ pada awal semester 2015. Neraca transaksi berjalan juga mengalami defisit akibat pembalikan arus modal asing dari negara-negara berkembang ke Negara maju. Permasalahan perekonomian akan berdampak negatif pada pertumbuhan perekonomian,

---

<sup>1</sup> Penulis adalah Dosen Tetap pada Prodi Ekonomi Syariah Sekolah Tinggi Agama Islam Miftahul 'Ula (STAIM) Nganjuk

pertumbuhan ekonomi nasional pada kuartal II tahun 2015 sebesar 4,67% melambat dari kuartal sebelumnya sebesar 4,71%, dan jika dibandingkan dengan kuartal yang sama tahun lalu 5,12%.

Pertumbuhan ekonomi yang lebih rendah dari ekspektasi semula, akan berdampak pada penurunan pajak nasional, turunnya penerimaan pajak telah menyebabkan meningkatnya defisit APBN<sup>2</sup>, seperti halnya defisit APBN-P 2013 menjadi 2,38% terhadap PDB dari 1,65% pada APBN 2013. Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) merupakan fundamental pembangunan nasional, karena pembiayaan disetiap sektor dibiayai melalui APBN baik sektor ekonomi, politik, pendidikan, kesehatan dan lain sebagainya. Oleh karena itu postur APBN harus dijaga pada posisi yang ideal antara penerimaan dan alokasinya, secara konseptual APBN dikatakan berkesinambungan, jika mampu membiayai seluruh belanjanya dalam waktu yang tidak terbatas<sup>3</sup>.

Problem utama kelangsungan APBN adalah masih adanya defisit anggaran dari tahun ke tahun, data statistik Kemenkeu menunjukkan dari tahun 2012 sampai dengan 2015 APBN Indonesia selalu mengalami defisit di mana Rasio Defisit APBN terhadap PDB (Produk Domestik Bruto) pada Tahun 2012 adalah 1,9 % Tahun 2013, 2014 dan 2015 masing-masing 2,3% 2,3% dan 1,9%., sedangkan untuk rasio utang nasional terhadap PDB pada tahun 2012 adalah 23%, pada tahun 2013, 2014 dan 2015 masing-masing adalah 24,9% 24,7% dan 24,7%. Jika melihat data, maka defisit APBN mengalami keadaan yang fluktuatif, sehingga menyebabkan bertambahnya beban utang nasional.

Dalam suatu perekonomian defisit anggaran dan utang nasional memang suatu hal yang wajar, persoalannya adalah bagaimana dapat menjaga defisit anggaran pada tingkat yang aman sehingga defisit tersebut masih dapat dicarikan pembiayaannya. Penjelasan Pasal 12 ayat 3 Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara menyebutkan bahwa defisit anggaran dibatasi maksimal sebesar 3 persen dan utang maksimal 60 persen dari produk domestik bruto (PDB). Keadaan defisit anggaran masih dibawah batasan yang diamanatkan undang-undang, namun yang menjadi masalah adalah defisit anggaran yang dibiayai dengan utang dalam jangka panjang akan mempersempit ruang gerak fiskal.

---

<sup>2</sup>DJPU, 2013. *Analisis Portofolio dan Resiko Utang tahun 2013*. Kementrian Keuangan. Hal. 2

<sup>3</sup>Langenus, 2006. Dalam Yeyati, E. L. dan F. Sturzenegger, 2007, *A Balance-Sheet Approach to Fiscal Sustainability*, working paper, Universidad Torcuato Di Tella.

Resiko fiskal yang tidak dapat diantisipasi akan dengan baik akan membebani anggaran, sehingga akan berpeluang menghambat pembangunan dan pencapaian pertumbuhan ekonomi. Pada negara-negara berkembang implikasinya lebih berat. Terjadinya risiko fiskal yang membebani anggaran akan menjalar dengan cepat pada perekonomian secara keseluruhan, mendorong pelarian modal (*capital outflow*), dan bahkan mengubah arah pertumbuhan ekonomi. Lebih jauh, pada negara-negara berkembang dengan kelembagaan ekonomi yang masih lemah, ekspektasi terjadinya risiko fiskal akan mempengaruhi perilaku agen-agen ekonomi sehingga berpeluang menghambat pertumbuhan ekonomi kendati risiko fiskal tersebut belum terjadi sesungguhnya<sup>4</sup>.

Oleh karena agar utang tidak membebani ruang gerak fiskal, sudah seharusnya dicarikan instrumen utang yang tepat, sejak tahun 2005 Surat Berharga Negara (SBN) menjadi instrumen utama dalam pembiayaan APBN, SBN yang selama ini digunakan adalah SUN (Surat Utang Negara) yang terdiri dari Obligasi Negara dan Surat Perbendaharaan Negara dan SBSN (Surat Berharga Syariah Negara) atau Sukuk Negara, maka studi ini ditujukan untuk mengkaji dan membandingkan instrumen utang yang lebih efektif antara Obligasi Negara dengan Sukuk Negara, untuk membiayai defisit APBN.

## **B. Kajian Pustaka**

Dalam kajian pustaka ini akan dibahas secara ringkas dua instrumen utang yakni Obligasi Negara dan Sukuk Negara. hal yang mendasar antara keduanya adalah Obligasi Negara diterbitkan dengan sistem konvensional sedangkan Sukuk Negara diterbitkan dengan sistem Syariah.

### **1. Obligasi Negara (SUN)**

Pembahasan tentang Obligasi Negara akan disamakan dengan SUN, karena Obligasi adalah bagian dari SUN. Menurut UU No. 24 tahun 2002, pasal 1 SUN adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya. Dasar hukum penerbitan SUN adalah UU No. 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara, selain UU dasar hukum lainnya adalah beberapa peraturan Menteri Keuangan, seperti Keputusan Menteri Keuangan Nomor 66/KMK.01/2003, Peraturan Menkeu Nomor 209/PMK.08/2009, Peraturan Menkeu Nomor 50/PMK.08/2008, selain itu

---

<sup>4</sup>Barnhill dan Kopits, 2003 dalam Kuncoro. *Ketangguhan APBN dalam Pembayaran Utang*. Jurnal Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, April 2011. Bank Indonesia. Hal. 435

juga beberapa peraturan dari Bank Indonesia (BI) terkait dengan peran BI sebagai agen lelang, registrasi, kliring setelmen SUN dan *centralregistrasi*.

Tujuan penerbitan SUN negara adalah: *Pertama*, membiayai defisit APBN, *Kedua*, menutup kekurangan kas jangka pendek akibat ketidaksesuaian antara arus kas penerimaan dan pengeluaran dari rekening Kas Negara dalam satu tahun tertentu, *Ketiga*, Mengelola portofolio utang Negara. Pemerintah berwenang untuk menerbitkan SUN setelah mendapat persetujuan DPR yang disahkan dalam kerangka pengesahan APBN dan setelah berkonsultasi dengan BI. Atas penerbitan tersebut, pemerintah berkewajiban membayar bunga dan pokok saat jatuh tempo, dana untuk membayar pembayaran bunga dan pokok SUN disediakan dalam APBN<sup>5</sup>. Berdasarkan UU No. 24 tahun 2002, pengelolaan SUN diselenggarakan oleh Menteri Keuangan. Pengelolaan itu sendiri sejak tahun 2002 dengan dibentuknya tim *Debt Management Unit (DMU)* yang bermetamorposis menjadi Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang (DJPU).

Manfaat penerbitan SUN, antara lain: *Pertama*, Sebagai Instrumen Fiskal, dimana SUN diharapkan dapat menggali potensisumber pembiayaan APBN yang lebih besar dari investor pasar modal. *Kedua*, Sebagai Instrumen Investasi, SUN Menyediakan alternatif investasi yang relatif bebas risiko gagal bayar dan memberikan peluang bagi investor dan pelaku pasar untuk melakukan diversifikasi portofolionya guna memperkecil risiko investasi. Selain itu, investor SUN memiliki *potentia lcapital gain* dalam transaksi perdagangan di pasar sekunder. *Potential capital gain* ialah potensi keuntungan akibat lebih besarnya harga jual obligasi dibandingkan harga belinya. *Ketiga*, Sebagai Instrumen Pasar Keuangan, SUN dapat memperkuat stabilitas sistem keuangan dan dapat dijadikan acuan (*benchmark*) bagi penentuan nilai instrumen keuangan lainnya<sup>6</sup>.

Selain memberi manfaat bagi berbagai kalangan, Penerbitan SUN juga memendam resiko, diantaranya, *Pertama*, Resiko Tingkat Bunga, resiko ini terjadi akibat volatilitas tingkat bunga yang menyesuaikan terhadap suku bunga acuan. Jika hal ini terjadi akan dapat menambah beban pembayaran bunga portofolio (SUN). *Kedua*, Resiko Nilai Tukar, Resiko ini terjadi akibat dari fluktuasi nilai tukar mata uang, baik SUN yang diterbitkan dalam mata uang domestik maupun valuta asing seperti US Dollar, yang ditunjukkan oleh rasio utang mata uang asing terhadap total utang. *Ketiga*, Risiko pembiayaan kembali

---

<sup>5</sup> Direktorat Surat Utang Negara DJPU, *Mengenal Surat Utang Negara*. diakses di [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id)

<sup>6</sup>*Ibid.*

(*refinancing*) adalah potensi naiknya tingkat biaya utang pada saat melakukan pembiayaan kembali, atau bahkan tidak dapat dilakukan *refinancing* sama sekali yang akan meningkatkan beban pemerintah dan/atau mengakibatkan tidak terpenuhinya kebutuhan pembiayaan Pemerintah. Risiko *refinancing* terutama disebabkan oleh jumlah utang yang jatuh tempo dalam jumlah besar terjadi secara bersamaan, sehingga akan meningkatkan jumlah penerbitan/penarikan utang dan meningkatkan *Yield* yang diminta investor/*lender*<sup>7</sup>. Keempat, Resiko Legalitas Formal, resiko ini terjadi ketika ada UU baru atau peraturan pemerintah yang terkadang juga menghambat atau memberatkan baik dari sisi penerbit maupun investor SUN.

## 2. Sukuk Negara (SBSN)

Dari sisi terminologi, berikut akan diuraikan beberapa definisi sukuk dari berbagai sumber, yaitu AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution), Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), Bapepam dan LK, UU No 19 tahun 2008 dan pakar ekonomi. Dalam *Shari'a Standard* No.17 tentang Investment Sukuk yang diterbitkan, AAOIFI mendefinisikan Sukuk sebagai berikut:

*“Investment Sukuk are certificates of equal value representing undivided share in ownership of tangible assets, usufructs and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued”*

Dari definisi di atas dapat dipahami bahwa sukuk merupakan sertifikat bernilai sama yang mewakili bagian tak terpisahkan dalam kepemilikan suatu aset berwujud, manfaat atau jasa, atau kepemilikan dari aset suatu proyek atau aktivitas investasi tertentu, yang terjadi setelah adanya penerimaan dana sukuk, penutupan pemesanan dan dana yang diterima dimanfaatkan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk.

Sukuk dalam aplikasinya di Indonesia kemudian disebut Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/ Sukuk Negara. Adapun pengertian dari Sukuk Negara sebagaimana yang tercantum dalam Undang-undang RI Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau disebut Sukuk Negara. Sukuk Negara adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset Sukuk Negara, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Adapun tujuan dari

---

<sup>7</sup>Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, 2014. *Laporan Analisis Portofolio dan Risiko UtangTAHUN 2013*. 14

penerbitan Sukuk Negara adalah untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), termasuk membiayai pembangunan proyek (seperti proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat).

Penerbitan Sukuk Negara oleh pemerintah memiliki beberapa manfaat, secara umum manfaat penerbitan Sukuk Negara memiliki kesamaan dengan penerbitan Surat Berharga Negara lainnya sebagaimana yang diuraikan di atas, namun karena penerbitan Sukuk Negara berdasarkan prinsip syariah tentu memiliki manfaat yang lebih dari SUN, diantaranya, *Pertama*, Sukuk Negara sebagai alternatif pembiayaan defisit APBN selain SUN, dan alternatif investasi bagi investor yang ingin dananya di dikelola secara syar'i, *Kedua*, Sukuk Negara dapat turut memperkaya efek syariah yang diperdagangkan di pasar modal syariah, sehingga dapat mengembangkan, memperkuat dan meningkatkan peran sistem keuangan berbasis syariah di dalam negeri, *Ketiga*, menciptakan *benchmark* instrumen keuangan syariah baik di pasar keuangan syariah domestik maupun internasional, *Keempat*, Sukuk negara dapat membiayai pembangunan proyek infrastruktur serta mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara (BMN).

Sukuk Negara sebagai mana efek pada pasar modal lainnya juga memiliki resiko<sup>8</sup>, Secara umum, resiko sukuk mirip dengan resiko pada instrumen pada pasar modal lainnya, adapun resiko Sukuk Negara antara lain: *Pertama*, Resiko Tingkat Pengembalian (*Rate of Return Risk*) Resiko tingkat pengembalian ada pada semua tipe sukuk dengan pengembalian tetap (*fixed rate*). Imbal hasil yang mengacu pada LIBOR atau *benchmark* konvensional lainnya membuat *return* pada sukuk dipengaruhi suku bunga. Sedangkan pada akad mudharabah, imbal hasil sangat bergantung pada kinerja perusahaan yang dapat naik dan turun. *Kedua*, Resiko Kredit (*Credit Risk*) Resiko kredit pada sukuk ijarah dihadapi oleh investor disebabkan kegagalan pembayaran (*default*) atas sewa *underlying asset*. Kecenderungan *default* menjadi lebih besar karena mekanisme penjadwalan ulang atas hutang dengan imbal hasil/suku bunga lebih tinggi tidak diperbolehkan dalam hukum Islam. Resiko kredit pada sukuk harus dinilai secara independen khususnya, jika pemberi pinjaman memiliki alternatif pengantian lain ketika *underlying asset* tidak dapat menutupi kerugian yang terjadi.

---

<sup>8</sup>Chartered Financial Analyst (2007) dalam Rusydiana dan Jarkasih, 2009.

*Ketiga*, Resiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*), Resiko nilai tukar dapat terjadi jika *return* atas pengelolaan *underlying asset* diberikan dalam mata uang asing. Penerbit dapat menghitung dan memberikan jaminan atas resiko tersebut dalam rangka melindungi investor dari pergerakan nilai tukar. *Keempat*, Resiko Tingkat Harga (*Price/Collateral Risk*), Resiko tingkat harga terjadi ketika spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan sukuk yang diajukan berbeda dengan nilai pasar sesungguhnya dan laporan atas nilai *underlying asset*. *Kelima*, Resiko Likuiditas (*Liquidity Risk*), pertumbuhan pasar sekunder yang lambat membuat investor sukuk menghadapi resiko likuiditas. Kecenderungan membeli dan menahan (*buy and hold*) pada mayoritas investor sukuk membuat mekanisme transfer kepemilikan sukuk tidak efisien. Hal ini terjadi pula pada sukuk salam, di mana aset yang mawadahi kontrak merupakan komoditas pertanian. Sehingga perdagangan pada sekuritas tersebut menimbulkan unsur spekulasi. *Keenam*, Resiko Kepatuhan Syariah (*Sharia Compliance Risk*) Perkembangan pasar yang pesat memungkinkan adanya struktur sukuk yang tidak memenuhi aspek syariah. Standarisasi dan perhatian atas aturan-aturan syariah pada sukuk dibuat dalam rangka melindungi investor muslim dari praktek-praktek yang tidak sesuai dengan prinsip-prinsip Islam.

Perbedaan antara Sukuk Negara dengan Obligasi Negara (SUN) dapat digambarkan dari tabel 2. 1 berikut;

**Tabel 2.1**  
**Perbedaan Sukuk Negara dengan**  
**Obligasi Negara atau SUN**

	Sukuk Negara / SBSN	Obligasi Negara / SUN
Prinsip Dasar	Surat Berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan/ penyertaan terhadap Aset SBSN	Surat Berharga yang merupakan surat pengakuan utang tanpa syarat dari penerbit
<i>Underlying Asset</i>	Memerlukan <i>underlying asset</i> sebagai dasar penerbita	Umumnya tidak ada
Fatwa atau Opini Syariah	Memerlukan Fatwa/Opini Syariah untuk menjamin kesesuaian sukuk dengan prinsip syariah	Tidak ada
Penggunaan Dana	Sumber pembiayaan APBN, termasuk Pembiayaan proyek pemerintah	Sumber pembiayaan APBN
<i>Return</i>	Imbalan, bagi hasil, margin, <i>capitalgain</i>	Bunga, <i>capital gain</i>
Dasar Hukum	Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara	Undang-Undang Nomor 24 tahun 2001 tentang Surat Utang Negara

Sumber: diolah

Dari Tabel 2.1 tersebut dapat dilihat dengan jelas perbedaan antara Sukuk Negara dengan Obligasi Negara, meski keduanya merupakan adalah termasuk dari Surat Berharga Negara (SBN), namun karena memiliki prinsip yang berbeda, maka pada prakteknya juga memiliki banyak perbedaan dan hasil dari penerbitan keduanya baik dari segi manfaat dan juga resiko juga berbeda pula, yang akan dibahas lebih dalam pada bagian selanjutnya.

### C. Metode Penelitian

Metode penelitian ini menggunakan metode kualitatif deskriptif, penggunaan metode tersebut diharapkan dapat memberi gambaran secara jelas mulai dari persamaan, perbedaan serta hasil dari penerbitan kedua jenis SBN tersebut. Adapun data sekunder dalam penelitian diambil dari instansi pemerintahan terkait, yaitu: Bank Indonesia melalui [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id), Kemenkeu, melalui [www.kemenkeu.go.id](http://www.kemenkeu.go.id) serta Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang melalui [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id). Dan Badan Pusat Statistik melalui [www.bps.go.id](http://www.bps.go.id) serta untuk memperkaya pembahasan, maka publikasi-publikasi ilmiah lainnya juga dimanfaatkan.

### D. Hasil dan Analisis

Untuk kemudahan pembahasan dan pemahaman akan analisis komparatif Sukuk Negara dengan Obligasi Negara / SUN Dalam Pembiayaan Defisit APBN, maka sistematika dalam analisis ini akan dibagi menjadi dua bagian utama, *Pertama*, analisis tentang postur APBN selama enam tahun terakhir dan sumber pembiayaan defisit APBN dan *Kedua*, analisis dampak penerbitan Sukuk Negara dan Obligasi Negara (SUN) terhadap postur APBN atau ruang gerak fiskal pada tahun selanjutnya, di mana jika penerbitan Sukuk Negara dan Obligasi Negara (SUN) tersebut berdampak pada beban fiskal, maka bisa dinilai bahwa penerbitan Sukuk Negara dan Obligasi Negara (SUN) tidak efisien dan perlu dicarikan sumber pembiayaan lainnya. Dengan kata lain akan bisa dilihat instrumen pembiayaan mana yang lebih efisien apakah Sukuk Negara atau Obligasi Negara (SUN).

#### 1. Postur APBN dan Sumber Pembiayaan Defisit.

Pembangunan Nasional yang terus dilakukan oleh pemerintah yang bertujuan untuk kesejahteraan rakyat, seperti halnya pembangunan infrastruktur, penyediaan fasilitas pendidikan dan kesehatan, subsidi serta pemberian rasa aman dan tentram memerlukan anggaran biaya yang besar, di mana setiap tahunnya selalu mengalami peningkatan yang



signifikan, hal ini pulalah yang menyebabkan postur APBN selalu mengalami defisit selain karena target pendapatan negara yang tidak tercapai. Untuk melihat postur APBN dari tahun ke tahun dapat dilihat pada gambar 5.1 berikut:

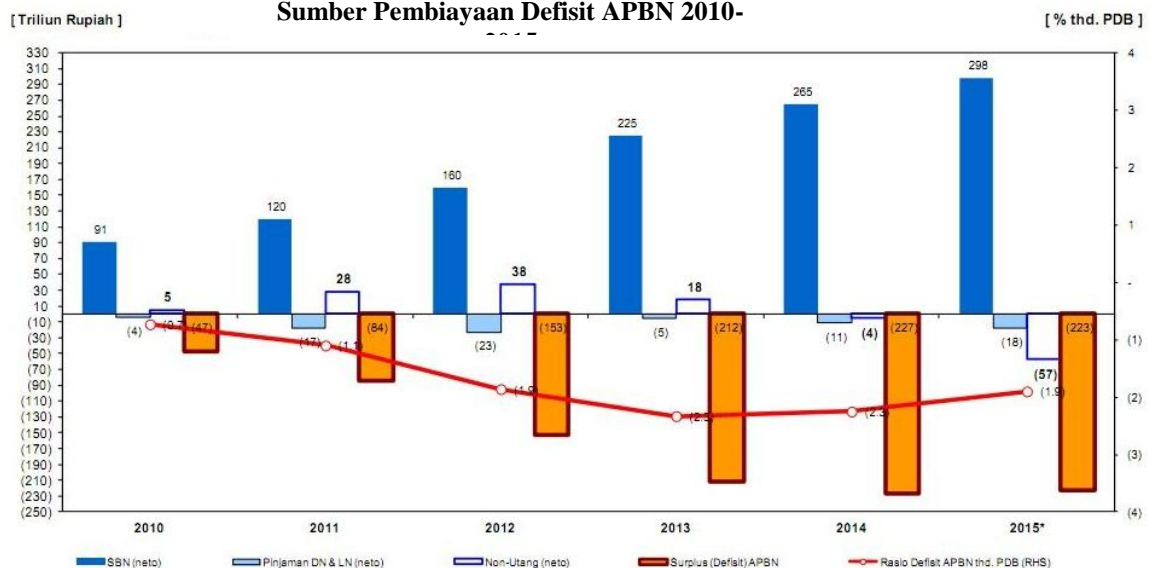
**Gambar 5.1**  
**Postur APBN 2010-2015**

	LKPP					APBN-P
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>A. Pendapatan Negara dan Hibah</b>	<b>995.3</b>	<b>1,210.6</b>	<b>1,338.1</b>	<b>1,438.9</b>	<b>1,635.4</b>	<b>1,761.6</b>
I. Penerimaan Dalam Negeri	992.3	1,205.4	1,332.3	1,432.1	1,633.1	1,758.3
1. Penerimaan Perpajakan	723.3	873.9	980.5	1,077.3	1,246.1	1,489.3
2. Penerimaan Bukan Pajak	268.9	331.5	351.8	354.8	386.9	269.1
II. Hibah	3.0	5.2	5.8	6.8	2.3	3.3
<b>B. Belanja Negara</b>	<b>1,042.1</b>	<b>1,295.0</b>	<b>1,491.4</b>	<b>1,650.6</b>	<b>1,876.9</b>	<b>1,984.1</b>
I. Belanja Pemerintah Pusat	697.4	883.7	1,010.6	1,137.2	1,280.4	1,319.5
a. Bunga Utang	88.4	93.3	100.5	113.0	135.5	155.7
- Dalam Negeri	61.5	66.8	70.2	98.7	120.6	141.2
- Luar Negeri	26.9	26.4	30.3	14.3	14.9	14.5
b. Subsidi	192.7	295.3	346.4	355.0	403.0	212.1
II. Transfer Daerah	344.7	411.3	480.6	513.3	596.5	664.6
III. Suspend / III. Suspend			0.2	0.1	-	-
<b>C. Keseimbangan Primer</b>	<b>41.5</b>	<b>8.9</b>	<b>(52.8)</b>	<b>(98.6)</b>	<b>(106.0)</b>	<b>(66.8)</b>
<b>D. Surplus / (Defisit) Anggaran (A-B)</b>	<b>(46.8)</b>	<b>(84.4)</b>	<b>(153.3)</b>	<b>(211.7)</b>	<b>(241.5)</b>	<b>(222.5)</b>
<b>E. Pembiayaan</b>	<b>91.6</b>	<b>130.9</b>	<b>175.2</b>	<b>237.4</b>	<b>241.5</b>	<b>222.5</b>
I. Pembiayaan Utang	86.9	102.7	137.0	219.3	253.7	279.4
II. Pembiayaan Non-Utang	4.6	28.3	38.1	18.1	(12.2)	(56.9)
Kelebihan (Kekurangan) Pembiayaan	44.7	46.6	21.9	25.7	0.0	0.0

Sumber: DJPU 2015

Gambar 5.1 memperlihatkan secara kuantitatif defisit anggaran mengalami peningkatan sejak enam tahun terakhir, di mana pada tahun 2010 defisit anggaran mencapai Rp 46.8 Triliun dan pada tahun 2015 mencapai Rp 222.5 Triliun. Dengan kata lain rata-rata setiap tahun APBN mengalami defisit anggaran Rp 160 triliun. Sedangkan untuk pembiayaan defisit anggaran dapat dilihat dari Gambar 5.2 berikut:

**Gambar 5.2**  
**Sumber Pembiayaan Defisit APBN 2010-**



Sumber: DJPU 2015

Gambar 5.2 dengan jelas memperlihatkan bahwa (garis orange) defisit APBN dari tahun 2010 s/d 2015 (APBN-P) selalu mengalami defisit dan pembiayaan APBN (garis Biru) yang bersumber dari penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) mengalami peningkatan sejak enam tahun terakhir, tahun 2010 pembiayaan defisit APBN sebesar Rp 91 Triliun, 2011 Rp 120 Triliun, 2012, 2013, 2014 dan 2015 masing-masing Rp 160 triliun, Rp 225 Triliun, Rp 265 dan Rp 289 Triliun. Hal ini menggambarkan penerbitan SBN menjadi instrumen utama dalam pembiayaan defisit APBN.

Pembiayaan defisit APBN merupakan keputusan politik antara Pemerintah dan DPR-RI antara lain untuk:

- a. Menjaga stimulus fiskal melalui misalnya pembangunan infrastruktur, pertanian dan energi, dan proyek padat karya
- b. Pengembangan peningkatan kesejahteraan masyarakat misalnya PNPM, BOS, Jamkesmas, Raskin, PKH, Subsidi
- c. Mendukung pemulihan dunia usaha termasuk misalnya insentif pajak
- d. Mempertahankan anggaran pendidikan 20%
- e. Peningkatan anggaran Alat Utama Sistem Persenjataan (Alutsista), serta
- f. Melanjutkan reformasi birokrasi.

Jika mengacu pada data publikasi di atas (Gambar 5. 1 dan 5.2), postur APBN Indonesia selalu mengalami defisit dari tahun ke tahun, bahkan bisa dipastikan tahun-tahun ke depan juga akan mengalami masalah defisit anggaran, defisit anggaran memang suatu kewajaran apabila APBN menganut sistem APBN Bebas, hal serupa juga dialami oleh negara-negara maju lainnya. Selanjutnya agar tidak mengganggu ruang gerak fiskal dalam pembangunan, maka sudah seharusnya defisit tersebut dicarikan sumber pembiayaannya. Sejak tahun 2005 SBN dijadikan sumber utama dalam pembiayaan defisit anggaran, kenaikan SBN periode 2010-2014, antara lain untuk *refinancing* utang lama yang jatuh tempo, dan *refinancing* dilakukan dengan utang baru yang mempunyai *terms&conditions* yang lebih baik.

Defisit Anggaran maupun rasio utang terhadap PDB Indonesia memang masih lebih baik jika dibandingkan dengan negara-negara maju, sebut Jepang, Inggris dan Amerika, namun bila diperhatikan lebih dalam lagi bahwa keadaan fiskal dan fundamental perekonomian Indonesia jauh dibawah Negara-negara maju, artinya negara-negara maju tersebut tidak mudah terpengaruh ketika ada *shock* dari luar, karena fundamental perekonomian yang kuat, berbeda dengan Indonesia yang masih sangat tergantung dari

negara lain ini bisa kita lihat dari sejarah krisis ekonomi Indonesia yang semua berawal dari negara lain. Sehingga *termend conditions* fiskal harus selalu ditingkatkan, salah satunya dengan cara mencari instrumen pembiayaan defisit APBN yang tidak mengganggu ruang gerak fiskal pada tahun-tahun selanjutnya setelah penerbitan instrumen tersebut.

Komposisi utang lebih banyak didominasi oleh SBN daripada Pinjaman, Tabel 5.3. menunjukkan bahwa komposisi utang pemerintah pusat yang berasal dari SBN mencapai 63% pada 2010 dan 37% dari pinjaman, pada tahun 2015 (angka sementara) SBN mencapai 76% dan pinjaman 24%. Meningkatnya porsi SBN dari tahun ke tahun disebabkan oleh strategi pembiayaan utang mengutamakan penerbitan SBN daripada pinjaman.

**Tabel 5.1**  
**Posisi Utang Pemerintah 2010-2015**

[ triliun Rupiah dan % ]

Tahun	2010		2011		2012		2013		2014		2015*)	
Pinjaman	617	37%	621	34%	617	31%	714	30%	678	26%	729	24%
SBN	1,064	63%	1,188	66%	1,361	69%	1,661	70%	1,931	74%	2,276	76%
Total Utang Pemerintah Pusat	1,682	100%	1,809	100%	1,978	100%	2,375	100%	2,609	100%	3,006	100%

Sumber : DJPU 2015

## 2. Keadaan Ruang Gerak Fiskal Akibat Penerbitan Sukuk Negara dan Obligasi Negara (SUN)

Dalam pembahasan bagian dua ini akan dianalisa bagaimana keadaan ruang gerak fiskal setelah penerbitan Surat Berharga Negara, baik Sukuk Negara maupun Obligasi Negara (SUN).

### a. Beban Fiskal akibat Utang Jatuh Tempo (*Debt Maturing*).

Pengelolaan utang yang tidak berpegang pada prinsip kehati-hatian, akan menyebabkan bertambahnya beban fiskal pada tahun anggaran selanjutnya. Berdasarkan beberapa hasil penelitian, beban fiskal di Indonesia lebih banyak disebabkan oleh penerbitan Obligasi Negara (SUN) pada tahun-tahun sebelumnya. Putra dkk<sup>9</sup> dalam penelitiannya memberi kesimpulan bahwa jika pemerintah tidak bisa mengelola utang dan melakukan *repofling* diperkirakan pemerintah akan membayar utang antara Rp 7.000 sampai dengan Rp 14.000 triliun ditahun 2040, yang disebabkan oleh kebijakan penerbitan Obligasi Negara untuk rekapitulasi perbankan pada tahun 1998.

<sup>9</sup> Dalam Ahmad Iskandar, 2011. *Obligasi Rekapitulasi Perbankan*. Jakarta: Dian Rakyat. 139.

Menurutnya berdasarkan hasil uji statistik dengan Dickey Fuller (DF) maupun Phillips Persons (PP) kebijakan fiskal Republik Indonesia selama periode 1970-2000 tidak *sustainable* (tidak berkelanjutan). Hal ini akan menyebabkan rentanya pada kemampuan APBN dalam melakukan pembiayaan pembangunan. Fakta tidak berkesinambungnya fiskal diperburuk oleh kondisi defisit APBN yang pada gilirannya akan memacu pembentukan utang publik baru atau penundaan pembayaran utang yang jatuh tempo.

Fuad Rahmani<sup>10</sup> secara garis besar dalam penelitiannya memberi kesimpulan yang sama atas kondisi fiskal Indonesia, yakni tidak berkelanjutan. Menurutnya untuk menutup Obligasi Negara (SUN) yang jatuh tempo, maka pemerintah harus terus menerus melakukan *refinancing* (menerbitkan obligasi untuk membiayai obligasi yang jatuh tempo). Langkah tersebut diakuinya akan menimbulkan kerentanan APBN terhadap fluktuasi *interestrate* dan *refinancingrisk* serta *contigentliabilities*. Lebih jauh hasil penelitiannya juga menggambarkan bahwa untuk menghindari beban fiskal akibat lonjakan pembayaran utang pokok yang jatuh tempo, pemerintah telah mengeser utang dalam negeri yang seharusnya jatuh tempo pada tahun 2004-2009 menjadi 2020 atau 2040.

Keterangan dari hasil penelitian di atas menggambarkan bahwa instrumen pembiayaan defisit APBN selama ini telah berdampak negatif terhadap beban fiskal pada tahun-tahun selanjutnya, ini membuktikan bahwa instrumen pembiayaan defisit APBN tidak produktif dan berdampak pada sempitnya ruang gerak fiskal, sehingga penerbitan SUN sebagian untuk menutup utang lama, dikhawatirkan kedepan kita akan masuk “kubangan” utang abadi (*debt trap*). Jika beban fiskal selalu bertambah akibat pembayaran utang jatuh tempo, bisa dipastikan tahun-tahun yang akan datang ruang gerak fiskal akan semakin sempit, dan ujung-ujungnya adalah kelesuan aktivitas ekonomi, secara konseptual aktivitas ekonomi yang lesu akan mengurangi pendapatan nasional (PDB) dan pada akhirnya kesejahteraan masyarakat secara materi juga semakin berkurang.

Penerbitan Sukuk Negara dianggap dapat meminimalisir atau bahkan dapat menghindari resiko gagal bayar (*debttrap*), hal ini mengingatkan bahwa penerbitan Sukuk Negara aman dan stabil. Instrumen Sukuk Negara sebagai pembiayaan defisit APBN, menjadikan pemerintah akan semakin mudah dalam pengelolaan sumber utang, karena dalam setiap penerbitannya Sukuk Negara harus berdasarkan *underlying asset* yang jelas

---

<sup>10</sup> *Ibid*, 141

sebagai dasar transaksi. Penggunaan *underlying asset* juga akan membuat pemerintah tidak berlebihan dalam penerbitan Sukuk Negara, karena disesuaikan dengan kapasitas dari objek yang dijadikan *underlying asset*, hal ini sama halnya utang tersebut masih pada level yang mampu dikendalikan oleh pemerintah. Dan tentunya sebagai Negara kepulauan dan penduduk yang mayoritas muslim pemerintah tidak perlu khawatir mengenai kapasitas objek yang bisa dijadikan *underlying asset*.

#### b. Beban Fiskal akibat Pembayaran Bunga Utang.

Dalam setiap penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) selalu dibarengi dengan pembayaran kembali berupa pembayaran pokok dan bunga, sebagai imbal hasil bagi investor. Pembayaran bunga Obligasi Negara tentu dapat menambah beban fiskal, terutama SBN yang memakai bunga mengambang (kupon mengambang), terlebih lagi ketika ada kenaikan suku bunga. Beban fiskal akibat pembayaran bunga SBN dapat dilihat dari meningkatnya resiko tingkat bunga, sebagaimana Gambar 5.3 berikut:

**Gambar 5.3**  
**Resiko Tingkat Bunga**



Sumber : DJPU 2015

Indikator risiko tingkat bunga portofolio utang Pemerintah yang ditunjukkan oleh rasio VR (*variable/floating rate*) serta rasio *refixing rate*. Dalam kegiatan pembiayaan melalui utang di era tahun terakhir pemerintah lebih mengutamakan penerbitan SBN yang berkupon tetap sementara untuk Pinjaman porsi *disbursement* yang berbunga mengambang lebih besar dibandingkan yang berbunga tetap. Resiko tingkat bunga utang, jika dilihat dari gambar 5.3, Pada tahun 2013 terjadi peningkatan risiko tingkat bunga di mana *refixing rate* meningkat sebesar 0,79% dari 22,41% di tahun 2012 menjadi 23,20% di tahun 2013. Dan

pada tahun 2014 turun lagi menjadi 20.9%. Namun diperkirakan ditahun 2015 akan meningkat lagi karena pergerakan suku bunga domestik dan luar negeri.

Indikator tingkat resiko bunga memang cenderung menurun berfluktuatif, namun resiko pembayaran bunga menyebabkan *outstanding* portofolio utang bertambah. Kenaikan nominal *outstanding* portofolio dengan suku bunga variabel rate akan menaikkan sensitivitas portofolio terhadap perubahan tingkat bunga acuan begitu juga sebaliknya. Dari data DJPU (Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang) diketahui terjadi kenaikan sensitivitas portofolio Pinjaman terhadap suku bunga acuan bila dibandingkan antara tahun 2012 dengan tahun 2013 sementara portofolio SBN tidak berubah. Kenaikan 10 bps saja dari *yield* SPN (Surat Perbendaharaan Negara) akan menyebabkan penambahan biaya SBN sebesar Rp122,75 miliar. Begitu juga dengan sensitivitas Pinjaman terhadap perubahan tingkat LIBOR 6m, apabila LIBOR 6m mengalami kenaikan sebesar 10 bps akan menyebabkan penambahan biaya Pinjaman sebesar Rp 204,01 miliar<sup>11</sup>.

Penambahan biaya dari fluktuatif bunga tidak akan terjadi jika instrumen pembiayaan defisit APBN menggunakan Sukuk Negara, hal ini terjadi karena dalam penerbitan Sukuk Negara pembayaran keuntungan kepada investor akan disesuaikan dengan akad yang disepakati, adapun akad dan skema pembayaran keuntungan kepada investor antara lain: Pertama, Bagi hasil berdasarkan akad Mudharabah, atau *Kedua*, Musyarakah, karena akad Mudharabah/ Musyarakah adalah kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, sukuk Negara jenis ini akan memberikan *return* dengan penggunaan *term indicative/expected return*, karena sifatnya *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dihasilkan. *Ketiga*, Margin atau *fee* berdasarkan akad murabahah atau salam atau istisna atau ijarah. Skema ini tentunya berbeda dengan skema keuntungan dari penerbitan SUN yang berdasarkan bunga. Sehingga berapa pun jumlah nominal Sukuk Negara yang diterbitkan selama berada pada koridor aturan sukuk, defisit anggaran yang ditutupi dengan penerbitan Sukuk Negara akan aman dan stabil.

### **c. Beban Fiskal akibat Pembayaran Resiko Nilai Tukar.**

Sistem nilai tukar mengambang (mengikuti harga pasar) membawa dampak tersendiri dari setiap penerbitan SBN, khususnya SBN yang berdenominasi Valuta Asing (Valas). Indikator risiko nilai tukar portofolio utang ditunjukkan oleh rasio utang mata asing

---

<sup>11</sup> Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, 2014. *Laporan Analisis Portofolio dan Risiko UtangTAHUN 2013*. 12

terhadap total utang. Rasio tersebut mengalami peningkatan sebesar 2,22% dari 44,48% pada akhir tahun 2012 menjadi 46,70% pada 2013. Bila dilihat dari besaran PDB, rasio utang valas selama tahun 2013 juga mengalami peningkatan sebesar 1,50% dari 10,67% di akhir tahun 2012 menjadi 12,18% di akhir tahun 2013. Peningkatan rasio utang valas disebabkan adanya penerbitan SBN dalam mata uang asing dan dampak depresiasi nilai mata uang Rupiah terhadap mata uang asing. Dengan adanya penurunan rasio ini beban Pemerintah dalam memenuhi kewajiban utang dalam mata uang asing semakin meningkat.

Apabila dilihat dari nominal *original currency* maka selama tahun 2013 terjadi peningkatan *outstanding* utang untuk mata uang USD (naik 13,35%), sedangkan untuk utang mata uang JPY (turun 5,10%) dan EUR (turun 6,62%) mengalami penurunan. Namun dengan adanya depresiasi mata uang Rupiah terhadap 3 mata uang asing tersebut (USD naik 26,05%, JPY naik 3,76% dan EUR naik 31,325) maka *outstanding* utang dalam nominal Rupiah mengalami peningkatan yang signifikan untuk utang USD (naik 42,88%) dan EUR (naik 22,62%), sementara utang JPY (turun 1,53%) penurunannya ter-*offset* depresiasi nilai tukar IDR-JPY. Secara keseluruhan *outstanding* utang valas mengalami kenaikan sebesar 25,90% atau sekitar Rp227,83 triliun<sup>12</sup>. Peningkatan *outstanding* akan terus berlanjut mengikuti penurunan nilai tukar mata rupiah terhadap mata uang asing.

Pada dasarnya Sukuk Negara juga akan mengalami resiko nilai tukar sebagaimana Obligasi Negara (SUN), penjelasan di atas merupakan penjelasan SBN secara umum, artinya Sukuk Negara juga *include* di dalamnya. Tetapi karena keunikan sistem penerbitan Sukuk Negara, antara lain dengan skema bagi hasil dan mengharuskan adanya *underlying asset*, penerbitan Sukuk Negara diyakini mampu meminimalisir pembayaran yang diakibatkan dari resiko nilai tukar.

Sukuk Negara mampu menjaga stabilitas perekonomian nasional. Berdasarkan beberapa fungsi dari penerbitan Sukuk Negara, antara lain: (1), sukuk sebagai fungsi investasi. Dalam hal ini sukuk berpotensi untuk berkontribusi dalam mengelola secara alamiah penawaran dan permintaan uang beredar, pada tataran ini sukuk menunjukkan bahwa mekanisme transmisi moneter untuk untuk mengendalikan jumlah uang beredar dapat berlangsung tanpa melibatkan suku bunga, melainkan investasi. (2), sukuk dalam mengelola *lack and excess of liquidity*. Dengan karakternya yang khas, sukuk berpotensi

---

<sup>12</sup>Ibid, 13

untuk menjadi pengelola *lack and excess of liquidity* sekaligus instrumen yang mengintermediasi sektor riil dan sektor keuangan.

#### E. Penutup

Berdasarkan uraian dan paparan data pada bab Hasil dan Analisis, dapat ditarik beberapa Kesimpulan:

*Pertama*, Beban Fiskal akibat Utang Jatuh tempo (*debt maturing*), Penerbitan Obligasi Negara (SUN), telah berdampak negatif terhadap postur APBN, yang menjadikan ruang gerak fiskal yang semakin sempit, hal ini terbukti dari penerbitan SUN sebagian digunakan untuk membayar utang lama dan pemerintah kerap melakukan *refinancing*. Sukuk Negara dapat meminimalisir atau bahkan dapat menghindari resiko gagal bayar (*debt trap*), karena dalam setiap penerbitannya Sukuk Negara mengharuskan adanya *underlying asset* yang jelas sebagai dasar transaksi. Penggunaan *underlying asset* juga akan membuat pemerintah tidak berlebihan dalam penerbitan Sukuk Negara, karena disesuaikan dengan kapasitas dari objek yang dijadikan *underlying asset*, hal ini sama halnya utang tersebut masih pada level yang mampu dikendalikan oleh pemerintah.

*Kedua*, Beban Fiskal akibat Pembayaran Bunga Utang (*debt interest*), hal ini dapat dilihat dari meningkatnya resiko tingkat bunga SBN. Indikator tingkat resiko bunga memang cenderung menurun berfluktuatif, namun resiko pembayaran bunga menyebabkan *outstanding* portofolio utang bertambah. Kenaikan nominal *outstanding* portofolio dengan suku bunga *variabel rate* akan menaikkan sensitivitas portofolio terhadap perubahan tingkat bunga acuan begitu juga sebaliknya. Penambahan biaya dari fluktuatif bunga tidak akan terjadi pada instrumen Sukuk Negara, hal ini karena dalam penerbitan Sukuk Negara pembayaran keuntungan kepada investor akan disesuaikan dengan akad yang disepakati berdasarkan prinsip bagi hasil atas keuntungan.

*Ketiga*, Beban Fiskal akibat Pembayaran Resiko Nilai Tukar (*exchange risk*), pada dasarnya baik Obligasi Negara maupun Sukuk Negara akan menghadapi resiko nilai tukar yang menyebabkan bertambahnya beban fiskal akibat dari penurunan nilai tukar, terlebih pada SBN yang berdenominasi Valuta Asing. Tetapi karena keunikan sistem penerbitan Sukuk Negara, antara lain dengan skema bagi hasil dan mengharuskan adanya *underlying asset*, penerbitan Sukuk Negara diyakini mampu meminimalisir pembayaran yang diakibatkan dari resiko nilai tukar.



## DAFTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia Laporan Perekonomian Indonesia, 2004. *Perkembangan Pasar Modal Syariah*, p.149-153.
- Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, 2014. *Laporan Analisis Portofolio dan Risiko Utang TAHUN 2013*. Kementerian Keuangan.
- Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, *Profil Utang Pemerintah Pusat Pinjaman dan Surat Berharga Negara*, Edisi September 2015. Kementerian Keuangan.
- Iskandar, Ahmad, 2011. *Obligasi Rekapitalisasi Perbankan Orang Miskin Membiayai Orang Kaya*, Dian Rakyat. Jakarta.
- Kuncoro H. *Ketangguhan APBN dalam Pembayaran Utang*. Jurnal Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, April 2011. Bank Indonesia.
- Khairunnisa Musari, *Kebangkitan Sukuk sebagai Instrumen Moneter*. (Harian Bisnis Indonesia, 25 November 2011).
- Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal, 2009. *Studi Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Emiten Dalam Menerbitkan Sukuk Di Pasar Modal*, Departemen Keuangan RI BAPEPAM dan LK.
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor. 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 24 Tahun 2002 Tentang Surat Utang Negara (SUN).
- Wahid, Nazaruddin Abdul, 2010. *Sukuk: Memahami Dan Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah*, Ar-Ruzz Media. Yogyakarta.
- Yeyati, E. L. dan F. Sturzenegger, 2007, *A Balance-Sheet Approach to Fiscal Sustainability*, working paper, Universidad Torcuato Di Tella.
- Musari, Khairunnisa (2009), *“Problem Pemerintah dan Kelembagaan Ekonomi di Negara Muslim: Menggagas Sukuk Sebagai Instrumen Fiskal dan Moneter di Indonesia”*, Paper Simposium Nasional Ekonomi Islam IV. Yogyakarta: FE UII, IAEI, P3EI, dan Prodi Ekonomi Islam FIAI UII.
- Zubair, Kamal, 2008. *Instrumen Investasi Pasar Modal (Analisis Perbandingan Obligasi dan Sukuk)*, *International Seminar and Symposium on Implementation of Islamic Economics To Positive Economics in The World as Alternative of Conventional Economics System: Toward Development in The New Era of The Holistic Economics*, (Surabaya: Unair, 1-2 Agustus 2008).