

**KOMPARASI SURAT BERHARGA SYARIAH NEGARA
(SBSN) DENGAN SURAT UTANG NEGARA (SUN) SEBAGAI
INSTRUMEN PEMBIAYAAN DEFISIT APBN**



TESIS

Disusun dan diajukan kepada Pascasarjana
Universitas Islam Negeri Profesor Kiai Haji Saifuddin Zuhri Purwokerto Untuk
Memenuhi Sebagian Persyaratan Memperoleh Gelar Magister

**MOH. NASRULLOH
NIM 201761011**

**PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS PASCASARJANA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI PROFESOR KIAI HAJI
SAIFUDDIN ZUHRI PURWOKERTO**

2023



**KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
PROFESOR KIAI HAJI SAIFUDDIN ZUHRI PURWOKERTO
PASCASARJANA**

Alamat : Jl. Jend. A. Yani No. 40 A Purwokerto 53126 Telp : 0281-635624, 628250, Fax : 0281-636553
Website : www.pps.uinsaizu.ac.id Email : pps@uinsaizu.ac.id

PENGESAHAN

Nomor 157 Tahun 2023

Direktur Pascasarjana Universitas Islam Negeri Profesor Kiai Haji Saifuddin Zuhri Purwokerto mengesahkan Tesis mahasiswa:

Nama : Moh. Nasrulloh
NIM : 201761011
Program Studi : Ekonomi Syariah
Judul : Komparasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara (SUN) Sebagai Instrumen Pembiayaan Defisit APBN

Telah disidangkan pada tanggal **19 Januari 2023** dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk memperoleh gelar **Magister Ekonomi (M.E.)** oleh Sidang Dewan Penguji Tesis.



Purwokerto, 27 Januari 2023
Direktur,



Prof. Dr. H. Sunhaji, M.Ag.
NIP. 19681008 199403 1 001



**KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
PROFESOR KIAI HAJI SAIFUDDIN ZUHRI PURWOKERTO
PASCASARJANA**

Alamat : Jl. Jend. A. Yani No. 40 A Purwokerto 53126 Telp : 0281-635624, 628250, Fax :
0281-636553

Website : www.pps.uinsaizu.ac.id Email : pps@uinsaizu.ac.id

PENGESAHAN TIM PENGUJI TESIS

Nama : MOH. NASRULLOH
NIM : 201761011
Program Studi : Magister Ekonomi Syariah (S2)
Judul Tesis : KOMPARASI SURAT BERHARGA SYARIAH
NEGARA (SBSN) DENGAN SURAT UTANG NEGARA
(SUN) SEBAGAI INSTRUMEN PEMBIAYAAN
DEFISIT APBN

No	Tim Penguji	Tanda Tangan	Tanggal
1	Prof. Dr. Hj. Tutuk Ningsih, M.Pd NIP. 19640916 199803 2 001 Ketua Sidang/ Penguji		26/1-2023
2	Dr. Nawawi, M. Hum NIP. 19710508 199803 1 003 Sekretaris Sidang/ Penguji		25/1 2023
3	Dr. Ahmad Dahlan, M.Si NIP. 19731014 200312 1 002 Pembimbing/ Penguji		25-1-2023
4	Dr. H. Akhmad Faozan, Lc, M.Ag NIP. 19741217 200312 1 006 Penguji Utama		25/1-23
5	Dr. H. A. Luthfi Hamidi, M. Ag NIP. 19670815 199203 1 003 Penguji Utama		27/1-23

Purwokerto, ²³ Januari 2023
Mengetahui
Ketua Program Studi

Dr. H. Akhmad Faozan, Lc., M.Ag
NIP. 19741217 200312 1 006

NOTA DINAS PEMBIMBING

HAL : Pengajuan Ujian Tesis

Kepada Yth.
Direktur Pascasarjana
UIN Profesor Kiai Haji Saefuddin Zuhri
Di Purwokerto

Assalam'ualaikum wr.wb.

Setelah membaca, memeriksa dan mengadakan koreksi, serta perbaikan-perbaikan seperlunya, maka bersama ini saya sampaikan naskah mahasiswa:

Nama : MOH. NASRULLOH

NIM : 201761011

Program Studi : Magister (S2) Ekonomi Syariah

Judul Tesis : KOMPARASI SURAT BERHARGA SYARIAH
NEGARA (SBSN) DENGAN SURAT UTANG NEGARA
(SUN) SEBAGAI INSTRUMEN PEMBIAYAAN DEFISIT
APBN

dengan ini mohon agar tesis mahasiswa tersebut di atas disidangkan dalam ujian tesis.

Demikian nota dinas ini disampaikan, atas perhatian bapak, kami ucapkan terimakasih.

Wassalam'ualaikum wr.wb.

Purwokerto, // Januari 2023

Pembimbing



Dr. Ahmad Dahlan, M.Si

NIP. 19731014 200312 1 002

PERNYATAAN KEASLIAN

Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis saya yang berjudul “Komparasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara (SUN) Sebagai Instrumen Pembiayaan Defisit APBN” seluruhnya merupakan hasil karya sendiri.

Adapun pada bagian-bagian tertentu dalam penulisan tesis yang saya kutip dari hasil karya orang lain telah dituliskan sumbernya secara jelas dengan norma, kaidah dan etika penulisan ilmiah.

Apabila dikemudian hari ternyata ditemukan seluruh atau sebagian tesis ini bukan hasil karya saya sendiri atau adanya plagiat dalam bagian-bagian tertentu, saya bersedia menerima sanksi pencabutan gelar akademik yang saya sandang dan sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Purwokerto, // Januari 2023

Penyusun



MOH. NASRULLOH

NIM: 201761011

ABSTRAK

Pemerintah negara Indonesia dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan APBN menerbitkan surat berharga negara baik menggunakan prinsip syariah (SBSN) atau konvensional (SUN). Berdasarkan data dari Kementerian Keuangan dari tahun 2003 sampai 2007 SUN belum mencapai target pembiayaan maka pemerintah pada tahun 2008 menerbitkan SBSN (surat berharga dengan prinsip syariah) sebagai strategi dan kebijakan pembangunan nasional, meningkatkan daya dukung anggaran pendapatan negara. Instrumen keuangan syariah mempunyai karakteristik yang berbeda dengan instrumen keuangan konvensional.

Penelitian ini ditujukan untuk mengkaji komparasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan Surat Utang Negara (SUN) dalam membiayai defisit APBN. Metode yang digunakan dalam penulisan ini yaitu metode kualitatif studi kepustakaan (*library research*).

Hasil penelitian menyatakan bahwa, Sukuk negara telah menjadi bagian dari instrumen pembiayaan anggaran sejak tahun 2008. Setelah implementasi kebijakan ini berjalan empat belas tahun, jumlah penerbitan sukuk negara telah mencapai Rp322,016 triliun pada tahun 2021. Penerbitan surat utang negara pada awalnya dimaksudkan untuk membiayai pelaksanaan program restrukturisasi dan rekapitalisasi perbankan akibat terjadinya krisis keuangan dan moneter yang melanda Indonesia pada tahun 1997. Namun dalam perkembangan selanjutnya, penerbitan surat utang dipandang sebagai salah satu cara untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan anggaran akibat defisit anggaran yang meningkat dari tahun ke tahun sampai dengan saat ini. Setelah implementasi kebijakan ini berjalan dua puluh empat tahun, jumlah penerbitan surat utang negara telah mencapai Rp979,629 triliun pada 2021. Kedua instrumen tersebut memiliki fungsi utama untuk menutup defisit APBN, namun keduanya memiliki karakteristik yang sangat berbeda. Seperti pada tahap perencanaan penerbitan, sukuk memerlukan underlying asset sedangkan obligasi tidak perlu. Sukuk merupakan sertifikat kepemilikan sedangkan obligasi surat pengakuan utang. Penghasilan bagi investor sukuk berupa imbalan, marjin dan bagi hasil, sedangkan obligasi berupa bunga/kupon, capital gain. Dampak penerbitan dalam ruang gerak fiskal, pengelolaan obligasi tidak efisien menyebabkan beban fiskal sedangkan sukuk dalam pengelolaannya efisien. Obligasi memiliki resiko terhadap tingkat suku bunga dan kurs yang mempengaruhi beban fiskal sedangkan sukuk tidak memilikinya dikarenakan setiap penerbitan sukuk harus terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, dan *maysir*. Keduanya sama-sama efektif dalam membantu pemerintah dalam menangani defisit APBN. Kedua instrumen tersebut mampu menyerap dana dari masyarakat yang belum tersentuh oleh lembaga keuangan lainnya. Meskipun tingkat pertumbuhan sukuk masih lebih lambat daripada obligasi. Keberadaan sukuk dapat menjadikan alternatif instrumen investasi kepada masyarakat yang bebas bunga.

Kata Kunci: SBSN, SUN, Defisit Anggaran, Instrumen Pembiayaan APBN

ABSTRACT

In the life of the Indonesia state budget issued countries using the principle syariah (SBSN) or conventional (SUN). Based on the data from the ministry of finance from year 2003 to 2007 SUN has not reached its target cost the government in 2008 issue SBSN (of securities with the syariah principle) as national development strategy and policy, increase the budget support state revenues. Syariah financial instruments have different characteristics with a financial instrument conventional.

This study is aimed at examining and comparing of state instruments such as Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) and Surat Utang Negara (SUN) in financing the APBN deficit. The method used in this writing is a qualitative method (library research).

The observation results show that, Sukuk Negara has become part of an instrument budget financing since 2008. After the implementation of this policy walk fourteen years, the amount of state sharia bonds which has reached Rp322,06 trillion neutral by 2021. Surat Utang Negara at first intended to fund the implementation of the program a recapitalization of restructuring and a result of the banking for monetary and financial crisis hit Indonesia in 1997. But in later years, issuance of bonds is seen as one way to meet the needs of budget financing due to the state budget deficit which jumped from year to year until now. After the implementation of this policy the end of about two years, the amount of state bonds which has reached Rp979,629 trillion in 2021. Both of the major function had to cover the national budget deficit, but both have characters very different. As in the planning stages publishing, sukuk need the underlying asset while bonds do not have to. Sukuk is certificates ownership while bonds a debt acknowledgement letter. Income for investors sukuk of return, and for the margin, while bonds of flower/coupons, capital gains. The impact of publishing in space motion fiscal, management bonds not efficient cause fiscal strain on while sukuk in giving efficient. Bonds having risk for interest rates and rate affect fiscal strain on while sukuk do note have it because every the issuance of sukuk should be free of usury, gharar, and maysir. The management of bonds is not efficient, while the management of sukuk is efficient. However, both are equally effective in assisting the government in dealing with the APBN deficit. Both instruments are able to absorb funds from the public that have not been touched by other financial institutions. Although the growth rate of sukuk is still slower than bonds. The existence of sukuk can make an alternative investment instrument for the public that is interest free.

Keywords: SBSN, SUN, State Budget Deficit, Instrument of APBN Financing

TRANSLITERASI

Transliterasi kata-kata Arab yang dipakai dalam penyusunan tesis ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987.

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	Alif	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Bā'	b	be
ت	Tā'	t	te
ث	Šā'	š	es (dengan titik di atas)
ج	Jīm	j	je
ح	Hā'	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	Khā'	kh	ka dan ha
د	Dāl	d	de
ذ	Zāl	z	zet (dengan titik di atas)
ر	Rā'	r	er
ز	Zāi	z	zet
س	Sīn	s	es
ي	Syīn	sy	es dan ye
ش	Šād	š	es (dengan titik di bawah)
ڌ	Ḍād	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	Tā'	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	Zā'	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	'Ain	‘	koma terbalik di atas
غ	Gain	g	ge
ف	Fā'	f	ef
ق	Qāf	q	qi
ك	Kāf	k	ka
ل	Lām	l	el
م	Mīm	m	em
ن	Nūn	n	en
و	Wāwu	w	w
ه	Hā'	h	ha
ء	Hamzah	´	apostrof
ي	Yā'	Y	Ye

B. Konsonan Rangkap karena *Syaddah* Ditulis Rangkap

متعددة عدة	Ditulis Ditulis	<i>Muta'addidah</i> 'iddah
---------------	--------------------	-------------------------------

C. *Tā' marbūṭah*

Semua *tā' marbūṭah* ditulis dengan *h*, baik berada pada akhir kata tunggal ataupun berada di tengah penggabungan kata (kata yang diikuti oleh kata sandang “al”). Ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata Arab yang sudah terserap dalam bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat, dan sebagainya kecuali dikehendaki kata aslinya.

حكمة علة كرامة الأولياء	Ditulis ditulis ditulis	<i>Ḥikmah</i> 'illah <i>karāmah al-auliyyā'</i>
-------------------------------	-------------------------------	---

D. Vokal Pendek dan Penerapannya

----- ----- -----	Faṭḥah Kasrah Ḍammah	ditulis ditulis ditulis	A i u
فعل ذكر يذهب	Faṭḥah Kasrah Ḍammah	ditulis ditulis ditulis	<i>fa'ala</i> <i>ḏukira</i> <i>yaḏhabu</i>

E. Vokal Panjang

1. faṭḥah + alif جاهلية	Ditulis ditulis	<i>Ā</i> <i>jāhiliyyah</i>
2. faṭḥah + yā' mati تنسى	ditulis ditulis	<i>ā</i> <i>tansā</i>
3. Kasrah + yā' mati كريم	ditulis ditulis	<i>ī</i> <i>karīm</i>
4. Ḍammah + wāwu mati فروض	ditulis ditulis	<i>ū</i> <i>furūd</i>

F. Vokal Rangkap

1. faṭḥah + yā' mati بينكم	Ditulis ditulis ditulis	<i>Ai</i> <i>bainakum</i> <i>au</i>
-------------------------------	-------------------------------	---

2. fathah + wāwu mati قول	ditulis	<i>qaul</i>
------------------------------	---------	-------------

G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan Apostrof

أَنْتُمْ أَعَدْتُمْ لِنَنْ شَكَرْتُمْ	Ditulis ditulis ditulis	<i>a'antum</i> <i>u'iddat</i> <i>la'in syakartum</i>
---	-------------------------------	--

H. Kata Sandang Alif + Lam

1. Bila diikuti huruf *Qamariyyah* maka ditulis dengan menggunakan huruf awal “al”

القرآن القياس	Ditulis Ditulis	<i>al-Qur'ān</i> <i>al-Qiyās</i>
------------------	--------------------	-------------------------------------

2. Bila diikuti huruf *Syamsiyyah* ditulis sesuai dengan huruf pertama *Syamsiyyah* tersebut

السماء الشمس	Ditulis Ditulis	<i>as-Samā</i> <i>asy-Syams</i>
-----------------	--------------------	------------------------------------

I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat

Ditulis menurut penulisannya

ذَوِي الْفُرُودِ أَهْلُ السُّنَّةِ	ditulis ditulis	<i>ẓawi al-furūd</i> <i>ahl as-sunnah</i>
---------------------------------------	--------------------	--

MOTTO

“Mudahkanlah urusan orang lain, maka engkau akan dimudahkan dalam segala urusan”

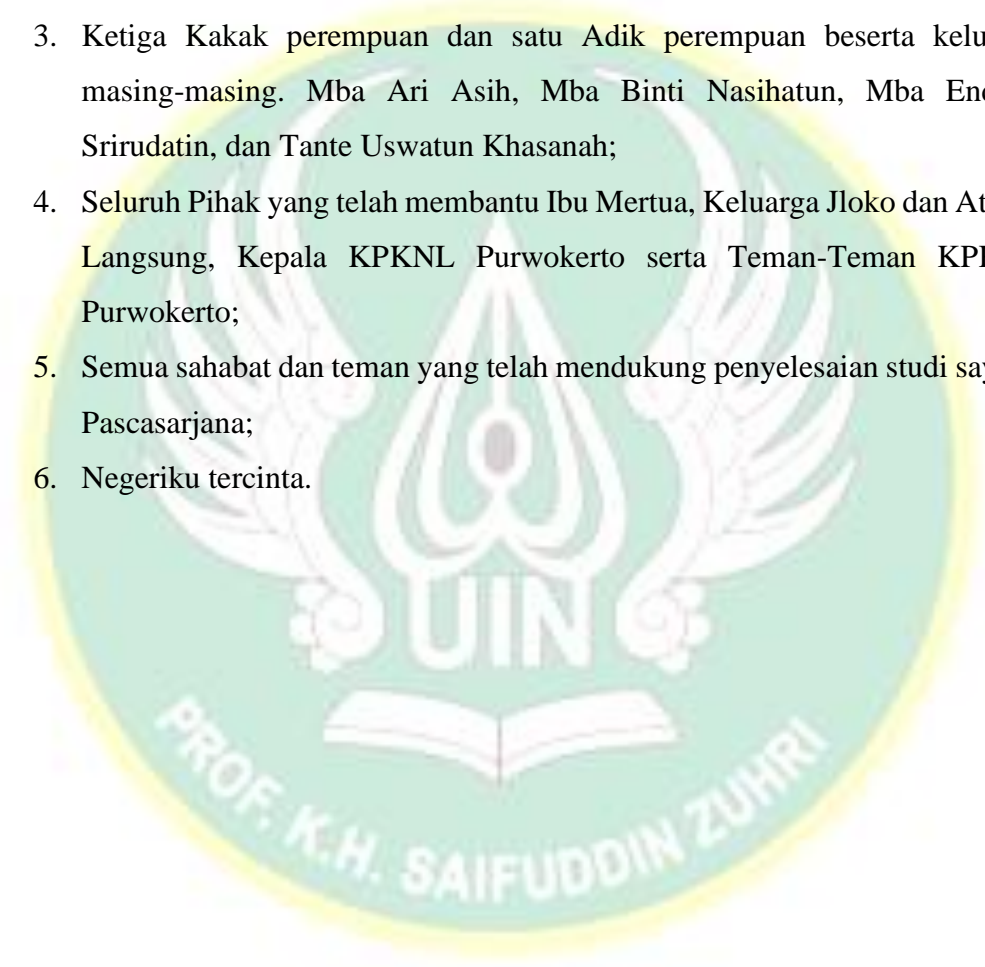
(HR. Muslim)



PERSEMBAHAN

Kupersembahkan karya ini untuk:

1. Kedua orang tuaku yang selalu mendoakan dan mendukung keberhasilan putranya yaitu Bapak H. Aziz Ansori dan Ibu Hj. Siti Sangadah;
2. Istriku tercinta Mita Mustika dan Kedua Jagoan Kebanggaan Ayah, Hamizan Hamish Sheva dan Hilmar Edgar Yafiq;
3. Ketiga Kakak perempuan dan satu Adik perempuan beserta keluarga masing-masing. Mba Ari Asih, Mba Binti Nasihatun, Mba Endang Srirudatin, dan Tante Uswatun Khasanah;
4. Seluruh Pihak yang telah membantu Ibu Mertua, Keluarga Jloko dan Atasan Langsung, Kepala KPKNL Purwokerto serta Teman-Teman KPKNL Purwokerto;
5. Semua sahabat dan teman yang telah mendukung penyelesaian studi saya di Pascasarjana;
6. Negeriku tercinta.



KATA PENGANTAR

Dengan rasa syukur kehadirat Allah SWT, atas limpahan rahmat, taufik dan hidayahnya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik. Penulisan ini dimaksudkan untuk memenuhi salah satu syarat mendapatkan gelar Magister Ekonomi, Fakultas Pascasarjana, Universitas Islam Negeri Profesor Kiai Haji Saifuddin Zuhri Purwokerto.

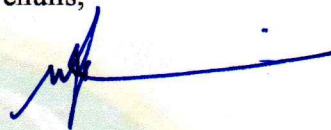
Penulis menyadari dalam penulisan tesis ini banyak mengalami kesulitan. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis menyampaikan terimakasih kepada berbagai pihak yang turut membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini. Rasa terimakasih terutama disampaikan kepada:

1. Prof. Dr. H. Mohammad Roqib, M.Ag Rektor Universitas Islam Negeri Profesor Kiai Haji Saifuddin Zuhri Purwokerto.
2. Prof. Dr. H. Sunhaji, M.Ag Dekan Fakultas Pascasarjana Universitas Islam Negeri Profesor Kiai Haji Saifuddin Zuhri Purwokerto.
3. Dr. H. Akhmad Faozan, Lc., M.Ag Ketua Program Studi Magister Ekonomi Syariah Fakultas Pascasarjana Universitas Islam Negeri Profesor Kiai Haji Saifuddin Zuhri Purwokerto.
4. Dr. Ahmad Dahlan, M.Si Pembimbing yang telah membimbing penulis dalam penulisan tesis ini.
5. Kedua orang tua Ibu Hj. Siti Sangadah dan Bapak H. Aziz Ansori yang senantiasa mendoakan dan mendukung dalam penyelesaian perkuliahan hingga tugas akhir atau tesis ini.
6. Kepada Istriku tercinta Mita Mustika yang selalu memberikan semangat untuk menyelesaikan studi ini serta kedua jagoan kebanggaan ayah, Hamizan Hamish Sheva dan Hilmar Edgar Yafiq yang selalu menjadi penyemangat dalam segala hal.
7. Para Dosen dan Karyawan Fakultas Pascasarjana Universitas Islam Negeri Profesor Kiai Haji Saifuddin Zuhri Purwokerto.
8. Rekan-rekan seperjuangan yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

Semoga bantuan dan bimbingan yang telah diberikan mendapatkan pahala dari Allah SWT. Harapan penulis semoga Tesis ini dapat bermanfaat bagi para pembaca dan dapat dijadikan acuan atau pedoman dalam penulisan-penulisan berikutnya yang lebih sempurna tentunya, Amin.

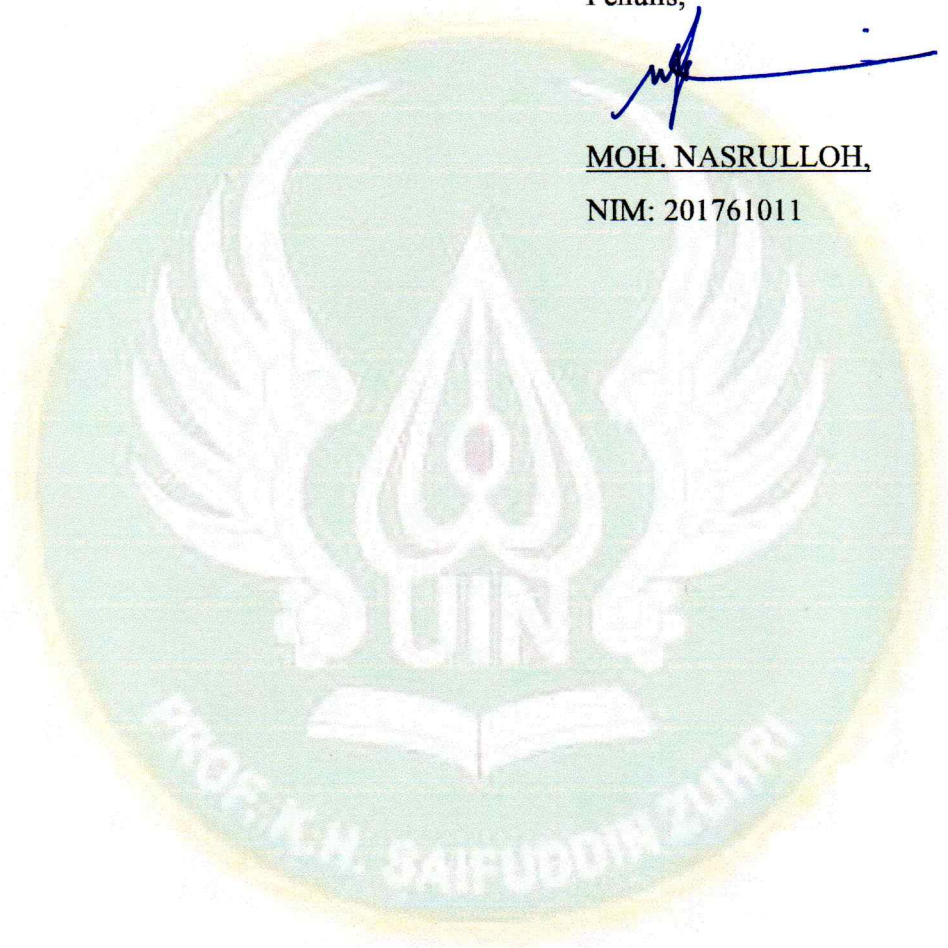
Purwokerto, 11 Januari 2023

Penulis,



MOH. NASRULLOH,

NIM: 201761011



DAFTAR ISI

PENGESAHAN DIREKTUR	i
PENGESAHAN TIM PENGUJI	ii
NOTA DINAS PEMBIMBING	iii
PERNYATAAN KEASLIAN	iv
ABSTRAK	v
ABSTRAC	vi
TRANSLITERASI	vii
MOTO	x
PERSEMBAHAN	xi
KATA PENGANTAR	xii
DAFTAR ISI	xiv
DAFTAR TABEL	xvii
DAFTAR GAMBAR	xviii
DAFTAR LAMPIRAN	xix
DAFTAR SINGKATAN	xx
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Batasan dan Rumusan Masalah	11
C. Tujuan Penelitian	12
D. Manfaat Penelitian	12
BAB II LANDASAN TEORI	13
A. Pembiayaan Defisit APBN	13
1. Pengertian APBN	13
2. Defisit APBN	20
3. Instrumen Pembiayaan Defisit APBN	25
4. Peraturan Penerbitan Instrumen Pembiayaan Defisit APBN	27
B. Sukuk	32
1. Pengertian sukuk	32
2. Prinsip dan Syarat Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)	34
3. Jenis-jenis Sukuk	35
4. Mekanisme Penerbitan Sukuk (Surat Berharga Syariah Negara)	36
5. Jenis-jenis Akad Sukuk	40
C. Surat Utang Negara (SUN)	43
1. Pengertian Surat Utang Negara (SUN)	43

2. Manfaat Penerbitan Surat Utang Negara (SUN)	45
3. Jenis-jenis Surat Utang Negara (SUN)	46
4. Penerbitan Surat Utang Negara (SUN)	47
5. Prinsip dan Ketentuan Surat Utang Negara (SUN).....	49
D. Telaah Pustaka/Penelitian yang Relevan	49
E. Kerangka Berfikir	58
BAB III MODEL PENELITIAN	62
A. Paradigma Penelitian	62
B. Pendekatan Penelitian	63
C. Data dan Sumber Data	63
D. Teknik Pengumpulan Data	64
E. Teknik Analisis Data	65
F. Sistematika Penulisan	67
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	69
A. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai Alternatif Pembiayaan Defisit APBN	69
B. Surat Utang Negara (SUN) sebagai Alternatif Pembiayaan Defisit APBN	77
C. Analisis Postur APBN Selama Enam Tahun Terakhir dan Sumber Pembiayaan Defisit APBN	82
D. Analisis Dampak Penerbitan Sukuk Negara (SBSN) dan Obligasi Negara (SUN)	85
E. Komparasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara dalam Pembiayaan Defisit APBN	89
BAB V PENUTUP	116
A. Simpulan	116
B. Implikasi	117
C. Saran	118
DAFTAR PUSTAKA	xxi
LAMPIRAN	xxvi

DAFTAR TABEL

1.1 Pembiayaan Pemerintah tahun 2002-2007 (dalam Miliar Rupiah).....	4
1.2 <i>Outstanding</i> Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) tahun 2012-2021	5
1.3 <i>Outstanding</i> Surat Utang Negara (SUN) tahun 2012-2021	7
1.4 Laju Pertumbuhan Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) tahun 2012-2021	7
4.1 Perbandingan Target dan Realisasi Penerbitan Berdasarkan Frekuensi dan Nominal	81
4.2 Perbandingan Karakteristik Sukuk (SBSN) dengan Obligasi (SUN)	100
4.3 Perbandingan antara Sukuk Negara (SBSN) dengan Obligasi Negara (SUN)	104



DAFTAR GAMBAR

2.1 Bagan Kerangka Berfikir Penelitian	61
3.1 Proses Analisis Data Penelitian Kualitatif	66
4.1 Penerbitan SBSN 2008 s.d. 2020 (dalam triliun rupiah)	72
4.2 Kinerja Penerbitan SUN Tahun 2017-2021 (Dalam Triliun Rupiah)	73
4.3 Ringkasan APBN 2021	82
4.4 Pembiayaan Anggaran 2021	83



DAFTAR LAMPIRAN

Riwayat Hidup xix



DAFTAR SINGKATAN

1. SBSN : Surat Berharga Syariah Negara
2. SUN : Surat Utang Negara
3. APBN : Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara
4. DJPPR : Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko
5. Kemenkeu : Kementerian Keuangan Republik Indonesia



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Islam merupakan agama yang sempurna memiliki syariat sempurna, sebagaimana yang telah dijelaskan dalam Al-qur'an yang artinya adalah "*Pada hari ini telah kusempurnakan untuk kamu agamamu dan telah aku sempurnakan kepadamu nikmatku dan telah aku ridhoi islam jadi agamamu*" (QS. Al-Maidah: 3). Kesempurnaan ini dapat dilihat dari segala sesuatu memiliki aturan dalam islam. Mulai dari masalah terlihat kecil seperti adab bergaul, adab hendak tidur, melakukan jual beli, menjaga harta atau masalah keluarga hingga masalah besar seperti aqidah atau masalah ketatanegaraan memiliki aturan dalam islam.

Dalam melakukan jual beli atau menjaga harta merupakan aktifitas ekonomi juga memiliki aturan dalam islam. Penerapan ekonomi yang berdasarkan syariat islam merupakan konsekuensi dari menerima dan menjalankan agama islam secara menyeluruh atau *kaffah* dalam semua aspek kehidupan setiap muslim. Sebab seorang muslim tidak boleh menjalankan agamanya tidak secara menyeluruh yaitu menjalankan sebagian dan meninggalkan sebagian yang lainnya.

Segala hal yang diatur dalam islam, termasuk masalah perekonomian, sangatlah jelas dan terang terkait segala hal yang diharamkan dan diharamkan. Seperti di dalam Al-qur'an surat Al-Baqarah ayat 275 yang artinya adalah "*... padahal Allah telah menghalalkan jual beli serta mengharamkan riba*". Ayat tersebut dapat dijadikan dasar hukum bahwasanya manusia diharamkan memperoleh hasil atau imbalan melalui proses transaksi yang sah dan tidak memperbolehkan riba dalam memperoleh hasil atau imbalan.

Halal dan haram dalam hukum syariah ini diberlakukan atas seluruh umat Islam termasuk masyarakat muslim di negara Indonesia. Di Indonesia sendiri penerapan ekonomi islam baru terlaksana sekitar tahun 1992 dengan

ditandai adanya Bank Muamalat Indonesia sebagai bank syariah pertama di negara Indonesia. Seiring berjalannya waktu, perekonomian dengan prinsip syariah mulai diterapkan di segala bidang pasar keuangan. Perkembangannya di luar atau pun dalam negeri cukup pesat. Banyak investor yang berinvestasi pada pasar keuangan dengan menggunakan instrumen investasi berdasarkan prinsip syariah. Untuk melakukan investasi, dikenal beberapa instrumen investasi yang sudah menggunakan prinsip syariah, antara lain obligasi syariah, saham syariah, reksadana syariah maupun sukuk. Dengan tersedianya instrument-instrumen investasi tersebut, maka calon obligator, termasuk pemerintah Indonesia mempunyai pilihan untuk menerbitkan instrumen investasi berbasis syariah terutama dalam membiayai segala kebutuhan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) ¹.

Dalam pemerintah memenuhi kebutuhan pembiayaan APBN. Di antara cara yang dipilih pemerintah Indonesia ialah membuat Surat Berharga Negara yang menggunakan prinsip syariah maupun konvensional. Pada tanggal 26 Agustus 2008 oleh pemerintah Indonesia dengan melalui Menteri Keuangan Republik Indonesia meresmikan penerbitan Sukuk Negara di pasar perdana. Salah satu alasan dari keputusan pemerintah Indonesia menerbitkan Sukuk Negara ini adalah untuk dapat menjangkau investor, luar atau pun dalam negeri khususnya dari Kawasan Timur Tengah seperti Arab Saudi, Uni Emirat Arab, Qatar, dan lain-lain.

Negara-negara di wilayah Timur Tengah merupakan negara yang menjadi pusat peradaban Islam. Negara tersebut merupakan negara kaya penghasil minyak yang memiliki potensi dana yang sangat besar. Dengan skema penerbitan sukuk negara diharapkan para investor yang berasal dari kawasan Timur Tengah tersebut bersedia untuk menanamkan modalnya di Indonesia. Sehingga pemerintah Indonesia dapat memenuhi kebutuhan pembiayaan pembangunan di Indonesia.

¹ Gujarati, Damodar N. 2007. *“Dasar-dasar Ekonometrika”*, (3rd ed). Terjemahan oleh Julius A. Mulyadi. Jakarta: Erlangga halaman 285

Dalam sejarah islam sukuk bukanlah instrumen yang baru, sukuk sebagai instrumen keuangan telah lama digunakan dalam perdagangan domestik maupun internasional sejak abad ke 6 M oleh pedagang muslim. Penerbitan sukuk pertama kali di Indonesia dilakukan oleh PT. Indosat Tbk (ISAT) pada tahun 2002, enam tahun kemudian Kementerian Republik Indonesia menerbitkan sukuk negara. Penerbitan UU sukuk negara (SBSN) sendiri baru dilakukan pada tahun 2008, dan hingga kini penerbitan sukuk negara dilakukan secara reguler baik di pasar domestik maupun internasional. Adapun UU yang disahkan oleh Kementerian Keuangan yaitu UU RI Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara dengan pertimbangan sebagai berikut:

1. Sebagai strategi dan kebijakan pembangunan nasional
2. Meningkatkan daya dukung Anggaran Pendapatan Negara
3. Posisi sumber pembiayaan pembangunan nasional menggunakan instrumen keuangan berbasis syariah memiliki peluang besar
4. Sektor ekonomi syariah perlu ditumbuhkembangkan
5. Instrumen keuangan syariah mempunyai karakteristik yang berbeda dengan instrumen keuangan konvensional

Berdasarkan pertimbangan tersebut maka Kementerian keuangan pada tahun 2008 menerbitkan sukuk negara (SBSN) sebagai instrumen dalam pembiayaan pembangunan nasional. Penerbitan sukuk negara dalam meningkatkan daya dukung Anggaran Pendapatan Negara sangat dibutuhkan karena dalam realisasi pembiayaan pemerintah melalui penerbitan obligasi pemerintah belum memenuhi budget penerimaan penerbitan obligasi pemerintah sebagai instrumen pembiayaan defisit APBN. Berikut ini merupakan data pembiayaan pemerintah dalam memenuhi defisit APBN sebelum diterbitkannya sukuk negara pada tahun 2008;

Tabel 1.1 Pembiayaan Pemerintah tahun 2002-2007 (dalam Miliar Rupiah)

Tahun	APBN Budget		APBN realisasi	
	Surplus/ Defisit	Pembiayaan yang bersumber dari Obligasi Negara	Surplus/ Defisit	Pembiayaan yang bersumber dari Obligasi Negara
2003	-34.436	-2.371	-35.109	-3.105
2004	10.536	8.225	-23.810	6.870
2005	-24.344	22.086	-14.408	22.575
2006	-39.984	35.772	-29.142	35.986
2007	-58.285	58.546	-49.844	57.172

Sumber data: Kementerian Keuangan

Dari tabel tersebut menunjukkan bahwa pada tahun 2003 pemerintah mengalami defisit APBN dengan budget -34.436 miliar rupiah sedangkan realisasinya defisit -35.109 miliar rupiah. Pada pembiayaan yang bersumber dari obligasi negara tahun 2003 dengan budget pembiayaan sebesar -2.371 miliar rupiah, sedangkan realisasinya -3.105 miliar rupiah. Tahun 2004 pemerintah mengalami defisit APBN dengan budget 10.536 miliar rupiah sedangkan realisasinya defisit -23.810 miliar rupiah. Pada pembiayaan yang bersumber dari obligasi negara tahun 2004 dengan budget pembiayaan sebesar 8.225 miliar rupiah, sedangkan realisasinya 6.870 miliar rupiah. Tahun 2005 pemerintah mengalami defisit APBN dengan budget -24.344 miliar rupiah sedangkan realisasinya defisit -14.408 miliar rupiah. Pada pembiayaan yang bersumber dari obligasi negara tahun 2005 dengan budget pembiayaan sebesar 22.068 miliar rupiah, sedangkan realisasinya 22.575 miliar rupiah. Tahun 2006 pemerintah mengalami defisit APBN dengan budget -39.984 miliar rupiah sedangkan realisasinya defisit -29.142 miliar rupiah. Pada pembiayaan yang bersumber dari obligasi negara tahun 2006 dengan budget pembiayaan sebesar 35.772 miliar rupiah, sedangkan realisasinya 35.986 miliar rupiah. Tahun 2007 pemerintah mengalami defisit APBN dengan budget -58.285 miliar rupiah sedangkan realisasinya

defisit -49.844 miliar rupiah. Pada pembiayaan yang bersumber dari obligasi negara tahun 2007 dengan budget pembiayaan sebesar 58.546 miliar rupiah, sedangkan realisasinya 57.172 miliar rupiah. Hal itu menunjukkan bahwa dengan penerbitan obligasi negara belum cukup memenuhi budget pembiayaan APBN. Oleh karena itu pada tahun 2008 pemerintah resmi menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai instrumen pembiayaan defisit APBN.

Berdasarkan sumber penerbitannya di negara Indonesia, sukuk dibagi menjadi dua yaitu yang pertama adalah pemerintah Indonesia mengeluarkan SBSN atau sukuk negara sesuai dengan UU No. 19/2008 mengenai Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), dan yang kedua adalah Sukuk Korporasi yaitu sukuk terbitan perusahaan swasta maupun BUMN sesuai dengan kebijakan OJK No. 18/POJK.04/2005 terkait syarat dan penerbitan sukuk.

Terkait hal ini sukuk yang dikeluarkan dengan tujuan pembiayaan APBN maupun diperuntukan dalam mendanai pendanaan proyek infrastruktur adalah SBSN atau Sukuk Negara. Berikut ini adalah data Direktorat Jendral Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan (DJPPR Kemenkeu) dari tahun 2012 sampai 2021 Surat Berharga Syariah Negara yang berkembang tiap tahunnya. Dibawah ini merupakan tabel *Outstanding* Surat Berharga Syariah Negara tahun 2012 sampai 2021.

Tabel 1.2 *Outstanding* Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) tahun 2012-2021

Tahun	<i>Outstanding</i> Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) (Milyar Rupiah)	Laju Persentase
2021	1.061.635,1	9%↓
2020	972.896,4	31%↑
2019	740.616,7	15%↓
2018	646.451,4	17%↓
2017	551.560,2	34%↓

2016	412.632,5	39%↓
2015	297.575,4	44%↑
2014	206.100,7	22%↓
2013	169.291,1	71%↓
2012	98.817,8	57%

Sumber: DJPPR Kemenkeu, Data diolah

Dari tabel tersebut menunjukkan bahwa tahun 2012 sampai 2021 SBSN telah berkembang tiap tahunnya. Pada tahun 2012 sebesar Rp 98 triliun dan tahun 2020 mengalami kenaikan menjadi Rp972 trilin. Pada triwulan II tahun 2021 mencapai Rp 1.061 triliun. Berikut ini dicantumkan laju pertumbuhan SUN dengan SBSN dari tahun 2012 sampai 2021.

Kemudian cara lain yang dipilih pemerintah Indonesia dalam mencukupi kebutuhan pembiayaan APBN tersebut ialah penerbitan Surat Berharga Negara berbasis konvensional. Cara ini sudah sejak lama berlaku di Indonesia dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan defisit APBN jauh sebelum pemerintah menerbitkan SBSN.

Negara Indonesia menggunakan system ekonomi yang berdasarkan ribawi. Namun di sisi lain tidak sesuai dengan keadaan masyarakat Indonesia yang mayoritas penduduknya muslim. Salah satu praktik ribawi ini digunakan dalam hal perekonomian seperti perbankan, pegadaian, koperasi, asuransi, pasar modal hingga pada APBN. Salah satunya ialah penerbitan Surat Utang Negara (SUN) yang memiliki tujuan di antaranya adalah untuk membiayai defisit APBN di Indonesia².

Penerbitan SUN memiliki tujuan untuk memberikan biaya defisit APBN yakni membayar kas jangka pendek yang kurang, dan manajemen portofolio utang negara. Berdasarkan data yang diterbitkan oleh DJPPR Kemenkeu pada tahun 2012-2021 SUN memperlihatkan adanya peningkatan tiap tahun. Sebagaimana ditunjukkan pada tahun 2012

² Sahlah Ash-shawi dan Abdullah Al-mushlih. 2008. *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. Jakarta: Darul Haq, Halaman 428

Outstanding SUN sebesar Rp997 triliun, tahun 2020 menjadi Rp4.261 triliun dan pada triwulan II tahun 2021 menjadi Rp4.642 triliun, sebagai berikut:

Tabel 1.3 *Outstanding* Surat Utang Negara (SUN) tahun 2012-2021

Tahun	<i>Outstanding</i> Surat Utang Negara (SUN) (Milyar Rupiah)	Laju Persentase
2021	4.642.847,8	9%↓
2020	4.261.207,8	30%↑
2019	3.274.187,0	8%↓
2018	3.019.706,1	12%↓
2017	2.697.372,5	14%↑
2016	2.368.222,7	12%↓
2015	2.112.367,5	22%↑
2014	1.725.117,7	16%↓
2013	1.491.763,3	50%↑
2012	997.375,8	7%

Sumber: DJPPR Kemenkeu, Data diolah

Dari tabel di atas menunjukkan bahwa sejak tahun 2012 sampai 2021 SBSN terdapat peningkatan yang fluktuatif di tiap tahun. Dari yang hanya sebesar Rp997 triliun pada tahun 2012, menjadi Rp4.261 triliun pada tahun 2020, dan pada triwulan II tahun 2021 menjadi Rp 4.642 triliun.

Berikut ini dicantumkan laju pertumbuhan SBSN dengan SUN dari tahun 2012 sampai 2021.

Tabel 1.4 Laju Pertumbuhan Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) tahun 2012-2021

Tahun	Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)	Surat Utang Negara (SUN)
2021	9%↓	9%↓
2020	31%↑	30%↑

2019	15%↓	8%↓
2018	17%↓	12%↓
2017	34%↓	14%↑
2016	39%↓	12%↓
2015	44%↑	22%↑
2014	22%↓	16%↓
2013	71%↓	50%↑
2012	57%	7%

Sumber: data diolah

Terkait dengan data di atas menunjukkan bahwa laju pertumbuhan SUN dengan SBSN dari tahun 2012 sampai 2021 mengalami perbedaan. Pada tahun 2012 laju pertumbuhan SUN mencapai 7% sedangkan SBSN mencapai 57%, pada tahun 2020 laju pertumbuhan SUN mengalami kenaikan 30% sedangkan laju pertumbuhan SBSN mengalami kenaikan 31% dan pada tahun 2021 triwulan ke II laju pertumbuhan keduanya mengalami penurunan 9%.

Adapun yang menjadi perbedaan antara SUN dengan SBSN bisa juga dinilai berdasarkan kriteria khususnya, seperti: penerbitan, penggunaan hasil penerbit, syariah endorsement, sifat instrument, metode penerbitan, jangka waktu, *underlying asset*, pihak yang terkait, ketentuan perdagangan, *price*, investor, pembayaran pokok, dokumen yang diperlukan, penghasilan, dasar hukum. Meskipun begitu antara SUN dengan SBSN masih ada beberapa kesamaan kriteria.

Cara transaksi SUN atau pun SBSN hanya sebagian kecil investor yang masih tidak memahami dengan baik hal tersebut. Hal ini dikarenakan mereka kekurangan informasi yang menjelaskan bagaimana berinvestasi dengan SBSN dan SUN. Melakukan investasi SUN atau SBSN tergolong investasi yang menjanjikan sebab memiliki banyak keuntungan yang didapat karena terdapat suku bunga serta bagi hasil dengan pihak yang terlibat.

Pada tahun 2020 menurut data yang dipublikasikan oleh DJPPR Kemenkeu, Pemerintah Indonesia mencatat mengenai penerbitan SUN atau yang biasa disebut dengan obligasi melebihi penerbitan SBSN yang disebut dengan sukuk. SUN yang ada di Indonesia per 5 Juli 2020 senilai Rp 4.261 triliun sementara SBSN mempunyai nilai sebesar Rp 972 triliun. Hal ini akan terus mengalami pertambahan tetapi sekarang ini pertumbuhan SUN lebih cepat dari pada SBSN di Indonesia.

Dengan jumlah yang besar ini terbilang efektif dan memudahkan pemerintah mengatasi defisit biaya APBN. Biaya APBN adalah bagian atau unsur dari sebuah keuangan negara dimana biaya digunakan untuk merancang jumlah yang diterima dan dikeluarkan negara pada tahun yang akan datang sebagaimana ini yang akan dikaitkan dengan proyek jangka panjang. Di dalam Informasi APBN 2021 tentang Percepatan Pemulihan Ekonomi dan Penguatan Reformasi yang diterbitkan oleh Kemenkeu RI bahwa dalam pemenuhan Defisit APBN 2021 5,70% PDB arah kebijakan biaya dapat menstimulus skema yang dikembangkan untuk biaya inovatif dan kreatif untuk membantu akselerasi pengembangan ekonomi. Adapun pembiayaannya bersumber dari:³

1. Pembiayaan utang
 - a. SBN (neto) 1.220,5 triliun rupiah
 - b. Pinjaman (neto) 46,7 triliun rupiah
2. Pembiayaan investasi (257,1) triliun rupiah
3. Pemberian pinjaman 5,8 triliun rupiah
4. Kewajiban penjaminan (0,6) triliun rupiah
5. Pembiayaan lainnya 70 triliun rupiah

Dari jumlah tersebut menunjukkan bahwa, dalam pembayaran defisit APBN di Indonesia berdasarkan laporan Kementerian Keuangan bahwa pembiayaan deficit APBN yang memiliki peran paling besar adalah pembiayaan anggaran yang bersumber dari SBN (neto). Surat Berharga

³ Tim Kementerian Keuangan. 2021. Informasi APBN 2021 Percepatan Pemulihan dan Penguatan Reformasi.

Negara (SBN) terdiri dari SUN dan SBSN sebagai salah satu instrument dalam pembiayaan deficit APBN.

Sebagai peninjauan kembali terhadap Pustaka terkait persoalan yang sesuai penelitian penulis, ada beberapa penelitian sebelumnya yang mempunyai kesesuaian terhadap persamaan dan perbedaan mengenai SUN dengan SBSN dalam memenuhi pembiayaan deficit APBN. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Momna Saeed, Marwa Elnahass, Marwan Isseldin dan Mike Tsainos (2021) yang meneliti mengkomparasikan pengaruh variable secara spesifik perusahaan, industri, karakteristik obligasi dan kondisi makro ekonomi terhadap sukuk maupun obligasi konvensional di Malaysia. Dari hasil penelitiannya menjelaskan bahwa untuk sukuk, penentu utamanya adalah indikator dari perusahaan yang menunjukkan hasil spread yang lebih rendah. Selain itu spread sukuk tidak melebar dengan volatilitas ekuitas, sehingga sukuk kurang beresiko dibandingkan dengan obligasi konvensional. Untuk obligasi konvensional, karakteristik tingkat perusahaan dan khusus obligasi secara signifikan mempengaruhi spread hasil. Leverage keuangan yang lebih tinggi dengan jatuh tempo yang lebih pendek dikaitkan dengan hasil yang rendah dan spread yang rendah.⁴

Selain itu kajian yang mempunyai relevansi dengan penelitian penulis sudah dilakukan penelitian sebelumnya namun belum komprehensif, antara lain dilakukan oleh Haris Munandar dalam penelitian yang berjudul “Perbedaan Surat Utang Negara (SUN) dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)”.⁵ Hasil penelitian Haris Munandar memfokuskan pada kelemahan dan kelebihan antar keduanya, ia mengatakan bahwa perbedaan SUN dengan SBSN terlihat dari prinsip yang digunakan di mana SUN ialah suatu investasi yang di dalamnya

⁴ Momna Saeed, Marwa Elnahass, Marwan Izzeldin dan Mike Tsainos. 2021. YieldSpread Determinants of Sukuk and Conventional Bonds. *Journal Elsevier Economic Modelling* .Volume 105, December 2021, 105664

⁵ Haris Munandar. 2019. Perbedaan Surat Utang Negara (SUN) dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). *Skripsi*. Institut Agama Islam Negeri Metro.

menyangkut hutang piutang. Sementara SBSN ialah suatu investasi yang di dalamnya terdapat akad kerjasama dan surat yang diterbitkan harus mempunyai sebuah asset sebagai dasar serta tidak menyangkut hal-hal yang menyalahi prinsip syariah. Kesamaan antara SUN dengan SBSN ialah keduanya termasuk APBN dan sama-sama menggunakan prinsip bagi hasil.

Penelitian Hasris Munandar dikatakan belum komprehensif karena pada dasarnya objek kajian yang dilakukan kurang meluas, dimana hanya meneliti mengenai konsep dasar dan prinsip yang digunakan dalam SUN dan SBSN, sementara masih banyak objek kajian lain seperti manajemen dari SUN dan SBSN yang bisa digunakan sebagai media analisis perbandingan antara SUN dan SBSN khususnya sebagai instrument biaya defisit APBN.

Dari latar belakang masalah tersebut peneliti memiliki ketertarikan untuk membuat penelitian yang berjudul “Komparasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara (SUN) dalam Pembiayaan Defisit APBN”. Penelitian ini dilakukan untuk mengkaji dan membandingkan manajemen SBSN dengan SUN dalam membiayai defisit APBN secara spesifik yang selanjutnya tujuan dari penelitian ini ialah menjelaskan bagaimana perbandingan manajemen SBSN dengan SUN dalam pembiayaan defisit APBN.

B. Batasan dan Rumusan Masalah

Supaya persoalan yang diteliti tidak terlalu jauh melebar atau keluar dari pembahasan maka peneliti membuat beberapa batasan penelitian di antaranya:

1. Masalah yang diteliti dibatasi pada subjek penelitian yaitu Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
2. Komparasi mengenai SUN dengan SBSN dalam memenuhi defisit APBN.

Adapun rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai alternatif solusi pembiayaan defisit APBN?
2. Bagaimana Surat Utang Negara (SUN) sebagai solusi pembiayaan defisit APBN?
3. Bagaimana perbandingan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara dalam pembiayaan defisit APBN?

C. Tujuan Penelitian

Terkait dengan rumusan masalah tersebut, tujuan dari penelitian di antaranya:

1. Untuk menganalisis bagaimana Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai alternatif solusi pembiayaan defisit APBN.
2. Untuk menganalisis bagaimana Surat Utang Negara (SUN) sebagai solusi pembiayaan defisit APBN.
3. Untuk menjelaskan bagaimana perbandingan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara dalam pembiayaan defisit APBN.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan bisa memberi manfaat terhadap pihak lainnya, baik secara teoritis atau pun praktis.

1. Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan bisa menjadi bahan untuk menambah ilmu pengetahuan dan memiliki sumbangsih dalam pembelajaran Ekonomi Syariah terlebih mengenai Pasar Modal Syariah serta dapat membantu dalam menentukan investasi.

2. Manfaat Praktis
3. Hasil penelitian ini diharapkan bisa memberikan manfaat bagi dosen, mahasiswa, lembaga pendidikan dan peneliti.

BAB II LANDASAN TEORI

A. Pembiayaan Defisit APBN

1. Pengertian APBN

Indonesia pertama kali memproklamasikan kemerdekaannya pada tanggal 17 Agustus 1945, di mana sejak saat itu pemerintah selalu berusaha untuk menjalankan penyelenggaraan negara dengan sebaik-baiknya. Hal tersebut memiliki tujuan untuk membangun negara sesuai amanat dari para proklamator kemerdekaan demi tercapainya kesejahteraan masyarakat dan terbebas dari penjajahan. Tujuan tersebut dinyatakan secara terperinci pada Alinea ke empat Pembukaan UUD RI tahun 1945 hasil amandemen tahun 2002 yaitu⁶:

- a. Melindungi segenap bangsa Indonesia dan seluruh tumpah darah Indonesia;
- b. Untuk mewujudkan kesejahteraan umum;
- c. Mencerdaskan kehidupan bangsa;
- d. Ikut melaksanakan ketertiban dunia yang berdasarkan kemerdekaan, perdamaian abadi dan keadilan sosial.

Untuk dapat melaksanakan segala hal tersebut dalam rangka penyelenggaraan negara dibutuhkan dana dalam jumlah yang sangat besar dan dikelola secara benar dan baik agar penyelenggaraan negara dapat berjalan dengan baik. Pengelolaan anggaran negara hendaknya berlaku berdasarkan oada ketentuan yang telah ada, khususnya yang mengatur mengenai anggaran negara.

a. Definisi Anggaran Negara dan Keuangan Negara

John F. Due berpendapat bahwa definisi anggaran negara adalah, *“A budget is general sense of term, is a financial plan for specified period time... a government budget, therefore is a statement of proposed expenditures and expected revenues the coming period*

⁶ Muhammad Djafar Saidi dan Rohana Huseng. 2008. *Hukum Penerimaan Negara Bukan Pajak*. Jakarta: Rajawali Pers, halaman 2

together with data of actual expenditures and revenues for current and past period".⁷ Sedangkan M. Subagio mendefinisikan Anggaran Negara sebagai perencanaan pembiayaan segala kegiatan, biaya pelaksanaan, pengeluaran dan penerimaan dari pemerintahan yang diselenggarakan.

Selain itu para ahli selain mendefinisikan anggaran negara juga mendefinisikan keuangan negara. Berikut ini merupakan pendapat para ahli dalam mendefinisikan keuangan negara. M. Ichwan menjelaskan bahwa keuangan negara merupakan perencanaan dari berbagai kegiatan yang akan dilakukan secara kuantitatif sehingga dapat ditaksir jumlah yang akan dikeluarkan dan diterima. Selain itu, Geodhart menjelaskan keuangan negara adalah penetapan aturan melalui undang-undang untuk mengatur pengeluaran dalam waktu tertentu dan instrumen pembiayaan yang dibutuhkan dengan harapan dapat menutupi jumlah pengeluaran yang besar dalam waktu tertentu.⁸

Adapun menurut Muchsan, anggaran negara adalah inti dari keuangan negara karena bagian dari alat gerak dari penerapan keuangan negara.⁹ Berdasarkan UU No 17/2003 terkait Keuangan Negara juga memiliki definisi sendiri dari keuangan negara. Definisi tersebut terdapat pada Pasal 1 butir 1 yang isinya yaitu hak dan kewajiban negara dapat ditentukan berdasarkan uang dan barang miliknya dalam menjalankan setiap tugas-tugas negara.

Berdasarkan definisi anggaran negara diatas memberikan gambaran yang jelas mengenai hubungan antara anggaran negara dalam bentuk APBN dengan keuangan negara. Pembatasan terkait anggaran negara tidak terlepas dari diskusi terkait keuangan negara karena pada hakikatnya anggaran negara adalah bentuk manajemen

⁷ M. Riawan Tjandra. 2006. *Hukum Keuangan Negara*. Jakarta: Grasindo. Halaman 7

⁸ M. Riawan Tjandra. *Hukum Keuangan Negara*. halaman 1

⁹ M. Riawan Tjandra. *Hukum Keuangan Negara*. halaman 3

keuangan negara sebagaimana tertuliskan pada Pasal 23 ayat 1 UUD 1945.

APBN ialah sebuah sistem akuntansi yang mendeskripsikan setiap pengeluaran dan penerimaan yang mungkin diperoleh dari kegiatan pemerintahan yang dilakukan dalam satu periode akuntansi. APBN adalah perencanaan anggaran yang dilaksanakan oleh pemerintah pusat. Dalam pembuatan catatan APBN dibuat dua buah kolom di mana kolom sebelah kanan merupakan catatan penerimaan dan kolom sebelah kiri merupakan catatan pengeluaran pemerintah. Setiap pengeluaran dan penerimaan tersebut merupakan prediksi untuk periode tertentu khususnya satu tahun ke depan. Jika total penerimaan lebih dari total pengeluaran maka APBN dapat dinyatakan mendapatkan surplus sementara jika sebaliknya maka APBN dapat dinyatakan mengalami deficit.

b. Aspek Hukum Anggaran Negara

Dasar hukum tertinggi di Indonesia berdasarkan pada perundang-undangnya yaitu UUD 1945. Oleh sebab itu keuangan negara di atur dalam Undang-undang tersebut. Pengaturan mengenai keuangan negara di atur dalam bab VIII UUD 1945 Amandemen IV. Pada bab tersebut terutama dalam pasal 23 menjelaskan beberapa peraturan terkait APBN.

Adapun pasal 23 berbunyi: ayat (1) berbunyi “Anggaran pendapatan dan belanja negara sebagai wujud dari pengelolaan keuangan negara ditetapkan setiap tahun dengan undang-undang dan dilaksanakan secara terbuka dan bertanggung jawab untuk sebesar-besarnya kemakmuran rakyat”. Ayat (2) berbunyi “Rancangan undang-undang anggaran pendapatan dan belanja negara diajukan oleh Presiden untuk dibahas bersama Dewan Perwakilan Rakyat dengan memperhatikan pertimbangan Dewan Perwakilan Daerah”. Terkait pasal ini DPR dan pemerintah kemudian membuat Rancangan UU APBN yang digunakan sebagai landasan Pemerintah

terkait pengelolaan APBN dan bagi DPR digunakan sebagai instrumen pengawasan. Dan ayat (3) berbunyi “Apabila Dewan Perwakilan Rakyat tidak menyetujui rancangan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara yang diusulkan oleh Presiden, Pemerintah menjalankan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara tahun yang lalu”. Di mana peraturan ini ditegaskan juga dalam UU No. 17/2003 pasal 15 ayat (6) yang menjelaskan tentang sebuah RUU apabila tidak memperoleh izin dari DPR maka pemerintah pusat bisa menerapkan APBN sesuai dengan anggaran tahun sebelumnya terkait dengan pengeluaran yang akan dilakukan.

Anggaran merupakan instrumen kebijakan ekonomi, pengelolaan dan akuntabilitas. Berperan dalam bagian instrumen kebijakan ekonomi anggaran negara memiliki fungsi untuk menstimulus kondisi ekonomi yang stabil dan merata. Dalam merealisasikan fungsi dan tujuan tersebut maka pemerintah dan DPR membuat aturan tertentu dalam menetapkan anggaran sesuai dengan UUD 1945. Adapun peranan DPR dalam menetapkan APBN telah ditentukan berdasarkan UU No. 27 Tahun 2009 mengenai MPR, DPR, DPD dan DPRD (UU MD3). Adapun peranan pemerintah dalam menyusun APBN telah ditetapkan dalam UU No. 17/2003 mengenai Keuangan Negara.

c. Lingkup Keuangan Negara¹⁰

Dalam merumuskan keuangan negara ditentukan berdasarkan beberapa pendekatan yakni objek, subjek, proses dan tujuannya. Pertama, objek yang dimaksudkan adalah keuangan negara yang mencakup seluruh kewajiban dan hak negara di mana hal ini dapat dinilai dari pengelolaan keuangan negara, kegiatan, kebijakan, pengeolaan sumber daya serta barang atau pun jasa yang dikelola oleh pemerintah.

¹⁰ Paulina Y. Amtiran dan Aldarine Molidya. 2020. Pengelolaan Keuangan Negara. *Journal of Management (SME's)*. Vol 12, No. 2, tahun 2020 p 203-214

Kedua, subjek yang berkaitan dengan keuangan negara yang mencakup manajemen objek yang merupakan milik negara yang secara langsung atau pun dikelola oleh lembaga-lembaga lainnya yang berada dalam kendali pemerintah. Ketiga, proses yakni semua kegiatan terkait dengan manajemen objek seperti yang sudah disebutkan diatas dari kebijakan yang dirumuskan dan keputusan yang diambil hingga pada pertanggungjawaban. Serta keempat, tujuan yakni semua kegiatan, kebijakan dan relasi hukum yang dibangun terkait dengan kepemilikan dan penguasaan objek.

Ranah dari keuangan negara mencakup beberapa hal berdasarkan Pasal 2 UU No 17/2003 terkait Keuangan Negara, di antaranya;

- 1) Negara memiliki hak terkait dengan memungut pajak, mengeluarkan dan mengedarkan uang serta pinjaman
- 2) Negara memiliki kewajiban dalam memberikan pelayanan umum pemerintah dan pembayaran tagihan pihak ketiga
- 3) Penerimaan negara
- 4) Pengeluaran negara
- 5) Penerimaan daerah
- 6) Pengeluaran daerah
- 7) Pengelolaan kekayaan dipisah sesuai ketentuan antara negara dan daerah. Begitupun dengan barang-barang atau surat berharga yang dapat ditukarkan dengan uang dikelola sesuai ketentuan dan dipisah antara negara dan daerah.
- 8) Pihak lain yang memiliki kekayaan akan dikelola oleh pemerintah sebagai bagian dari penyelenggaraan tugas pemerintah atau untuk kesejahteraan masyarakat
- 9) Pihak lain yang memperoleh kekayaan melalui fasilitas dari pemerintah juga akan diambil sesuai kesepakatan dengan jumlah tertentu untuk penyelenggaraan tugas pemerintah dan kepentingan umum.

Cakupan dari keuangan negara diatas meliputi juga mencakup anggaran negara karena terdapat unsur-unsur dari anggaran negara seperti penerimaan negara/ daerah, pengeluaran negara/ daerah dan lain sebagainya.

d. Kekuasaan atau Pengelolaan Keuangan Negara

Dalam melakukan manajemen keuangan negara, pemerintah membuat beberapa undang-undang agar pelaksanaannya dapat berjalan dengan taat dan tertib serta dengan penuh tanggung jawab. Setiap pengeluaran dan penerimaan dalam manajemen keuangan negara dimasukkan APBN. Pihak yang berkuasa atas manajemen keuangan ialah presiden selaku pemerintah tertinggi. Manajemen keuangan bertujuan untuk menciptakan kesejahteraan masyarakat dan kemajuan negara. Terkait dengan kekuasaan dalam memajemen keuangan negara menyangkut kewenangan yang sifatnya khusus dan umum. Dalam menyelenggarakan kekuasaannya, presiden juga melimpahkan tanggung jawab pegelolaan keuangan kepada Menkeu.

Adapun beberapa tugas dari Kementerian Keuangan dalam mengelola keuangan negara di antaranya:

- 1) Membuat rancangan APBN dan perubahannya;
- 2) Membuat susunan kebijakan fiskal dan rancangan ekonomi makro;
- 3) Membuat pengesahan dokumen penyelenggaraan anggaran;
- 4) Menjalankan kewajiban yang lain terkait manajemen fiskal sesuai dengan perundang-undangan;
- 5) Melakukan pemungutan pendapatan negara sesuai UU;
- 6) Menjalankan tugas bendahara umum Negara;
- 7) Membuat laporan keuangan sebagai pertanggungjawaban dalam melaksanakan APBN;
- 8) Membuat perjanjian internasional di bidang keuangan.

e. Penetapan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara

Pasal 11 ayat 1 UU No. 17/2003 terkait Keuangan Negara mengatur bahwa APBN adalah wujud dari manajemen keuangan negara yang di tetapkan tiap tahunnya oleh aturan-aturan yang disepakati. Pengaturan ini berdasarkan pasal 23 ayat 1 UUD 1945 hasil amandemen ketiga tahun 2001 yakni APBN merupakan bentuk manajemen keuangan negara dalam periode satu tahun ke depan sesuai dengan perundang-undangan. Pendapatan APBN tersebut dikelola oleh DPR.

f. Pelaksanaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara

Penetapan APBN dilakukan berdasarkan perundang-undangan oleh DPR selanjutnya ditungkan dalam keputusan Presiden untuk kemudian dilaksanakan. Ketentuan ini dijumpai pada pasal 26 ayat 1 UU No. 17/2003 mengenai Keuangan Negara. Dalam pelaksanaannya, APBN yang sudah di tetapkan dapat berubah karena berbagai factor. Rencana perubahan atas APBN yang bersangkutan terlebih dahulu harus dirapatkan oleh Pemerintah Pusat dengan DPR.

Adapun faktor-faktor yang dapat menyebabkan perubahan tersebut dapat terjadi yang dijelaskan pada pasal 27 ayat 3 UU 1945 yakni:

- 1) Kondisi ekonomi makro yang berkembang tidak berdasarkan asumsi APBN
- 2) Perubahan kebijakan fiscal yang utama
- 3) Kondisi yang mengakibatkan keharusan untuk memindahkan/menggeser anggaran unit organisasi, kegiatan dan jenis belanja
- 4) Kondisi yang menyebabkan saldo anggaran melebihi tahun sebelumnya harus diaplikasikan untuk membiayai anggaran belanja.

Sebagaimana pihak yang berkuasa guna mengelola keuangan negara, pemerintah pusat dengan cara umum serta Presiden RI khususnya, harus melaksanakan APBN dengan bertanggung jawab. Dengan demikian untuk memenuhi tanggung jawab, maka Presiden harus membuat laporan pertanggungjawaban. Pasal 30 Undang-undang ini mengatur bahwa Presiden menjelaskan tentang UU pertanggung jawaban APBN yang dijalankan kepada DPR dalam bentuk laporan keuangan setelah diperiksa BPK. Rancangan tersebut disampaikan setidaknya 6 (enam) bulan setelah tahun anggaran selesai.

2. Defisit APBN

Pemerintah mengeluarkan defisit anggaran, sebagai bentuk rancangan yang dapat dinilai berdasarkan besar pengeluaran dan pemasukan dalam suatu sistem pemerintahan. Oleh karena itu pemerintah melengkapi defisit anggaran tersebut dengan kebijakan fiskal. Dalam sebuah defisit anggaran terdapat dua kebijakan, yaitu kebijakan siklikal dan kebijakan struktural. Kebijakan struktural berarti bahwa sebuah anggaran tersebut dianggap sebagai anggaran aktif atau memiliki nama lain diksioner yang akan memengaruhi tingkatan pajak, belanja pemerintah, dan jaminan sosial. Sedangkan kebanyakan dari anggaran pemerintah, merupakan anggaran yang bersifat pasif atau siklikal. Anggaran ini ditentukan dari kondisi siklus ekonomi yang mampu memengaruhi anggaran pemerintah baik dari segi pendapatan, pengeluaran, maupun surplus yang terjadi karena adanya perekonomian yang tidak stabil dengan mempertimbangkan potensinya. Anggaran pasif ini kemudian menjadi pengukur selisih antara anggaran struktural dengan anggaran aktual.¹¹

¹¹Sawitri, H.H. 2006. Dampak Defisit Anggaran Terhadap Pertumbuhan Ekonomi. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*. 2.1, 10

Dalam ilmu akuntansi, anggaran yang dikeluarkan oleh pemerintah seharusnya berbanding lurus dengan pendapatan yang diterima oleh pemerintah. Hal ini bertujuan agar kondisi anggaran tersebut selalu terjaga dalam keseimbangan yang akan memengaruhi perekonomian. Anggaran pemerintah akan menjadi kacau pada suatu waktu dapat terjadi karena terjadi sebuah ketidakseimbangan antara pengeluaran dan pendapatan.

Surplus dan defisit memiliki definisi sebagai selisih yang terjadi antara anggaran yang diterima dan anggaran yang dikeluarkan oleh pemerintah. Defisit anggaran terjadi ketika pemerintah mengeluarkan anggaran yang melampaui pendapatannya, bahkan pemerintah harus menggunakan tabungan yang sudah disimpannya. Untuk mengatasi defisit anggaran, pemerintah menggunakan dua cara, pertama pemerintah menaikkan pendapatan lebih dari biasanya, atau pemerintah meminjam anggaran kepada pihak eksternal yang dalam hal ini bisa kepada pinjaman luar negeri. Selain kedua cara tersebut, dengan mencetak uang baru sebenarnya pemerintah dapat menekan defisit anggaran, namun jika dalam proses pencetakan uang baru tersebut menjadi tidak terkendali maka dapat menyebabkan suatu pemerintahan mengalami inflasi.

Defisit anggaran sudah menjadi isu yang hangat untuk dibicarakan dalam sistem perekonomian suatu negara. Dalam hal ini ada beberapa cara pandangan terkait defisit anggaran, pertama ketika defisit anggaran dapat ditangani dengan utang negara kepada pihak lain namun mengakibatkan dampak menyusutnya lapangan pekerjaan, sehingga suatu negara dapat mengalami banyak dampak buruk, seperti inflasi, tingginya suku bunga, pengangguran, bahkan dapat memengaruhi nilai tukar mata uang suatu negara. Kedua, sebagian orang berpendapat

bahwa defisit anggaran tidak memiliki pengaruh sama sekali terhadap ekonomi yang ada dalam suatu negara.¹²

Dalam pengelompokkannya defisit anggaran dibagi menjadi dua komponen, yaitu defisit primer dan komponen pembayaran bunga utang. Defisit primer merupakan jumlah selisih dari pengeluaran pemerintah yang tidak termasuk dalam pembayaran utang dengan semua pendapatan yang diterima pemerintah yang tidak termasuk dalam utang baru atau pembayaran cicilan utang. Komponen anggaran defisit ini dikelompokkan dengan tujuan untuk menentukan peran dari beban utang yang ditanggung dalam anggaran pemerintah. Beban utang, kurs mata uang, dan suku bunga yang menjadi lebih tinggi akan menyebabkan pembayaran bunga utang juga meningkat, selanjutnya akan berpengaruh pada defisit anggaran yang semakin tinggi juga. Akhirnya pemerintah diharuskan menjalankan defisit anggaran yang begitu tinggi karena beban pembayaran bunga utang.¹³

Beberapa teori berikut akan menjelaskan definisi dan maksud dari defisit anggaran, berikut penjelasannya:

a. Teori Ricardian

Kelompok Ricardian dengan teorinya yaitu (RE) Ricardian Equivalence menyatakan bahwa terdapat keeratn hubungan antar generasi yang bersifat kekeluargaan. Sumber daya yang dikonsumsi menjadi penentu yang dimiliki keluarga besar. Pada dasarnya defisit anggaran dijadikan sebagai pengalihan beban pajak pada masa sekarang yang akan ditanggung pada masa yang akan datang. Kemudian beban pajak ini akan menjadi beban keluarga besar tersebut dari masa ke masa. Namun menurut keluarga besar defisit anggaran tidak memiliki pengaruh apapun terhadap perekonomian yang ada di dalamnya. Teori (RE) Ricardian Equivalence adalah

¹² Solikin. 2003. Dilema Kebijakan Fiskal di Indonesia: Dampak Kebijakan Ekspansi dan Kontraksi Fiskal Terhadap Beberapa Indikator Ekonomi. *Jurnal Ekonomi*, Vol.8 No.1.

¹³ Dornbusch. 1990. *Makroekonomi Edisi Bahasa Indonesia*. Jakarta: PT Media Global Edukasi. Halaman 105

pengembangan dari teori hipotesis siklus hidup dan pendapatan permanen (*Life Cycle Hypothesis and Permanent Income*). Variable belanja, hutang, dan pajak pemerintah dalam teori (RE) Ricardian Equivalence yang tidak termasuk dalam teori PILCH diperkenalkan melalui berbagai model. Kesimpulannya, kebijakan defisit anggaran yang ada dalam teori Ricardian Equivalence tidak memiliki pengaruh apapun terhadap perekonomian, termasuk dalam banyaknya konsumen, investor, tingkat harga, dan suku bunga. Teori (RE) Ricardian Equivalence ini menuai banyak sekali kritikan, karena banyak sekali pendapat yang berpendapat yang menyatakan bahwa defisit anggaran memiliki pengaruh yang begitu besar dalam perekonomian negara, baik pada waktu yang relatif pendek maupun waktu yang relatif panjang.

b. Teori Neoklasik

Kaum Neoklasik memaknai efek defisit anggaran sebagai bentuk tekanan permanen terhadap perekonomian. Standarnya, model Neoklasik memiliki landasan pada tiga karakter pokok, yaitu:¹⁴

- 1) Masa hidup dari pelaku ekonomi terbatas (finit horizon)
- 2) Optimalisasi antar waktu menjadi standar tingkat konsumsi yang optimal (intertemporal intimization)
- 3) Terjadi adanya keseimbangan pasar pada setiap periode waktu.

Model Neoklasik hamper sama dengan model Ricardian. Bedanya, dalam model Ricardian, pelaku ekonomi memiliki hidup sepanjang masa, sedangkan model Neoklasik memiliki dua pelaku ekonomi yang masing-masing hidup dalam periode berbeda kemudian keduanya menjalin hubungan intertemporal. Hubungan intertemporal dalam model Ricardian menyatakan bahwa hubungan yang dialami oleh pelaku ekonomi terjadi pada masa

¹⁴ Bernheim, B Douglas. 1989. A Neoclassical Perspective on Budget Deficits. *Journal of Economic Perspectives*, Vo3. No.2.

muda dan pada masa tua, sedangkan dalam model Neoklasik menyatakan bahwa hubungan yang terjadi antara generasi muda dan generasi tua terjalin karena adanya kepentingan. Implikasi yang menjadi pembeda dalam kedua model menjadi cukup berarti.

Kaum Neoklasik tidak bisa memungkiri bahwa hubungan yang terjadi antar generasi selalu terjadi sekalipun dalam skala yang kecil. Hal ini menjadi acuan bahwa secara umum kaum Neoklasik meyakini defisit anggaran akan menyebabkan kerugian besar pada. Kelemahannya dapat dilihat hampir serupa dengan teori Ricardian Equivalence, kecuali dari sisi pelaku ekonomi yang tidak hanya satu dan masa yang terbatas. Kesimpulan antara kelompok Neoklasik dan kesimpulan teori Ricardian Equivalence akan menjadi sama ketika pelaku ekonomi altruistis.¹⁵

c. Teori Keynesian

Kelompok ketiga disebut sebagai kaum Keynesian. Kelompok ini meyakini bahwa defisit anggaran besar pengaruhnya terhadap perekonomian suatu negara. Asumsi yang muncul dari kelompok ini adalah bahwa pelaku ekonomi memiliki cara pandang dalam kurun waktu yang pendek (*myopic*), hubungan yang terjadi antar generasi menjadi tidak erat, dan semua pasar posisinya selalu seimbang. Ketidakseimbangan terjadi di pasar tenaga kerja, kemudian dalam siklus perekonomian selalu terjadi adanya pengangguran. Keynesian menyatakan bahwa defisit anggaran juga akan meningkatkan kesejahteraan, pendapatan, dan konsumsi yang terjadi secara bergantian. Defisit anggaran yang ditanggung melalui utang akan menjadi keringanan pada masa sekarang, sehingga pemerintah dapat meningkatkan pendapatan yang dapat dipakai untuk pembelanjaan. Pendapatan yang meningkat juga memengaruhi tingginya konsumsi dan permintaan pasar secara

¹⁵ Barro, Robert J. 1989. The Ricardian Approach to Budget Deficit. *Journal of Economic Perspectives*, Vo3. No.2.

menyeluruh. Ketika perekonomian tidak mencapai kondisi penuh kesempatan kerja, maka sisi permintaan akan meningkatkan sisi produksi yang kemudian akan meningkatkan pendapatan nasional juga. Selanjutnya jika pada masa berikutnya pendapatan nasional meningkatkan, maka terdapat efek multiplier keynesian yang mendorong perekonomian negara. Hal ini terjadi karena secara tidak langsung defisit anggaran meningkatkan akumulasi kapital dan tabungan negara.

Kelompok Keynesian secara keseluruhan meyakini bahwa defisit anggaran dalam jangka pendek memberikan keuntungan pada perekonomian negara. Namun analisis Keynesian mendapat kritikan dari berbagai pihak dan dianggap tidak rasional karena perilaku pelaku ekonomi yang tidak berubah ketika berhadapan dengan kebijakan pemerintah yang berubah-ubah. Fokus dari model Keynesian ada pada hubungan struktural yang statis, artinya tanpa mempertimbangkan kondisi ekonomi yang terjadi pada masa mendatang, hanya melihat kondisi ekonomi pada saat itu. Model ini menuai kritik dari kelompok Klasik Baru yang pada akhirnya mampu dijawab oleh *New Keynesian* atau Keynesian Baru. Kelompok ini menjelaskan bahwa *microfoundation* menjadi optimalisasi teori turunannya. Kondisi ini mempertahankan ketidaksempurnaan pasar tenaga kerja dan pengangguran. Kelompok Keynes Baru menurunkan model pelaku ekonomi yang melakukan optimasi dengan mempertimbangkan sisi statis, dinamis, dan *rational expectation* atau asa nalar.

3. Instrumen Pembiayaan Defisit APBN

Menurut Informasi APBN 2021, defisit APBN 2020 mencapai Rp 1.039,2 Triliun, sementara tahun 2021 defisit APBN diperoleh sebesar Rp 1.006,4 Triliun. Karena adanya defisit dalam anggaran negara, maka berdasarkan ketentuan yang disebutkan pada pasal 1 butir 28 UU No. 45/2007 mengenai APBN tahun 2021, dilakukan

pembiayaan untuk menutupi defisit atau disebut dengan pembiayaan defisit APBN. Pengaturan secara jelas dan detail mengenai pembiayaan defisit anggaran untuk APBN juga terdapat pada undang-undang. Sebagai upaya pemulihan sosial ekonomi sampai keadaan yang stabil, maka dibutuhkan strategi kebijakan fiskal ekspansif konsolidatif yang ditunjukkan oleh defisit anggaran sebesar 5,70% atas PDB. Seperti usaha yang dilakukan tersebut maka aturan tentang biaya utang digeser agar condong kepada fleksibilitas biaya utang sebagai sokongan atas aturan *countercyclical* tetapi pengelolaannya tetap dilakukan dengan *prudent*, meningkatkan efektivitas pembiayaan utang dan menstabilkan kondisi ekonomi makro dengan menetapkan komposisi portofolio uang dengan baik.

Pembiayaan defisit tersebut akan diperoleh dari beberapa sumber sebagaimana disebutkan dalam Informasi APBN 2021 sebagai berikut¹⁶:

- a. Pembiayaan utang sebanyak Rp 1.177,4 Triliun, terdiri dari:
 - 1) SBN (neto) sebanyak Rp 1.207,3 Triliun
 - 2) Pinjaman (neto) sebanyak - Rp 29,9 Triliun
- b. Pembiayaan investasi sebanyak - Rp 184,5 Triliun
- c. Pemberian pinjaman sebanyak Rp 0,4 Triliun
- d. Kewajiban penjaminan sebanyak - Rp 2,7 Triliun
- e. Pembiayaan lain-lain sebanyak Rp 15,8 Triliun

Dalam memenuhi defisit APBN diperlukan pengembangan pembiayaan inovatif serta kreatif dalam membangun *countercyclical* sebagai upaya stabilisasi ekonomi seperti memperkuat hubungan KPBU, SWF, SAL, dan BLU. Selain itu dilakukan optimalisasi pasar serta efisiensi *Cost of Borrowing* yaitu memperluas basis investor/kanal pembayaran SBN ritel dan mengupayakan penerbitan obligasi/*sukuk* daerah.

¹⁶ www.anggaran.kemenkeu.go.id. Informasi APBN 2021 Percepatan Pemulihan Ekonomi dan Penguatan Reformasi. Kementerian Keuangan Direktorat Jenderal Anggaran Republik Indonesia.

4. Peraturan Terbitnya SBSN dan SUN sebagai Instrumen Pembiayaan APBN

PPRI atau Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 17 tahun 2022 yang membahas mengenai Pendanaan dan Pengelolaan Anggaran dalam Rangka Persiapan, Pembangunan dan Pemindahan Ibu Kota Negara yang dibuat oleh Presiden Indonesia berisikan beberapa bab sebagai berikut:

a. Bab 2 mengenai Sumber dan Skema Pendanaan

- 1) Bagian satu berisi tentang sumber pendanaan yang terdapat pada Pasal 3. Disebutkan bahwa pendanaan untuk segala macam persiapan untuk pembangunan dan pemindahan Ibu Kota Negara dan juga pendanaan untuk penyelenggaraan pemerintahan Ibu Kota Nusantara memiliki sumber utama dari Anggaran Pendapatan Belanja Negara dan/atau dari sumber lain yang dianggap sah berdasarkan perundang-undangan yang ada.
- 2) Bagian Kedua berisi tentang Skema Pendanaan yang terdapat pada Pasal 4. Disebutkan bahwa (1) Skema pendanaan yang bersumber dari APBN sebagaimana dimaksud dalam Pasal 3 huruf a yaitu sebuah skema yang dapat berupa pembiayaan maupun belanja. (2) Skema pendanaan yang memiliki bentuk belanja seperti yang tertera pada ayat (1) a merupakan salah satu pendanaan yang sumbernya berasal dari penerimaan negara bukan pajak. (3) Skema pendanaan yang berbentuk pembiayaan seperti yang tertera pada ayat (1) b merupakan bentuk pendanaan yang sumbernya berasal dari Surat Berharga Negara. (4) Pada ayat (3) Surat Berharga Negara yaitu: SBSN dan SUN. (5) Skema pendanaan yang asal sumbernya dari APBN atau dari sumber lain yang dianggap sah seperti yang tertera pada Pasal 3, yaitu a. skema pendanaan yang berasal dari hasil BMN, ADP, kerja sama pemerintah dengan Badan Usaha atau KpBU IKN, dan keikutsertaan pihak lain.

Selanjutnya peraturan yang dibuat oleh Menteri Keuangan di Indonesia terdapat pada Peraturan Menteri Keuangan Nomor 04/PMK.08/2009 bagian Pengelolaan Aset SURAT Berharga Syariah Negara yang Berasal dari Barang Milik Negara memutuskan sebagai berikut:

a. Bab 1 Ketentuan Umum

Pasal 1 dalam Peraturan ini berisi mengenai ketentuan umum yang dijelaskan melalui 9 ayat. Ayat 1 menyatakan bahwa Barang Milik Negara atau BMN merupakan segala sesuatu berupa barang yang dimiliki negara baik diperoleh maupun dibeli dengan menggunakan APBN atau sumber dana lain yang dianggap sah. Ayat 2 berisikan mengenai Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau biasa disebut Sukuk Negara ini yang merupakan surat terbitan negara yang dikeluarkan menggunakan prinsip-prinsip syariah untuk dijadikan bukti penyertaan Aset SBSN dalam wujud mata uang rupiah maupun valuta asing. Ayat 3 berisi tentang Perusahaan Penerbit SBSN sebagai badan hukum yang berdiri dengan landasan Undang-Undang tentang Surat Berharga Syariah Negara demi terlaksananya segala kegiatan penerbitan SBSN. Ayat 4 berisi tentang Aset SBSN yang merupakan objek pembiayaan SBSN maupun BMN dengan kriteria nilai yang ekonomis, Aset ini dapat berupa tanah, bangunan, atau lainnya yang memiliki nilai untuk menunjang penerbitan SBSN. Ayat 5 berisi tentang posisi Menteri yang diduduki oleh Menteri Keuangan Republik Indonesia. Ayat 6 berisi tentang Daftar Nominasi Aset SBSN, daftar ini mencakup segala sesuatu mengenai data BMN yang memenuhi persyaratan sebagai Aset SBSN dalam rangka penerbitan SBSN. Ayat 7 merupakan bagian yang membahas mengenai Dokumen Penatausahaan BMN, dokumen ini berbentuk daftar laporan yang berisikan hasil penatausahaan BMN dari Pengelola Barang dan Pengguna Barang. Ayat 8 berisi mengenai Pengelola Barang yang

mana dalam ini diisi oleh pejabat dengan wewenang dan tanggung jawab untuk menetapkan kebijakan dan pedoman dalam pengelolaan barang milik negara. Ayat 9 berisi tentang Pengguna Barang yang dalam hal ini merupakan pejabat yang berwenang untuk menggunakan barang milik negara/daerah.

b. Bab 2 Jenis dan Persyaratan BMN Sebagai Aset SBSN

Pasal 2 dalam peraturan ini berisi tentang segala jenis dan persyaratan untuk BMN sebagai Aset SBSN. Ayat 1 menyatakan bahwa BMN dapat dipakai sebagai bahan dasar untuk menerbitkan SBSN sehingga dapat dikatakan sebagai Aset SBSN. Ayat 2 menyatakan bahwa BMN yang telah menjadi Aset SBSN dapat dikategorikan sebagai tanah dan bangunan ataupun hal lain yang dapat menunjang. Ayat 3 menyatakan bahwa BMN yang menjadi Aset SBSN memiliki kriteria sebagai berikut: a. Nilai yang ekonomis; b. Layak ; c. tercatat dalam Dokumen Penatausahaan BMN; d. bukan sistem persenjataan; e. Tidak menjadi sengketa, dan f. belum digunakan sebagai Aset SBSN.

Selain peraturan-peraturan di atas mengenai penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adapun peraturan lain yang tercantum sebagai berikut:

- a. UU No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara;
- b. UU No. 25 Tahun 2004 tentang Sistem Perencanaan Pembangunan Nasional;
- c. PP No. 27 Tahun 2014 tentang Pengelolaan Barang Milik Negara/Daerah;
- d. PP No. 56 Tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
- e. PP No. 90 Tahun 2010 tentang Penyusunan Rencana Kerja dan Anggaran Kementerian Negara/Lembaga;

- f. Peraturan Menteri Keuangan No. 138/PMK.08/2019 tentang Tata Cara Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
- g. Peraturan Menteri Keuangan No. 6/PMK.05/2019 tentang Tata Cara Pelaksanaan Pembayaran Kegiatan Yang Dibiayai Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
- h. Peraturan Menteri Keuangan No. 4/PMK.08/2019 tentang Perubahan atas Peraturan Menteri Keuangan Nomor 120/PMK.08/2016 Tentang Tata Cara Pemantaun, Evaluasi dan Pelaporan Pembiayaan Proyek/Kegiatan Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
- i. Peraturan Menteri Keuangan No. 60/PMK.02/2016 tentang Persetujuan Kontrak Tahun Jamak Oleh Menteri Keuangan;
- j. Peraturan Menteri Keuangan No. 120/PMK.08/2015 tentang Tata Cara Pemantauan, Evaluasi dan Pelaporan Pembiayaan Proyek/Kegiatan Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
- k. Peraturan Menteri Keuangan No. 238/PMK.08/2015 tentang Tata Cara Pengajuan Persetujuan Kontrak Tahun Jamak Dalam Pengadaan Barang/ Jasa Pemerintah Kepada Menteri Keuangan;
- l. Keputusan Menteri Agama No. 771 Tahun 2018 tentang Petunjuk Pelaksanaan Pembangunan Sarana dan Prasarana pada Kementerian Agama Melalui Pembiayaan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
- m. Peraturan Menteri Agama No. 13 Tahun 2012 tentang Organisasi dan Tata Kerja Instansi Vertikal Kementerian Agama (Berita Negara Republik Indonesia Tahun 2012 Nomor 851); 14. Peraturan Menteri Agama Nomor 42 Tahun 2016 tentang Organisasi dan Tata Kerja Kementerian Agama;
- n. Peraturan Menteri Pekerjaan Umum No. 45 Tahun 2007 tentang Pedoman Teknis Pembangunan Gedung Negara;

- o. Keputusan Direktur Jenderal Bimbingan Masyarakat Islam No. 61 Tahun 2020 tentang Petunjuk Pelaksanaan Pembangunan Gedung Balai Nikah dan Manasik Haji Melalui Pembiayaan Surat Berharga Syariah Negara.
- p. Keputusan Direktur Jenderal Penyelenggaraan Haji dan Umrah No. 112 Tahun 2019 tentang Petunjuk Pelaksanaan Revitalisasi dan Pembangunan Pusat Layanan Haji dan Umrah Terpadu Melalui Pembiayaan Surat Berharga Syariah Negara;
- q. Keputusan Direktur Jenderal Penyelenggaraan Haji dan Umrah No. D/353/2016 tentang Petunjuk Teknis Revitalisasi dan Pengembangan Asrama Haji di Lingkungan Direktorat Jenderal Penyelenggaraan Haji dan Umrah;

Selanjutnya terdapat peraturan yang mengatur mengenai kebijakan penerbitan terkait dengan (SUN) Surat Utang Negara yang tertera dalam peraturan- peraturan berikut:

- a. UU No. 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara.
- b. Peraturan Menteri Keuangan No. 149/PMK.08/2018 Tentang Pembelian Kembali Surat Utang Negara. Terakhir diubah dengan Peraturan Menteri Keuangan No. 3/PMK.08/2021.
- c. Peraturan Menteri Keuangan Nomor 50/PMK.08/2008 tentang Lelang Surat Utang Negara di Pasar Perdana.
- d. Peraturan Menteri Keuangan No. 217/PMK.08/2008 tentang Penjualan SUN dalam Valuta Asing di Pasar Perdana Internasional. Terakhir kali diubah dengan Peraturan Menteri Keuangan Nomor 170/PMK.08/2009.
- e. Keputusan Menteri Keuangan No. 66/KMK.01/2003 tentang Penunjukan Bank Indonesia sebagai Agen untuk Melaksanakan Lelang Surat Utang Negara di Pasar Perdana.
- f. Peraturan Bank Indonesia mengenai peran Bank Indonesia sebagai penata usaha SUN.

- g. Surat Edaran Bank Indonesia mengenai peran Bank Indonesia sebagai penata usah..

B. Sukuk

1. Pengertian Sukuk

Sukuk menurut istilah bahasa arab ialah jamak dari kata ‘*Sakk*’ yang artinya sertifikat atau dokumen. Penggunaan istilah *sukuk* banyak dipakai para pelaku usaha muslim secara umum sebagai penamaan atas dokumen untuk memperlihatkan kewajiban keuangan hasil dari kegiatan jual beli yang dilakun. Penggunaan istilah *sukuk* ini umumnya digunakan pada abad pertengahan di masa kerajaan Islam memperoleh kejayaannya¹⁷.

Sesuai Standar Syariah *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) No. 17 mengenai *Sukuk* Investasi, *Sukuk* ialah sertifikat yang memiliki nilai sama sebagai bukti terhadap barang atau jasa yang dimiliki. “*Investment Sukuk are certificate of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity*”.

Sesuai keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam – LK) No. KEP-181/BL/2009, *Sukuk* ialah sebuah bukti berbentuk sertifikat untuk membuktikan kepemilikan asset beserta segala aktivitas investasi di dalamnya.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No. 32/DSN-MUI/IX/2002 mengenai Obligasi Syariah, *Sukuk* (Obligasi Syariah) diartikan dengan surat penting tanda kepemilikan suatu asset beserta aktivitas di dalamnya. Di mana antara emitmen dan pemegang obligasi syariah terdapat bagi hasil sesuai waktu yang ditentukan. Fatwa DSN-MUI No. 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang

¹⁷ Ayub, Muhammad. 2002. *Islamic Banking and Finance: Theory and Practice*. State Bank of Pakistan, Karachi.

SBSN atau *Sukuk* Negara diartikan sebagai Surat Berharga Negara yang pengeluarannya sesuai dengan prinsip syariah yang fungsinya untuk menegaskan siapa pemilik asset¹⁸.

Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa SBSN atau *sukuk* ialah surat kepemilikan atau sertifikat yang mempunyai nilai ekonomis atas sebuah proyek negara atau asset dengan segala aktivitas di dalamnya sehingga terjadi bagi hasil antara pemegang *sukuk* dengan pemerintah serta dana mereka akan kembali bilamana *sukuk* telah berakhir masa pakainya. Atau dalam definisi lain *sukuk* adalah surat penting yang berisikan hutang pemerintah terhadap masyarakat dalam negeri atau asing untuk membiayai kepentingan proyek negeri dan rakyat yang Indonesia maupun asing yang mempunyai hak memperoleh pendapatan berupa bagi hasil serta berhak untuk memperoleh kembali dananya ketika proyek atau batas penggunaan *sukuk* tersebut telah selesai. Proyek yang dibiayai oleh *sukuk* ini harus terbebas dari riba, maisyr, dan gharar.

Terdapat perbedaan dengan Instrument keuangan lainnya, *Sukuk* sesuai prinsip syariah, artinya *Sukuk* tidak bertentangan dengan syariat Islam seperti: *maysir* (spekulasi), *gharar* (ketidakjelasan), *riba* (bunga), serta unsur haram. Selain itu, *Sukuk* harus sesuai akad jual beli syariah dan berbasis asset riil. Sebagaimana yang telah dijelaskan surat Ali-Imran: 130, yang artinya: “*Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan Riba dengan berlipat ganda dan bertakwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan.*” (Q.S. Ali-Imran: 130).

Di dunia, terdapat sebagian negara menjadi *regular issuer* dari *Sukuk* seperti Uni Emirate Arab, Malaysia, Qatar, Brunei Darussalam, Bahrain, Pakistan, dan Saudi Arabia. Penerbitan *sovereign Sukuk* bertujuan sebagai pemenuhan kebutuhan pembangunan negara yang

¹⁸ Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara

sifatnya umum atau pembangunan proyekn tertentu, misalnya pembuatan unit pembangkit listrik, pembangunan bendungan, pelabuhan, pembangunan jalan tol, pembangunan bandar udara, pembangunan rumah sakit dan lain-lain.¹⁹ Selain dari pada itu *Sukuk* juga dapat diperuntukan sebagai pemenuhan kebutuhan biaya *cash-mismatch*, dengan *Sukuk* jangka waktu pendek serta dapat dimanfaatkan juga untuk instrumen pasar uang.²⁰

2. Prinsip dan Syarat Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

Persyaratan yang bisa digunakan dalam SBSN harus mempunyai ketentuan. Yang pertama adalah *underlying asset* contohnya pembangunan jalan raya, pembangunan rumah sakit, pembangunan universitas. Di mana proyek tersebut tidak menyalahi syariat islam. Sementara pembangunan proyek yang sifatnya menyalahi syariat islam seperti contohnya adalah perjudian, usaha yang mengandung riba, jual beli barang konsumsi yang haram, dan menjual jasa yang dapat memunculkan mudarat seperti contohnya adalah perusahaan minuman keras sebab dilarang dalam syariat Islam.

Ketentuan yang kedua adalah jual beli harus sesuai dengan syarat sebagai berikut: menerapkan prinsip *ihthyath* atau kehati-hatian, praktik yang dilakukan tidak terdapat unsur gharar, seperti penawaran palsu, *bai al-ma'dum* yaitu transaksi barang yang belum menjadi milik penjual secara pasti (*short selling*). Dan tidak melakukan *Insider trading* yakni memberikan informasi yang tidak benar demi mendapatkan keuntungan serta modal usaha melebihi besar prosentasenya dari pada utang.²¹

Kemudian dari pengertian menurut fatwa DSN-MUI No.32/DSN-MUI/IX/2002 bahwa obligasi syariah (*sukuk*) yakni surat

¹⁹ Rusydiana, Jarkasih. 2010. Mengurangi Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia dengan Metode ANP". Proceeding, *International Academic Conference, Shariah Economic Day (SECOND) 2010*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

²⁰ Direktorat Pembiayaan Syariah. 2010. *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia.

²¹ Muhammad Nizarul Alim. 2011. *Muhasabah Keuangan Syariah*. Solo: Aqwam. Halaman 138

penting keluar negara atau perusahaan sesuai dengan prinsip syariah di mana emitmen memiliki keharusan untuk memberikan pendapatannya terhadap pemegang obligasi syariah dengan konsep bagi hasil ketika tempo telah jatuh sesuai kesepakatan yang tertera di surat tersebut.

Dari pengertian tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwasanya prinsip sukuk tidak memiliki istilah utang sebab dalam proses transaksi asset yang dilakukan terdapat kesepakatan tentang bagi hasil ketika telah jatuh tempo agar tidak ada pihak yang berselisih atau keberatan nantinya serta sesuai dengan prinsip syariah.²²

3. Jenis-jenis Sukuk

Jenis-jenis *sukuk* di Indonesia sesuai dengan lembaga yang menerbitkannya dibagi dua, pertama yakni sukuk yang diterbitkan pemerintah (*sukuk* negara) dan kedua yaitu sukuk korporasi.²³

a. Sukuk Negara

Di dalam peraturan Perundang-undangan No, 19/2008 pasal 1 ayat (1), istilah lain dari sukuk negara ialah Surat Berharga Syariah Negara selanjutnya disingkat SBSN ialah Surat Berharga Negara yang diterbitkan sesuai dengan prinsip syariah untuk menjadi bukti atas kepemilikan asset baik berupa valuta asing atau mata uang rupiah. Aset SBSN merupakan objek yang dibiayai oleh SBSN tersebut di mana objek tersebut mempunyai nilai jual. Semenjak diberlakukannya UU terkait dengan SBSN pemerintah kemudian mulai mengeluarkan surat berharga yang dapat digunakan untuk biaya belanja negara.

Terdapat tiga metode dalam penerbitan SBSN di dalam negeri, yaitu lelang, *private placement* dan *bookbuilding*. melalui metode *bookbuilding* SBSN yang diterbitkan yaitu Sukuk Negara Indonesia (SNI) dan Sukuk Negara Ritel (SR). Sukuk negara

²² Abdul Manan. *Hukum Ekonomi Syariah (Dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama)*. Jakarta: Kencana. Halaman 333

²³ Undang-undang No. 919 tahun 2008 Pasal 1 Ayat (1) tentang Surat Berharga Syariah Negara

bersifat non-wakil atas utang milik pemegang sertifikat kepada emiten. Penerbitan sukuk sesuai dengan kontrak dan prinsip syariah. Dan yang diperoleh tersebut juga tidak bisa digunakan untuk hal-hal yang menyalahi prinsip syariah.

b. Sukuk Korporasi

Selain sukuk negara, jenis kedua dari sukuk adalah sukuk korporasi yakni sertifikat yang merupakan keluaran dari perusahaan (swasta) sebagai emiten. Dimana emiten sebagai perusahaan yang menerbitkan sertifikat atau surat berharga tersebut. Adapun beberapa contoh jenis usaha yang memiliki sukuk di antaranya lembaga keuangan, perkebunan, transportasi, telekomunikasi, properti dan lain-lain. Aset dasar dari sukuk korporasi ialah aset milik perusahaan atau pun anak perusahaan. Aturan yang mengatur tentang sukuk korporasi ini tercantum dalam UU Pasar Modal No.8 tahun 1995 dan Fatwa DSN-MUI Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002. Sesuai akan yang ada dalam peraturan yang berlaku, sukuk korporasi yang diterbitkan di Indonesia masih berupa *Mudharabah* dan *Ijarah*.

4. Mekanisme Penerbitan Sukuk (Surat Berharga Syariah Negara)²⁴

Metode penerbitan *sukuk* oleh pemerintah atau SBSN yang menggunakan basis pendapatan memiliki tujuan untuk mengurangi beban keuangan negara terutama dalam membayar setia hutang negara. Surat utang negara yang diinvestasikan memiliki bunga yang dapat dijadikan sebagai pendapatan dan bagi hasil dengan investor sehingga beban tetap tidak selamanya ditanggung oleh pemerintah. Penerbitan surat utang negara akan digunakan sebagai syarat dibolehkannya pembangunan suatu proyek oleh investor setelah melakukan perjanjian dengan pemerintah. Pemerintah membebaskan para investor baik dari

²⁴ Ayub, Muhammad. 2009. *Understanding Islamic Finance*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, Halaman 603

dalam atau luar negeri untuk berinvestasi asalkan demi kepentingan bersama dan masyarakat.²⁵

Adapun salah satu bentuk dari SBSN yang diterbitkan pemerintah menggunakan kode khusus seperti PPLN08C obligasi syariah ijarah PLN tahun 2006 yang memiliki nama perusahaan milik negara (persero). Penggunaan SBSN juga dimanfaatkan pemerintah dalam pembangunan berbagai lembaga pendidikan di Indonesia.²⁶ Dalam pembagian bagi hasil sukuk ada yang dinamakan dengan rekening khusus SBSN, yaitu rekening yang diperuntukan sebagai penyalur dan penampung dana yang dihasilkan dari SBSN yang diterbitkan Menkeu pada BI yang dicantumkan kode tertentu beserta proses penarikannya. Sukuk adalah salah satu alat untuk transaksi asset yang memperhatikan keadaan ekonomi sesungguhnya sesuai dengan pemasukan negara

Melalui Menkeu SBSN atau *sukuk*, penerbitannya memiliki tujuan diantaranya pengembangan alternatif instrumen investasi dan pasar keuangan syariah, diversifikasi basis investor, memaksimalkan dana milik masyarakat dan barang milik negara. Pihak yang termasuk sebagai obligasi mencakup badan hukum yang menerbitkan surat berharga, investor dan pihak penerbit sukuk.²⁷ Berikut ini merupakan mekanisme penerbitan sukuk negara:²⁸

a. Pihak-pihak terkait

Sukuk negara ritel ialah salah satu bentuk surat penting terbitan dari pemerintah langsung sebagai biaya proyek yang dimasukkan dalam APBN sebagai asset mendasar. Dalam menerbitkan sukuk ritel memerlukan pihak-pihak tertentu yang terlibat agar proyek yang menjadi objek untuk kepentingan umum

²⁵ Ayub, Muhammad. *Understanding Islamic Finance*.

²⁶ Setyo Wijayanto. 2012. *Investasi Obligasi*. Jakarta: Elex Media Komputindo. Halaman 203

²⁷ Khoerul Umam. 2013. *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah*. Bandung: CV Pustaka Ceria. Halaman 180

²⁸ Nurul Huda dkk. *Keuangan Publik Islam*. Halaman 324

dapat berjalan dengan lancar dan beroperasi secara optimal. Adapun beberapa pihak tersebut di antaranya:

- b. Pemerintah (obligor), merupakan pihak yang paling memiliki tanggung jawab terhadap penerbitan sukuk dan nominalnya serta pembayaran imbalan.
- c. Investor, merupakan pihak yang memegang sukuk dan mempunyai hak dalam hal nilai nominal sukuk, margin dan imbalan berdasarkan partisipasinya.
- d. Perusahaan Penerbit, merupakan pihak yang bertanggung jawab dalam mengeluarkan surat berharga atau sukuk ritel pemerintah. Pemerintah sendiri lah membangun sebuah perusahaan yang bertugas untuk mengeluarkan atau menerbitkan sukuk tersebut. Perusahaan penerbit memiliki kekhasan tersendiri dibandingkan dengan badan hukum lainnya yakni hanya mempunyai dewan direktur tanpa adanya pegawai lain dan hasil usaha.²⁹ Perusahaan penerbit SBSN terkait dengan sistem keuangan syari'ah internasional ialah SPV (*Special Purpose Vehicle*) atau SPC (*Special Purpose Company*).
- e. *Syari'ah Compliance Endorsement* (SCE), dalam menerbitkan sebuah surat berharga yang penggunaannya bagi masyarakat luas, pemerintah membutuhkan sebuah fatwa yang melegalitaskan surat tersebut. Sesuai dengan UU Kementerian Keuangan Indonesia harus sesuai dengan pertimbangan DSN-MUI. Dengan mendapatkan persetujuan dari lembaga tersebut maka surat berharga seperti SBSN bias dikeluarkan oleh pemerintah sendiri. Adapun lembaga yang dipilih pemerintah dalam menerbitkan SBSN tersebut *Syari'ah Compliance Endorsement* karena menggunakan basis syariah.

²⁹ Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 56 Tahun 2008 Tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara pasal 11 di akses pada tanggal 8 Maret 2022 pukul 08:41 wib

f. Metode Penerbitan³⁰

Bookbuilding ialah metode yang dipakai dalam penerbitan sukuk ritel. *Bookbuilding* ialah aktivitas jual beli SBSN melalui agen tertentu kepada investor. Dalam proses jual beli tersebut si agen sebelumnya akan mengumpulkan pemesanan dari berbagai investor hingga ditemukan kesepakatan dengan salah investor. Transaksi SBSN dengan cara ini terdapat dokumen-dokumen yang wajib untuk dipenuhi sesuai dengan ketentuan berikut:

- 1) Dokumen berupa transaksi asset SBSN, berupa sewa menyewa SBSN untuk digunakan sebagai asset SBSN atau perjanjian jual beli, perjanjian jual beli asset SBSN, perjanjian sewa menyewa asset SBSN.
- 2) Perjanjian perwalianamanatan yang diperlukan
- 3) Persyaratan dan kondisi (*term and condition*) SBSN
- 4) Memorandum informasi, didalamnya mengandung bagaimana proses atau metode pembelian SBSN, jenis akad yang digunakan, cara menetapkan harga SBSN, penentuan tempo, tanggal penjatahan, periode penjualan, tanggal setelmen, objek pembiayaan SBSN serta pokok-pokok dan ketentuan SBSN.
- 5) Adanya Fatwa atau pernyataan kesesuaian SBSN dengan prinsip syari'ah.

Setelah mengetahui metode dalam penerbitan SBSN, perlu kita ketahui tentang langkah-langkah penerbitan SBSN dilakukan pemerintah ataupun penerbitan oleh lembaga yang ditunjuk pemerintah untuk menerbitkan SBSN. Berikut langkah-langkah penerbitan SBSN:

- 1) Mengidentifikasi barang-barang milik negara untuk dimanfaatkan sebagai asset mendasar

³⁰ Khoerul Umam. *Pasar Modal Syariah*. Halaman 86

- 2) Membuat permintaan pernyataan kesesuaian syari'ah atas akad SBSN
- 3) Menyusun dokumen syari'ah dan pasar modal
- 4) Merumuskan struktur SBSN seperti jenis akad, tenor, volume, dan metode penerbitan
- 5) Melaksanakan penerbitan, baik dengan metode lelang, *bookbuliding*, atau pun cara yang lain Penerbitan SBSN.

5. Jenis-jenis Akad *Sukuk*

Berdasarkan bentuk akad, jenis-jenis akad pada SBSN dibagi menjadi enam jenis³¹:

a. *Sukuk Murabahah*

Pengertian *Murabahah* yaitu pembeli meminta penjual untuk mencarikannya barang sesuai keinginannya dengan keuntungan sesuai kesepakatan baik dengan langsung dibayar atau dicicil sementara penjual akan menanggung resiko ketika ada hal-hal yang tidak sesuai ketentuan dan kesepakatan. Sedangkan pengertian *Sukuk murabahah* ialah surat penting berupa akad dari biaya murabahah baik dikeluarkan oleh pemerintah langsung atau emiten, yang mengharuskan penerbit untuk memberikan dana yang diperoleh berasal dari margin keuntungan transaksi dengan cara membagi keuntungan terhadap pihak yang memegang *sukuk* dan memberikan dana pokok *sukuk* ketika tempo yang ditentukan telah jatuh. *Sukuk murabahah* merupakan bagian dari *sukuk* aset. Dana yang bersumber dari investor akan digunakan untuk investasi biaya bahan baku produksi dan perdagangan di Indonesia.

b. *Sukuk Mudharabah*

Pengertian dari *Mudharabah* ialah kesepakatan untuk membagi hasil sesuai kesepakatan sebelum kontrak dibuat antar masing-masing pihak yang menjalin kerjasama dalam berinvestasi

³¹ Burhanuddin S. 2011. *Hukum Surat Berharga Syariah Negara dan Pengaturannya*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.

dan jika terjadi kerugian disebabkan pihak pengelola secara sengaja maka hal tersebut menjadi tanggungan pengelola dana. Tetapi jika kerugian disebabkan siklus bisnis maka hal tersebut menjadi tanggungan masing-masing. Sementara pengertian dari *sukuk mudharabah* adalah surat berharga menggunakan akad biaya mudharabah terbitan emiten atau pemerintah yang mengharuskan penerbit memberikan keuntungannya untuk membaginya setelah melaksanakan investasi. Dan sukuk mudharabah merupakan bagian dari sukuk penyertaan.

c. *Sukuk Musyarakah*

Pengertian *Musyarakah* ialah biaya yang dikeluarkan berdasarkan kerjasama dengan pihak-pihak yang memiliki kontribusi dalam hal sumber daya atau pun dana di mana hasilnya dibagi berdasarkan kemauan bersama. Setiap kerugian yang terjadi menjadi tanggungan bersama. Sedangkan pengertian *sukuk musyarakah* adalah surat penting yang menggunakan akad biaya musyarakah di mana surat tersebut dapat dikeluarkan oleh emiten atau pemerintah yang mengharuskan pihak yang menerbitkan untuk membagi hasil yang didapatkan sesuai kesepakatan di mana. Masing-masing pihak yang ikut terlibat dalam investasi tersebut diharuskan memberikan dana pokok ketika telah jatuh tempo. Dana yang diperoleh dari para pelaku usaha tersebut akan digunakan untuk melakukan bisnis tertentu. Sukuk musyarakah merupakan bagian dari sukuk pernyataan.

d. *Sukuk Salam*

Pengertian *Salam* ialah sistem transaksi dengan memberikan bayaran di awal sementara barang akan diberikan setelahnya. Sedangkan pengertian *sukuk salam* adalah surat penting berisikan akad biaya *salam* terbitan pemerintah maupun perusahaan yang mengharuskan penerbit memberikan dana yang didapatkan dari margin keuntungan transaksi terhadap pihak yang memegang *sukuk*

dengan membagi hasil dan memberikan dana utama *sukuk* sesuai batas yang telah ditentukan. Dana yang diperoleh dari para pelaku usaha tersebut akan digunakan untuk membiayai produksi pertanian. *Sukuk salam* merupakan bagian dari *sukuk* asset.

e. *Sukuk Istishna*

Istishna ialah pemesanan barang oleh pembeli kepada produsen dana akan diberikan sesuai waktu yang ditentukan. Untuk pembayaran dapat dilakukan secara langsung atau dicicil. *Sukuk istishna* ialah surat penting yang menggunakan akad biaya *istishna* yang dikeluarkan emiten ataupun perusahaan yang mengharuskan pihak yang mengeluarkan surat tersebut memberikan bayaran hasil terhadap pihak yang memegang *sukuk* dan memberikan dana pokok *sukuk* ketika tempo telah jatuh. *Sukuk istishna* merupakan bagian dari *sukuk* aset. Di mana dana yang berasal dari pelaku usaha akan digunakan untuk proyek pembangunan berupa perumahan dan gedung.

f. *Sukuk Ijarah*

Pengertian *Ijarah* ialah akad sewa menyewa suatu barang di mana pembayarannya pada batas waktu tertentu. Dalam akad *ijarah* ini barang dapat diambil atau pun juga tidak oleh pihak yang menyewa. Pada akad ini harga jual dan sewa ditentukan di awal. Terdapat tiga pihak yang terlibat dalam *ijarah* yakni pihak yang memberikan dana, pemilik barang dan penyewa barang tersebut. Sedangkan pengertian dari *sukuk ijarah* ialah surat penting menggunakan akad biaya *ijarah* hasil terbitan pemerintah atau emiten yang mengharuskan pihak penerbita memberikan pendapatannya terhadap pihak yang memegang *sukuk* ketika tempo yang telah ditentukan berakhir. *Sukuk ijarah* merupakan bagian dari *sukuk* asset, serta dana dari pelaku usaha digunakan sebagai *leasing* di Indonesia.

C. Surat Utang Negara (SUN)

1. Pengertian Surat Utang Negara (SUN)

Surat Utang Negara (SUN) merupakan salah satu surat penting terbitan pemerintah dalam bentuk pengakuan uang di mana pokok dan bunganya dibayar pemerintah sesuai dengan jatuh temponya dan dapat dilakukan terhadap valuta asing atau rupiah³². Obligasi Pemerintah (SUN) termasuk dari opsi keuangan sebagai upaya pengurangan resiko dan beban keuangan pemerintah kedepannya. Obligasi Negara (SUN) mempunyai aturan yang sifatnya general yakni: pertama, pasar perdana adalah sebuah lokasi dilakukan penempatan dan transaksi surat berharga (SUN) pertama kalinya. Kedua adalah pasar sekunder merupakan lokasi kegiatan transaksi menggunakan SUN. Dilakukan, transaksinya di pasar perdana, dan ketiga pemerintah, empat Kemenkeu.

Berdasarkan UU No. 24/2002, pasal 1 dan 3, SUN merupakan surat penting berisikan bukti adanya utang baik berupa valuta asing atau rupiah di dalamnya pemerintah memberikan jaminan atas bayaran pokok dan bunganya sesuai jatuh temponya.³³ Selain UUD, terdapat aturan yang lain seperti kebijakan Menteri Keuangan, di antaranya Keputusan Menteri Keuangan No. 66/KMK.01/2003, Peraturan Menkeu No. 209/PMK.08/2009, Peraturan Menkeu No. 50/PMK.08/2008. Terdapat juga kebijakan dari BI mengenai beberapa hal berikut seperti central registrasi, kliring setelmen SUN, registrasi dan agen lelang. Dengan diterbitkannya SUN bertujuan untuk: 1), Membayar defisit APBN. 2) Menutupi kas negara apabila terdapat penerimaan dan pembayaran kas dari rekening Kas Negara yang masih kurang. Ketiga, untuk pengelolaan publik. Pemerintah memiliki wewenang dalam mengeluarkan SUN sesuai dengan persetujuan dari DPR, dan pengesahannya sebagai bagian dari APBN yang disahkan dan setelah

³² Eduardus Tandelilin. 2010. Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi. Yogyakarta: Kanisius. Halaman 253

³³ Indonesia, *Undang-undang Tentang Surat Utang Negara (SUN)*. UU No. 24, pasal 1 dan pasal 3. Tahun 2002

melakukan konsultasi ke BI. Untuk penerbitan ini, pemerintah wajib membiayai pokok dan bunga SUN sesuai tempo yang ditentukan di mana pokok dan bunga SUN dibayar dari APBN. Sebagaimana dijelaskan dalam UU No. 24/2002, SUN dikelola oleh Menkeu. Administrasi itu sendiri sudah ada sejak 2002, saat dibentuknya (DMU) yang merupakan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang (DJPU).

Ada SUN yang bias diperjualbelikan dan ada yang tidak (tradable dan non-tradable). Tergantung pada pembayaran kupon, ada tarif tetap dan variabel. Obligasi pemerintah yang diterbitkan terdiri dari:³⁴

- a. *Obligasi kupon: dapat diperdagangkannya* yaitu obligasi ORI, obligasi FR/VR dan obligasi global
- b. *tidak dapat diperdagangkannya* yaitu SRBI untuk BLBI dan Notes/SU untuk BI untuk restrukturisasi dan restrukturisasi perbankan.
- c. *Kupon nol.*

Obligasi Negara (SUN) atau obligasi pemerintah hanyalah surat konfirmasi utang yang diberikan kepada investor berupa kupon untuk dibayar secara bertahap (Idham, 2014). SUN ialah salah satu bentuk instrumen utang pemerintah yang berfungsi untuk mengumpulkan pendapatan melalui pasar domestic dengan tujuan dapat menutup defisit anggaran.³⁵

Berdasarkan beberapa uraian definisi SUN tersebut, diambil kesimpulan bahwa SUN ialah surat penegasan utang keluaran pemerintah untuk rakyat, yang pembayaran pokok dan bunganya ditanggung oleh pemerintah sesuai dengan batas yang ditentukan. Pemerintah pusat memiliki wewenang dalam mengeluarkan SUN berdasarkan persetujuan DPR dan sesuai disetujui juga oleh BI di mana pengesahannya berbarengan dengan pengesahan APBN. Ketika diterbitkan, pembayaran pokok dan bunganya ditanggung oleh

³⁴ Setyo Wijayanto. 2012. *Investasi Obligasi*. Jakarta: Elex Media Komputindo.

³⁵ Eduardus Tandelilin. 2010. *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi* Edisi 1. Yogyakarta: Kasinus, halaman 339.

pemerintah sesuai dengan batas yang ditentukan di mana anggaran untuk SUN telah disediakan dalam APBN.

SUN beserta manajemen nya dijelaskan dalam UU No. 24/2002 mengenai SUN. UU No. 24/2002 memberikan jaminan: penerbitan SUN didasarkan pada beberapa hal saja, di mana pembayaran pokok dan bunganya ditanggung oleh pemerintah sesuai dengan batas yang ditentukan, serta jumlah penerbitan SUN harus sesuai dengan kesepakatan DPR dan aturan BI, proses transaksi SUN akan memperoleh pengawasan dan diatur oleh otoritas yang memiliki wewenang serta memberi teguran tegas dan atas penerbitan dan/atau pemalsuan SUN tanpa izin.

Adapun beberapa bentuk obligasi terbitan pemerintah di antaranya Sukuk Negara, obligasi SPN (Surat Perbendaharaan Negara), obligasi seri VR (*Variable Rate*), obligasi mata uang asing ORI (Obligasi Ritel Indonesia) dan obligasi seri FR (*Fixed Rate*).³⁶

2. Manfaat Penerbitan Surat Utang Negara (SUN)

Keuntungan menerbitkan surat berharga negara yang diterbitkan oleh negara adalah:³⁷

- a. Instrumen fiskal, penerbitan SUN dapat digunakan untuk mengetahui sumber dari pendanaan APBN.
- b. Sarana investasi, ia memberikan alternatif investasi yang memiliki kecenderungan untuk mengurangi kegagalan pembayaran dan memberi kesempatan kepada para pengusaha dalam mendiversifikasi portofolio mereka untuk meminimalkan kegagalan.
- c. Instrumen pasar keuangan, SBN mampu meningkatkan keseimbangan dalam sistem keuangan dan digunakan sebagai tolak ukur untuk menentukan nilai instrumen keuangan yang lain.

³⁶ Soebagiyo Daryono. 2012. *Analisis Pembiayaan Defisit Anggaran di Indonesia*. Disertasi S3 (Tidak dipublikasikan) PDIE Universitas Brawijaya Malang.

³⁷ Muhammad Syamsul. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.

3. Jenis-jenis Surat Utang Negara (SUN)

SUN sendiri dibagi kedalam dua bagian yaitu³⁸:

a. Surat Perbendaharaan Negara (SPN)

SPN memiliki jangka waktu selama 12 bulas di mana bunga yang akan dibayarkan dilakukan dengan cara diskonto atau treasury bill atau surat perbendaharaan. Minimnya minat investor terhadap instrumen SPN menstimulus pemerintah agar terus mengupayakan pengembangan pasar SPN dengan membatalkan laju GD 2006 no. Tidak hanya untuk jual beli Sertifikat Perbendaharaan Negara (GKO), tetapi juga di pasar sekunder, kepemilikannya bisa dialihkan. SPN manajemen dan pelaporan keuangan publik, begitupun dengan investasi yang diatur dalam APBN dan APBD.

Di antara utang yang biasa pemerintah gunakan, kata El Diwani, adalah Surat Perbendaharaan Negara (SPN), yang menyebutkan bank syariah dengan sistem bebas bunga akan meringankan beban utang pemerintah. Dengan demikian, bias diambil kesimpulan disimpulkan bahwa surat perbendaharaan negara (GKO) merupakan surat utang yang dapat memperbesar beban keuangan pemerintah dan berdampak pada berbagai proyek pembangunan yang sedang atau akan dikerjakan sehingga produktivitas menurun jika dikeluarkan negara dan diperjualbelikan pada pertukaran reguler.

b. Obligasi Negara (ON)

Obligasi ialah surat utang dengan masa yang lama yang diterbitkan pemerintah atay emiten. Masa berlaku obligasi ialah dari lima hingga dua puluh tahun. Investasi obligasi bagi investor dapat memberikan keuntungan yang besar sebab memiliki Bungan yang cukup tinggi daripada depositonya. Tergantung pada kuponnya,

³⁸ Muhammad Nafik. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta: Serambi. Halaman 271

penerbitan obligasi dibagi menjadi obligasi biasa, obligasi tingkat nol dan obligasi tingkat bunga mengambang. Obligasi biasa memiliki tingkat bunga yang stabil atau tetap. Obligasi tingkat bunga mengambang memiliki bunga di atas deposito dan penjualan obligasi pada akhir periode hanya seharga diskonnya.³⁹

Nilai utang obligasi tersebut tercantum di surat utang di mana penandatungannya dilakukan oleh Kementerian Keuangan. Dari jenis pembayaran bunga, obligasi dengan tingkat bunga yang dibayar tetap, misalnya, 14% per tahun, ditentukan. Oleh karena itu, istilah obligasi merupakan sekuritas bagi pendapatan yang stabil. Obligasi yang ada di pasar modal mempunyai kode-kode tersendiri dengan tujuan dapat mengetahui perbedaan obligasi yang satu dengan yang lain, dengan tujuan pembayaran dan data yang terkomputerisasi, serta untuk menampilkan karakteristik obligasi tersebut.⁴⁰

4. Penerbitan Surat Utang Negara (SUN)

Penerbitan SUN oleh pemerintah akan dibayarkan oleh pemerintah langsung pada akhir jangka waktu. Obligasi Pemerintah (GOB) dapat diterbitkan berupa kupon atau pun tidak, penerbitan kupon secara berkala setiap tiga bulan dan setiap enam bulan sekaligus dengan pembayarannya. Pada saat yang sama, masalah tanpa pembayaran kupon tidak mempunyai penentuan batas tertentu dan dapat ditransaksikan sebesar harga diskon, dan jumlah pokok harus dibayar. Beberapa jenis obligasi yang diterbitkan seperti obligasi pemerintah (*government bond*), obligasi daerah dan obligasi korporasi.⁴¹

Obligasi Pemerintah (SUN) dikeluarkan oleh Kementerian Keuangan untuk membayar defisit APBN dan membayar kas yang

³⁹ Martalena dan Maya Malinda. 2011. *Pengantar Pasar Modal di Desain Untuk Mempelajari Pasar Modal Dengan Mudah dan Praktis*. Yogyakarta: Andi Offset. Halaman 69

⁴⁰ Jogiyanto Hartono. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM. Halaman 153

⁴¹ Sapto Rahardjo. *Panduan Investasi Obligasi*. Halaman 87

kurang, sedangkan dana dari obligasi pemerintah dimanfaatkan sebagai belanja pemerintah pusat seperti membangun fasilitas umum yang merata, mengurangi pengangguran dan kemiskinan. Dana dari surat utang pemerintah ditransfer ke daerah untuk membantu peningkatan kualitas infrastruktur, menciptakan lahan kerja dan meminimalisir ketimpangan daerah.

Obligasi pemerintah ialah obligasi hasil terbitan pemerintah karena memerlukan pendanaan dalam segala pembangunan yang direncanakan sehingga pemerintah tidak jarang meminjam uang baik dari luar atau pun masyarakatnya sendiri. Obligasi pemerintah memiliki sifat seperti obligasi korporasi, dan perbedaannya terletak pada pihak penerbit. Dimana pemerintah adalah penerbit, mereka dinilai lebih aman daripada obligasi korporasi. Sedangkan obligasi daerah ialah obligasi yang diterbitkan pemerintah daerah yang digunakan untuk membangun infrastruktur masyarakat di daerah tersebut dan lain-lain. Dan obligasi korporasi ialah obligasi terbitan perusahaan swasta yang akan dibayar setelah batas waktu berakhir.⁴²

Saat menerbitkan obligasi pemerintah dengan SUN melalui pelelangan yang dilakukan oleh BI, menunjukkan perkiraan segala hal yang berkaitan dengan keuangan negara. Contoh penerbitan obligasi pemerintah terbitan pemerintah sendiri adalah retail saving bond atau PSA seri SBSR005.

Obligasi korporasi dilindungi oleh kewajiban utang. Dan penerbit siap untuk memenuhi semua persyaratan tertulis kepada pihak terkait. Salah satu kewajiban tersebut adalah membayar kupon atau bunga tepat waktu sesuai waktu yang disepakati, dan jika penerbit obligasi menanggung moral hazard, investor berhak untuk membatalkan obligasi dengan mengklaim seluruh investasi mereka.

⁴² Sitorus, Tarmiden. 2015. *Pasar Obligasi Indonesia: Teori dan Praktik*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada. Halaman 201

5. Prinsip dan Ketentuan Surat Utang Negara (SUN)

Obligasi merupakan sarana investasi dengan risiko yang lebih kecil, tetapi obligasi merupakan aset dengan resiko yang tetap. Dan risiko adalah peluang tidak terbayarnya (default), hal ini bukan sebuah alasan seorang pelaku usaha dalam berbisnis dengan resiko rendah sementara pendapatan tinggi untuk tidak mau berbisnis terkait obligasi, sebab hal tersebut bias dijadikan proksi risiko menjalin kedekatan. Indonesia memiliki dua PT pemeringkat obligasi: PT Pefindo yang dibangun pada 21 Desember 1993, dan PT Kasnic.⁴³

SUN tersebut mempunyai elemen-elemen seperti pelaku usaha dari Indonesia, nominal dana yang akan diusahakan, tempo, kupon dan laba yang dihasilkan adalah aman, bunga kompetitif, pajak bunga kurang dari deposito, dan partisipasi dalam membangun infrastruktur. Prinsip SUN ialah surat berharga yang menjadi bukti hutang tanpa adanya persyaratan dari penerbitnya. sesuai hukum UU No. 24/2001 mengenai SUN⁴⁴.

D. Telaah Pustaka/ Penelitian yang Relevan

Penelitian terdahulu digunakan untuk meninjau kembali pustaka mengenai persoalan yang dikaji mempunyai relevansi dengan apa yang dikaji oleh peneliti. Peneliti juga dapat menganalisis setiap perbedaan dan persamaan penelitiannya dengan penelitian yang telah dilakukan.

Adapun kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembiayaan defisit APBN sudah beberapa dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Momna Saeed, Marwa Elnahass, Marwan Izzeldin dan Mike Tsainos (2021) dalam Journal Elsevier Economic Modelling yang berjudul “ *Yield Spread Determinants of Sukuk and Conventional Bonds*”. Hasil penelitian tersebut adalah Penelitian ini mengkaji faktor-faktor yang menentukan yield spread sukuk

⁴³ Sapto Rahardjo. *Panduan Investasi Obligasi*. Halaman 157

⁴⁴ Sitorus, Tarmiden. *Pasar Obligasi Indonesia*. Halaman 247

dan obligasi konvensional. Kami membandingkan dampak variabel spesifik perusahaan dan industri, karakteristik obligasi, dan kondisi ekonomi makro terhadap pengembalian. Data sampel kami meliputi obligasi dan sukuk dengan berbagai jatuh tempo yang diterbitkan oleh 58 perusahaan publik (tercatat) di Malaysia. Untuk sukuk, determinan utama adalah indikator spesifik perusahaan yang mengindikasikan yield spread yang lebih rendah. Terlebih lagi, spread sukuk tidak meningkat dengan volatilitas saham, membuatnya kurang berisiko dibandingkan obligasi biasa. Untuk obligasi konvensional, karakteristik tingkat perusahaan dan khusus obligasi secara signifikan mempengaruhi spread hasil. Leverage keuangan yang lebih tinggi dengan jatuh tempo yang lebih pendek dikaitkan dengan hasil yang lebih rendah dan spread yang lebih rendah. Hasil penelitian ini memberikan wawasan baru dan implikasi kebijakan penting bagi investor dan regulator sukuk dan obligasi konvensional. Karakteristik pada tingkat perusahaan dan obligasi secara signifikan mempengaruhi spread hasil.⁴⁵

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Momna Saeed dkk (2021) adalah sama-sama memfokuskan penelitian pada aspek-aspek sukuk sebagai obligasi syariah dan obligasi konvensional. Perbedaannya adalah pada penelitian yang dilakukan oleh Momna Saeed dkk (2021) mengkaji determinan *yield spread* sukuk dengan obligasi konvensional. Penelitian Momna mengkomparasikan pengaruh variabel secara spesifik perusahaan, industri, karakteristik obligasi dan kondisi makro ekonomi terhadap sukuk maupun obligasi konvensional. Sampel data yang digunakan menggunakan 58 perusahaan yang menerbitkan Sukuk maupun obligasi konvensional di Malaysia. Sedangkan pada penelitian ini objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara dengan surat utang negara (obligasi konvensional) dalam memenuhi pembiayaan APBN di Indonesia.

⁴⁵ Momna Saeed, Marwa Elnahass, Marwan Izzeldin dan Mike Tsainos. 2021. Yield Spread Determinants of Sukuk and Conventional Bonds. *Journal Elsevier Economic Modelling* .Volume 105, December 2021, 105664

Selain itu, kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembiayaan defisit APBN juga dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Noriza Mohd Saad, Mohd Nizal Haniff, dan Norli Ali (2020) dalam *Elsevier Pacific Basin Finance Journal* yang berjudul “*Corporate governance mechanisms with conventional bonds and Sukuk’ yield spreads*”. Hasil penelitian tersebut adalah Tujuan utama penelitian ini ada dua. Pertama, mengetahui perbedaan rata-rata yang signifikan antara yield spread obligasi biasa dan sukuk. Kedua, untuk menyelidiki hubungan antara spread hasil dan tata kelola perusahaan mekanisme. Data tersebut mencakup periode 2000-2014 untuk masing-masing 256 dan 405 tranches obligasi konvensional dan sukuk jangka panjang dan menengah. Data panel yang tidak seimbang diterapkan. Temuan menunjukkan bahwa (1) ditemukan rata-rata perbedaan signifikan antara yield spread obligasi konvensional dan sukuk, dan (2) kepemilikan dan karakteristik institusional BPC, dualitas peran, dan ukuran secara signifikan mengurangi yield spread pada obligasi dan sukuk konvensional jangka panjang. Investor institusional harus memiliki lebih banyak saham ekuitas di perusahaan penerbit yang menerbitkan obligasi konvensional jangka panjang dan sukuk jangka menengah karena risiko gagal bayar yang rendah. Direksi juga harus sepenuhnya mematuhi Kode Tata Kelola Perusahaan Malaysia (MCCG) untuk praktik terbaik di dalam perusahaan.⁴⁶

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Noriza Mohd Saad dkk (2020) adalah sama-sama memfokuskan penelitian pada perbedaan antara aspek-aspek sukuk sebagai obligasi syariah dan obligasi konvensional. Perbedaannya adalah pada penelitian yang dilakukan oleh Noriza Mohd Saad dkk mengkaji rata-rata perbedaan signifikan antara obligasi konvensional dan obligasi syariah dan mengkaji hubungan antara yield spreads dan

⁴⁶ Mohd, Noriza Saad, Mohd Nizal Haniff, dan Norli Ali. 2020. Corporate governance mechanisms with conventional bonds and *Sukuk’ yield spreads*. *Elsevier Pacific Basin Finance Journal*. Volume 62, September 2020, 101116

mekanisme tata kelola perusahaan Malaysia, sedangkan pada penelitian ini objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara dengan surat utang negara (obligasi konvensional) dalam memenuhi pembiayaan APBN di Indonesia.

Selain itu, kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembiayaan defisit APBN juga dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss dan Laurent Weill (2013) dalam Elsevier, *Journal of Comparative Economics* yang berjudul “*Sukuk Vs. Conventional Bonds: A Stock Market Perspective*”. Hasil penelitian tersebut adalah Dekade terakhir telah menyaksikan ekspansi besar-besaran keuangan Islam di Timur Tengah dan Asia Tenggara Penerbitan sukuk, yang merupakan instrumen keuangan Islam yang terstruktur untuk mereplikasi arus kas di obligasi konvensional meningkat tajam, memicu perdebatan tentang kesamaan antara keuangan Islam dan konvensional. Menggunakan metodologi analisis peristiwa pada sampel perusahaan yang terdaftar di Malaysia, kami menyelidiki apakah investor di pasar saham bereaksi berbeda terhadap sukuk dan pengumuman obligasi konvensional Kami menemukan bahwa saham pasar netral terhadap pengumuman obligasi reguler tetapi negatif terhadap pengumuman sukuk.⁴⁷

Persamaan penelitian peneliti dengan milik Christophe J. Godlewski dkk (2013) adalah sama-sama memfokuskan penelitian pada perbandingan antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional. Perbedaannya adalah pada penelitian Christophe J. Godlewski dkk mengkaji perbedaan dan persamaan antara keuangan islam dan konvensional di negara-negara Asia Tenggara dan Timur Tengah, menggunakan metodologi studi peristiwa pada sampel perusahaan yang terdaftar di Malaysia, Christophe J. Godlewski dkk menyelidiki apakah investor pasar saham memberikan reaksi yang tidak

⁴⁷ J. Godlewski Christophe, Rima Turk-Ariss dan Laurent Weill 2013. “*Sukuk Vs. Conventional Bonds: A Stock Market Perspective*”. *Elsevier, Journal of Comparative Economics*. Volume 41. Issue 3 August 2013, Pages 745-761

sama atas penerbitan obligasi konvensional dan pengumuman sukuk. Sedangkan pada penelitian ini objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara dengan surat utang negara (obligasi konvensional) dalam memenuhi pembiayaan APBN di Indonesia.

Selain itu kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembiayaan defisit APBN sudah dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Maula Robin Haq, dkk (2020) dalam Jurnal Al-Mutharahah yang berjudul “ Peran Sukuk Terhadap Pembangunan Infrastruktur”. Hasil penelitian Maula Robin Haq adalah bahwa sukuk merupakan instrumen keuangan penting yang harus digunakan untuk membangun sebuah sarana dan prasarana dan memberikan dampak yang baik bagi sarana dan prasarana yang dibangun. Berdasarkan hasil penerbitan sebelum 13 Februari 2020, hasil kumulatif rilis SBSN ialah Rs. 1.253,4 ton Hasil penerbitan sukuk dimanfaatkan untuk membiayai pembuatan fasilitas umum di Indonesia.⁴⁸

Kesamaan penelitian ini dengan penelitian Maula Robin Haq ialah memfokuskan penelitian pada aspek-aspek sukuk atau SBSN dalam memenuhi pembiayaan pembangunan infrastruktur negara. Perbedaannya adalah pada penelitian yang dilakukan oleh Maula Robin Hak dkk hanya mengkaji sukuk dalam pembiayaan pembangunan infrastruktur negara, sedangkan pada penelitian ini objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara dengan surat utang negara dalam memenuhi pembiayaan APBN.

Selain itu kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembayaran defisit APBN sudah dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Syifa Fauziah, dkk (2020) dalam Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi dan Akuntansi) yang berjudul “ Pembiayaan Infrastruktur dengan Sukuk Negara di Indonesia: Prosedur dan Struktur”. Hasil penelitian Syifa Fauziah adalah

⁴⁸ Maula Robin Haq dkk. 2020. Peran Sukuk Terhadap Pembangunan Infrastruktur. Jurnal: Al-Mutharahah. Vol. 17 No. 1 Januari-Juni 2020. P-ISSN 2088-0871

pendanaan infrastruktur melalui sukuk publik saat ini sedang meningkat. Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan aliran pendanaan infrastruktur melalui sukuk pemerintah. Termasuk di dalamnya komponen sukuk milik pemerintah dalam membiayai fasilitas yang dibangun. Metode penelitian yang digunakan ialah kualitatif yang telah dianalisis dengan deskriptif. Penyajian datanya berupa data sekunder dari studi pustaka. Hasil penelitiannya memperlihatkan terdapat delapan tahap yang harus diselesaikan untuk menawarkan biaya pembangunan sarana dan prasarana sukuk publik. Secara umum, struktur pembayaran dibagi menjadi dua bagian: pembiayaan proyek dan pembiayaan proyek. Sementara struktur kontrak terbagi menjadi 4 macam; aset ijarah untuk sewa, ijarah - jual dan sewa kembali, wakala dan ijarah - al-hadamat. menawarkan pendanaan untuk infrastruktur melalui sukuk publik. Pada umumnya, struktur pemyaran terbagi dua bagian: pembiayaan proyek dan pembiayaan proyek. Sementara struktur kontrak terbagi menjadi 4 bagian; aset ijarah untuk sewa, ijarah - jual dan sewa kembali, wakala dan ijarah - al-hadamat. Menawarkan pendanaan untuk infrastruktur melalui sukuk publik.⁴⁹

Penelitian penulis memiliki persamaan dengan penelitian Syifa Fauziah yakni memfokuskan penelitian pada aspek-aspek sukuk atau SBSN dalam memenuhi pembiayaan pembangunan infrastruktur negara. Perbedaannya adalah pada penelitian yang dilakukan oleh Syifa Fauziah dkk hanya mengkaji sukuk dalam pembiayaan pembangunan infrastruktur negara, sedangkan pada penelitian ini objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara serta surat utang negara dalam memenuhi pembiayaan APBN.

Selain itu kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembiayaan defisit APBN sudah dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Siti Latifah (2020)

⁴⁹ Syifa Fauziah dkk. 2020. Pembiayaan Infrastruktur dengan Sukuk Negara di Indonesia: Prosedur dan Struktur. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi dan Akuntansi)*. Vol. 4. No. 1. P-ISSN: 2541-5255 E-ISSN:2621-5306

dalam Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam dengan judul “Peran Sukuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pertumbuhan Pembangunan Ekonomi di Indonesia”. Hasil penelitian Siti Latifah adalah penerbitan sukuk pemerintah terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Pemerintah Indonesia telah menerbitkan sukuk ritel (SR) yaitu SR 001, SR 002, SR 003, SR 004, SR 005, SR 006, SR 007, SR 008, SR 009, SR 010, SR 011, SR 012 dan SR. 013. Penerbitan SBSN memberikan manfaat yang besar bagi Indonesia terkait peningkatan penerimaan APBN. Tambahan belanja APBN dapat dimanfaatkan untuk mengembangkan berbagai proyek di sektor di berbagai sector pembangunan. Selain itu, manfaat sukuk juga berkontribusi pada kondisi pasar keuangan syariah, pendirian cabang, diversifikasi basis investor, pengembangan sarana investasi alternatif, optimalisasi penggunaan barang milik negara atau badan usaha, dan pemanfaatan keuntungan dana rakyat yang masih bebas dari sistem obligasi. Sukuk juga berkontribusi pada kondisi pasar keuangan syariah, pendirian cabang, diversifikasi basis investor, pengembangan sarana investasi alternatif, optimalisasi penggunaan barang milik negara atau badan usaha, dan pemanfaatan keuntungan dana masyarakat yang belum masuk dalam sistem obligasi dan obligasi. sektor manufaktur dan perumahan. Dan sukuk juga berkontribusi pada pengembangan pasar keuangan syariah, pembentukan cabang, diversifikasi basis investor, pengembangan kendaraan investasi alternatif, optimalisasi penggunaan barang milik negara atau badan usaha, dan pemanfaatan keuntungan dana rakyat yang masih bebas dari sistem obligasi dan obligasi.⁵⁰

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Siti Latifah (2020) ialah fokus pada aspek-aspek sukuk atau SBSN. Perbedaannya adalah pada penelitian yang dilakukan oleh Syifa Fauziah dkk hanya mengkaji sukuk dalam pertumbuhan pembangunan ekonomi, sedangkan pada penelitian ini

⁵⁰ Siti LLatifah. 2020. Peran Sukuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pertumbuhan Pembangunan Ekonomi Islam. Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam (JIEI). 6(03), 2020, 421-427. ISSN: 2477-6157, E-ISSN: 2579-653

objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara dengan surat utang negara dalam memenuhi pembiayaan APBN.

Selain itu kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembiayaan defisit APBN sudah dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Angrum Pratiwi (2017) dalam Jurnal Al-Tijary (Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam yang berjudul “Peran Sukuk Negara dalam Pembiayaan Infrastruktur”. Hasil penelitian Angrum Pratiwi adalah Alokasi anggaran infrastruktur Indonesia mengalami peningkatan berkala dari 78,7 trilyun rupiah pada tahun 2008 menjadi 188,4 trilyun rupiah di tahun 2013. Beberapa pembangunan yang masuk dalam APBN dibiayai secara spesifik oleh sukuk. Ketika diterbitkan pertama kali di tahun 2013 terdapat peningkatan penerbitan poyek financing hingga dua kali lipat. Nilai sukuk yang keluar sebanyak Rp 800 miliar, tahun 2014 sebanyak Rp 1,57 triliun, tahun 2015 sebanyak Rp 7,13 triliun dan tahun 2016 sebanyak Rp 13,67 triliun. Kementerian Keuangan menyatakan bahwa anggaran tahun 2017 untuk pembangunan enam proyek infrastruktur utama: 1. Membangun jalan sepanjang 836 km, 2. Membangun jembatan sepanjang 10.198 m, 3. Membangun 13 bandara baru dan lanjutan, 4. Membangun pelabuhan laut di 61 lokasi di seluruh Indonesia, 5. Pembangunan Tahap I dan jalur rel lanjutan sepanjang 710 kilometer rel, 6. Membangun terminal penumpang lanjutan di 3 lokasi. Terkait dengan tersebut, pendanaan infrastruktur yang meningkat berbasis sukuk diketahui meningkat mulai tahun 2013. Hal ini tentu menjadi masalah besar bagi pemerintah, karena sukuk telah terbukti sebagai sebuah instrumen keuangan penting yang perlu dimasukkan ke dalam pembangunan infrastruktur. Aplikasi ini, menurut penulis, dimaksudkan agar pemerintah dapat secara maksimal mengembangkan sukuk untuk alternatif dalam membiayai infrastruktur dan meminimalisir ketergantungan utang luar negeri terkait dengan pembangunan. Kemudahan akses bagi investor lokal maupun asing untuk menjalankan investasi sukuk merupakan nilai tambah bagi Indonesia untuk merekrut berbagai investor baik luar maupun dalam negeri sehingga

pemerintah dapat mengoptimalkan fungsi sukuk sebagai alternatif biaya pembangunan dan meminimalisir kebutuhan terhadap ULN untuk pembiayaan infrastruktur. Akses mudah bagi penduduk setempat, dan bagi investor asing untuk berinvestasi pada sukuk merupakan keuntungan tambahan bagi Indonesia dalam menarik investor. sehingga pemerintah dapat mengoptimalkan fungsi sukuk sebagai alternatif biaya pembangunan dan meminimalisir kebutuhan terhadap ULN untuk pembiayaan infrastruktur. Kemudahan akses bagi investor lokal maupun asing untuk melakukan investasi sukuk sebagai nilai tambah untuk meningkatkan para pelaku usaha yang bermodal.⁵¹

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Angrum Pratiwi, dkk (2017) ialah fokus pada aspek-aspek sukuk atau SBSN peranya terhadap infrastruktur yang dibiayai. Perbedaanya ialah penelitian Angrum Pratiwi dkk hanya mengkaji peran sukuk pada infrastruktur yang dibiayai, sedangkan pada penelitian ini objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara dengan surat utang negara dalam memenuhi biaya APBN.

Selain itu kajian yang memiliki relevansi mengenai komparasi SBSN dengan SUN dalam memenuhi pembayaran defisit APBN sudah dilakukan oleh penelitian sebelumnya, antara lain oleh Ahmad Helmi (2015) dalam Tesis Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta dengan judul “Komparasi Pembiayaan Pembangunan Infrastruktur Pemerintah dengan Dana Obligasi Konfensional dan Obligasi Syariah/Sukuk (Studi Kasus Pembangunan Jalan Tol Trans Sumatera)”. Hasil penelitian Achmad Helmi adalah imbal hasil obligasi infrastruktur dengan sukuk istishna dan sukuk musyarakah bil ijarah memiliki keuntungan lebih dibandingkan dengan obligasi konvensional. Penggunaan sukuk istishna dan musyarakah mengalahkan sukuk ijarah, Pemerintah akan

⁵¹ Angrum Pratiwi, dkk. 2017. Peran Sukuk Negara dalam Pembiayaan Infrastruktur. *Jurnal Al-Tijary (Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam)*. Vol. 2, No. 2, Hal.155-176. P-ISSN: 2460-9404, E-ISSN:2460-9412

menerima dana dari masyarakat dengan minimal penyertaan modal negara. Hal ini dapat digunakan dalam membiayai infrastruktur publik yang dibangun dan bisa memperbaiki iklim investasi agar bisa menutupi defisit anggaran untuk membangun jalan tol lintas Sumatera guna mempercepat konektivitas nasional.⁵²

Persamaan penelitian peneliti dengan penelitian Achmad Helmi (2015) adalah sama-sama memfokuskan penelitian pada aspek-aspek sukuk sebagai obligasi syariah dan Surat Utang Negara (SUN) sebagai obligasi konvensional dalam pembiayaan. Perbedaannya adalah pada penelitian yang dilakukan oleh Achmad Helmi hanya mengkaji pembiayaan pada kasus pembangunan jalan tol trans sumatera, sedangkan pada penelitian ini objek kajian adalah mengkaji komparasi antara sukuk negara dengan surat utang negara dalam memenuhi pembiayaan APBN, lebih luas pembahasannya karena APBN digunakan tidak hanya untuk pembangunan jalan tol trans sumatera, melainkan untuk proyek-proyek negara lainnya.

E. Kerangka Berfikir

Gambaran mengenai kerangka pemikiran dalam penelitian ini ialah: APBN yakni suatu sistem akuntansi yang mendeskripsikan seluruh pengeluaran dan pendapatan yang akan didapatkan dan dihitung selama satu periode atau dalam setahun oleh pemerintah. APBN ialah perencanaan anggaran yang dilaksanakan pemerintah pusat. Catatan ASN berpadua kolom. Kolom kiri mencatat seluruh pendapatan pemerintah, sementara kolom kanan memperkirakan seluruh pengeluaran terkait pembiayaan semua kegiatan pemerintah. Jika sisi penerimaan melebihi sisi pengeluaran, maka APBN dikatakan surplus, dan jika pengeluaran melebihi penerimaan, maka APBN dianggap defisit. Akibat defisit anggaran negara, sesuai ketentuan pada Pasal 1 ayat 28 UU No. 45/2007 mengenai APBN Tahun

⁵² Achmad Helmi.2015. Komparasi Pembiayaan Pembangunan Infrastruktur Pemerintah dengan Dana Obligasi Konvensional dan Obligasi Syariah/Sukuk (Studi Kasus Pembangunan Jalan Tol Trans Sumatra). Tesis UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, Program Studi Hukum Islam.

2021, diberikan pendanaan untuk menutup defisit tersebut atau yang disebut dengan APBN. pembiayaan defisit. . Pembiayaan defisit akan berasal dari berbagai sumber, sebagaimana tertuang dalam informasi APBN 2021.⁵³Defisit APBN dibiayai oleh SBSN. SUN terdiri dari sukuk negara yang kita sebut sebagai SBSN, dan SUN yang merupakan obligasi biasa.

Pengertian secara terminology, sukuk diambil dari bahasa Arab yaitudari bentuk tunggal kata “*sakk*”, dan dalam bentuk jamak “sukuk” yang berarti bukti atau bukti kepemilikan. Sukuk juga berarti bukti kepemilikan atau penyertaan dalam kepemilikan suatu harta atau kumpulan harta yang tidak bias dipisahkan.⁵⁴Istilah sukuk merupakan pengganti istilah “obligasi”, yang mengandung arti pinjaman (utang), sedangkan penambahan kata “Islam” memiliki arti yang kontroversial, sebab metode utang umumnya didasarkan pada bunga, dan bunga tersebut bagian dari riba, yang dilarang.⁵⁵ SBSN sesuai dengan UU No. Pasal 19 Pasal 1 Pasal 2008 - Surat Utang Negara yang dikeluarkan sesuai dengan ketentuan Syariah untuk menjadi bukti dalam menyertakan aset SBSN berupa rupiah atau valuta asing, dimana aset SBSN tersebut merupakan milik pemerintah. Umumnya dana yang dipakai untuk sektor riil dan produktif. UU tentang Surat Utang Negara Syariah menyatakan; Sukuk merupakan bagian dari SBN di mana dana yang ada diaplikasikan untuk mendanai defisit APBN dan pembiayaan proyek⁵⁶

Surat Utang Negara (SUN) merupakan surat penting hasil terbitan pemerintah dalam bentuk pengakuan utang di mana pokok dan bunganya menjadi jaminan pemerintah sendiri sesuai dengan jatuh temponya dan

⁵³ www.anggaran.kemenkeu.go.id. Informasi APBN 2021 untuk mempercepat pemulihan ekonomi dan memperkuat reformasi. Kementerian Keuangan Direktorat Jenderal Anggaran Republik Indonesia.

⁵⁴Rama, Ali. 2015. Sistem ekonomi dan keuangan Islam. Jakarta: Pusat Penelitian dan Penerbitan UIN Syarif Hidayatullah Jakarta. halaman 96

⁵⁵ Rodoni, Ahmad. 2009. *Investasi Syariah*. Jakarta: Lembaga Penelitian UIN Syarif Hidayatullah Jakarta. Halaman 35

⁵⁶ Sitorus, Tarmiden. *Pasar Obligasi Indonesia*. halaman 126

dapat bias berupa mata uang rupiah atau uang asing⁵⁷. Berdasarkan UU no. 24/2002, Pasal 1 dan 3, SUN ialah surat penting sebagai bukti utang berupa valuta asing atau rupiah di mana pokok dan bunganya dibayarkan oleh pemerintah ketika telah jatuh temponya.⁵⁸ Penerbitan SUN oleh pemerintah memiliki tujuan: pertama, untuk membayar defisit APBN, kedua, menutupi kas yang kurang dalam jangka pendek disebabkan pengeluaran dan pendapatan kas tidak sesuai dengan batas waktu yang ditentukan, ketiga, untuk memanjemen pendapatan negara. portofolio utang. Pemerintah memiliki wewenang dalam hal penerbitan SUN apabila telah memperoleh izin dari DPR di mana pengesahannya sebagai bagian dari pengesahan APBN dan disahkan oleh BI. Untuk itu pemerintah wajib membiayai pokok dan bunga SUN ketika batas waktu telah sampai, pembiayaan pokok dan bunga SUN terdapat dalam APBN.4 Sesuai dengan UU No. 24/2002, SUN dikelola oleh Menteri Keuangan. Pengelolaannya ini sudah ada sejak tahun 2002, ketika terbentuknya Debt Management Unit (DMU), dirubah menjadi Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang (DJPU).

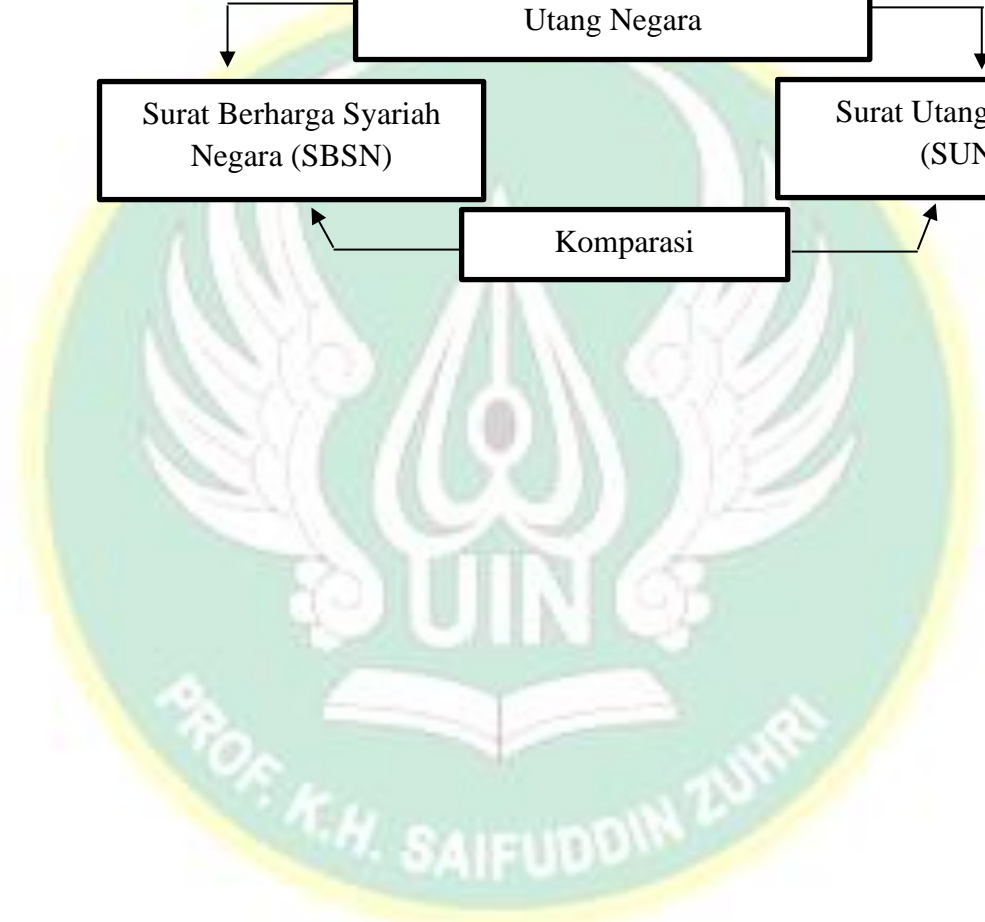
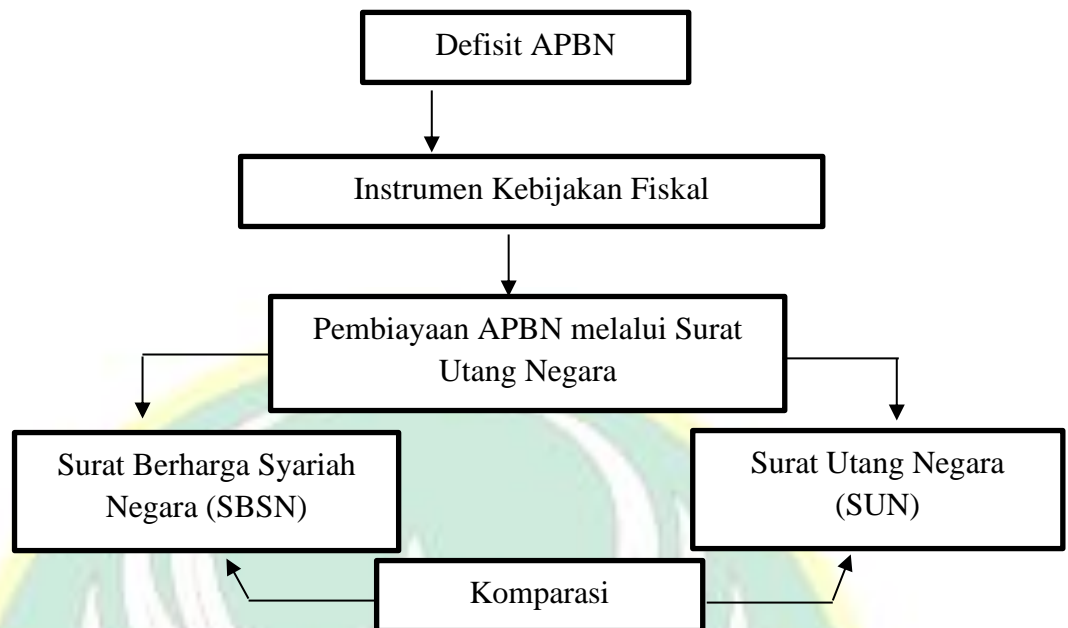
Pada tahun 2020, menurut data DJPPR Kementerian Keuangan, hasil catatan pemerintah tentang SUN atau obligasi yang diterbitkan lebih besar dari penerbitan SUN secara nasional. surat berharga (SBSN) atau sukuk. Nilai saham SUN yang beredar di Indonesia per 5 Juli 2020 sebesar Rp4.261 triliun, sedangkan nilai SBSN sebesar Rp972 triliun. Jumlah ini akan terus meningkat, tetapi SUN sekarang ini tumbuh dengan cepat dari SBSN di Indonesia. Dengan pecahan sebesar itu sangat efektif dan membantu pemerintah mengatasi defisit anggaran dalam APBN.

Metode *content analysis* digunakan untuk mendapatkan gambaran dan pemikiran yang mendetail tentang komparasi SBSN dengan SUN dalam pembiayaan defisit APBN. Di bawah ini adalah gambar kerangka berfikir penelitian.

⁵⁷ Eduardus Tandelilin. 2010. Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi. Yogyakarta: Kanisius. Halaman 253

⁵⁸ Indonesia, *Undang-undang Tentang Surat Utang Negara (SUN)*. UU No. 24, pasal 1 dan pasal 3. Tahun 2002

Gambar 2.1 Kerangka Berfikir Penelitian



BAB III

MODEL PENELITIAN

Dalam kegiatan ilmiah dibutuhkan suatu data yang dapat diandalkan untuk menguji suatu kebenaran. Dalam rangka mencari dan mengumpulkan bahan untuk menyusun tesis ini penulis mempergunakan beberapa model yang sesuai dengan pokok masalah. Pengguna model dalam suatu penelitian adalah mutlak dan perlu, sebab dengan hanya memilih model yang tepat maka penelitian akan mendapatkan suatu kesimpulan atau hasil yang akurat.

A. Paradigma Penelitian

Paradigma merupakan paradigma merupakan pola atau model tentang bagaimana sesuatu distruktur (bagian dan hubungannya) atau bagaimana bagian bagian berfungsi (perilaku yang didalamnya ada konteks khusus atau dimensi waktu.⁵⁹ Menurut Harmon, paradigma merupakan cara mendasar untuk mempersepsi, berpikir, menilai dan melakukan yang berkaitan dengan sesuatu secara khusus tentang realitas. Berdasarkan pengertian-pengertian paradigma penelitian di atas, maka dapat disimpulkan bahwa paradigma penelitian merupakan akar bagi peneliti untuk mengkondisikan kerangka berpikirnya dalam melakukan penelitian terhadap masalah penelitiannya. Kerangka berpikir tersebut kemudian akan menuntun peneliti menuju konsep teori apa yang akan digunakan, pendekatan, metode, teknik, dan langkah-langkah analisis penelitian selanjutnya sehingga berkesinambungan⁶⁰.

Dalam penelitian ini, peneliti menerapkan paradigma penelitian kualitatif. Paradigma penelitian kualitatif biasanya dikaitkan dengan penelitian kualitatif yang sifatnya deskriptif analitis, komparatif, menitik beratkan pada makna, dan data yang diperoleh dapat melalui hasil pengamatan dan analisis dokumen. Komparasi atau perbandingan penelitian ini memfokuskan pada tujuan untuk mengetahui perbandingan antara Surat Berharga Negara Syariah (SBSN) dan

⁵⁹ Moleong, Lexy J. (2012). *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Bandung: PT Remaja Rosdakarya, Halaman 49.

⁶⁰ Moleong, Lexy J. (2012). *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Halaman 50-53.

Surat Utang Negara (SUN) dalam pembiayaan defisit APBN. Membahas analisis deskriptif perkembangan APBN Republik Indonesia, serta instrumen dari biaya defisit APBN dalam bentuk Surat Utang Negara, yang terdiri dari SBSN dan SUN. Obligasi (SUN), membandingkan dua surat berharga negara dengan kelebihan dan kekurangan dalam pembiayaan dari APBN.

B. Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif dengan penelitian kualitatif. Pendekatan kualitatif ialah studi tentang data yang diekspresikan dalam bentuk simbolik, seperti pernyataan interpretatif, respons verbal literal, respons non-verbal (bukan dalam bentuk ucapan), dan grafik. Penelitian kualitatif ini mengasumsikan bahwa peneliti akan mampu mendeskripsikan secara rinci masalah-masalah yang terkait dengan perilaku, tulisan, ucapan individu, atau pun kelompok secara utuh, komprehensif dan holistik.

Tujuan penelitian kualitatif ialah memperoleh gambaran umum tentang kondisi sosial dan perspektif para partisipan.⁶¹ Pemahaman ini sebelumnya tidak diperoleh hingga adanya analisis terhadap kondisi sosial yang menjadi pusat kajian.

C. Data dan Sumber Data

Sumber data ialah subjek dari data yang diterima.⁶² Sumber data penelitian ini ialah gambaran yang jelas tentang persamaan, perbedaan, dan hasil penerbitan dua jenis Surat Berharga Negara (SBN). Pada penelitian ini menggunakan data primer dan data sekunder. Data primer adalah data yang langsung didapatkan dari sumber dan diberi kepada pengumpul data atau peneliti, sedangkan data sekunder adalah sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, misalnya lewat orang lain atau dokumen, data ini diperoleh secara tidak langsung melalui media, jurnal,

⁶¹ Rahmat, P.S. 2009. *Penelitian Kualitatif. Jurnal Equilibrium*. Vol. 5, No. 9, Hal 6. 11

⁶² Arikunto, S. 2006. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: Rineka Cipta.

catatan, laporan dan lain-lain.⁶³ Data primer dalam penelitian ini diperoleh dari Undang-undang No. 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), Undang-undang No. 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara (SUN) dan Undang-undang lainnya untuk memperkaya pembahasan. Data sekunder dalam penelitian ini diperoleh dari instansi pemerintah terkait yaitu: Bank Indonesia melalui www.bi.go.id, Kementerian Keuangan melalui www.kemenkeu.go.id dan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang melalui www.dmo.or.id dan Badan Pusat Statistik melalui www.bps.go.id, serta publikasi ilmiah lainnya juga digunakan untuk memperkaya pembahasan.

D. Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan metode studi pustaka dan metode dokumentasi. Data dalam bentuk dokumen berupa data-data tertulis, data statistik, penelitian terdahulu, jurnal, artikel, sumber dari arsip, dokumen pribadi, dan dokumen resmi.⁶⁴

Hasil temuan menjadi bahan utama sekaligus catatan penting dalam proses penelitian ini. Adapun bentuk catatan dalam proses penelitian ini yakni:

1. Catatan fakta: catatan fakta merupakan catatan hasil temuan peneliti saat menemukan kejadian-kejadian empirik dilapangan.
2. Catatan teori: catatan teori merupakan catatan hasil dari proses menganalisis teori yang dilakukan oleh peneliti yang nantinya akan menjadi bahan perbandingan antara hasil data yang diperoleh dilapangan dengan teori yang ada.
3. Catatan metodologis: catatan metodologis merupakan catatan yang berisi tentang metode penelitian dan data yang digunakan dalam proses penelitian yang kemudian menjadi bahan reflektif atau kritik dalam bentuk narasi.

⁶³ Sugiyono. 2016. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: PT Alfabet. Halaman 135.

⁶⁴ Moleong, Lexy J. 2000. *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Bandung: PT Remaja Rosdakarya. Halaman 112-113

Dalam menguji keabsahan data, peneliti menggunakan beberapa kriteria, diantaranya yakni kridebilitas, keteralihan, kebergantungan, dan kepastian, teknikuji keabsahan datadilakukan dengan cara sebagai berikut:⁶⁵

1. Waktu yang digunakan dalam proses penelitian,
2. Keseriusan dalam proses pengamatan,
3. Penggunaan teknik Triangulasi / perbandingan
4. Diskusi sejawat
5. Proses analisis dari temuan-temuan kasus yang tidak sesuai,
6. Kemutakhiran referensi yang digunakan
7. Pengecekan kategori analitis, penafsiran, dan kesimpulan,
8. Auditing.

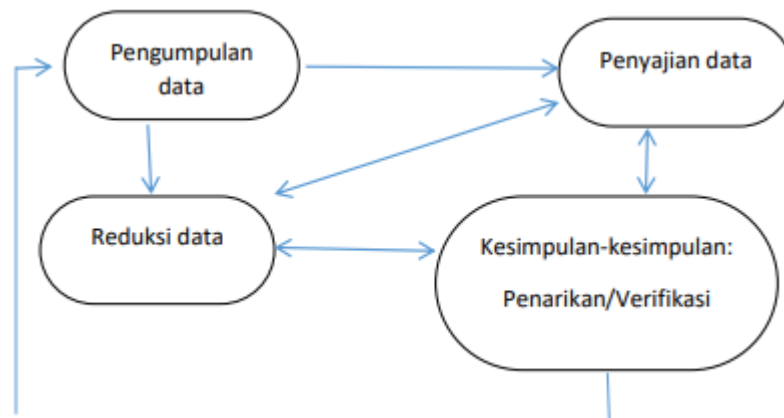
E. Teknik Analisis Data

Menurut Noeng Muhadjar (1998:104) mengemukakan bahwa Analisis data sebagai “upaya mencari dan menata secara sistematis catatan hasil observasi, wawancara, dan lainnya untuk meningkatkan pemahaman peneliti tentang kasus yang diteliti dan menyajikannya sebagai temuan bagi orang lain. Sedangkan untuk meningkatkan pemahaman tersebut analisis perlu dilanjutkan dengan berupaya mencari makna.”⁶⁶ Penelitian ini dikembangkan atas dasar “kejadian” yang ada di lapangan, sesuai dengan hasil temuan peneliti. Berikut ini merupakan gambaran proses analisis data penelitian kualitatif:⁶⁷

⁶⁵ Moleong, Lexy J. 2000. *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Bandung: PT Remaja Rosdakarya. Halaman 114

⁶⁶ Noeng Muhadjir. 1998. *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Yogyakarta: Rake Sarasin. Halaman 23

⁶⁷ Miles, Matthew B. dan A. Michael Huberman. 1992. *Qualitative Data Analysis: A Sourcebook of New Method*. Terjemahan Tjetjep Rohendi Rohidi. *Analisis Data Kualitatif: Buku Sumber tentang Metode-metode Baru*. Jakarta: Penerbit Universitas Indonesia (UI-PRESS). Halaman 20



Gambar 3.1 Proses Analisis Data Penelitian Kualitatif

Dalam proses penelitian kualitatif, proses pertama dalam penelitian ini yakni pengumpulan data sebagai bahan yang akan dikaji dan diteliti, dimana setelah data terkumpul kemudian dilakukan proses selanjutnya yakni reduksi data, dimana peneliti memilah dan memilih data yang telah diperoleh untuk kemudian di sesuaikan kembali dengan tema penelitian, setelah data direduksi kemudian data tersebut disajikan, penyajian data menjadi proses yang penting, pasalnya setelah data disajikan maka data tersebut telah siap untuk proses analisis yang kemudian dari hasil analisis dapat ditarik kesimpulan dan Verifikasi.

Teknik analisis data dilakukan dengan mengkaji setiap data yang diperoleh dari hasil pengumpulan data sebelumnya. Proses menganalisis data didasarkan pada konsep atau teori umum. Kemudian membuat kesimpulan dari umum ke khusus.⁶⁸ Lexy J. Moleong (2012) berpendapat bahwa cara berpikir deduktif dimulai dengan pernyataan umum yang diketahui kebenarannya (dipercaya) dan diakhiri dengan kesimpulan khusus (pengetahuan baru).⁶⁹.

Setelah data diterima, semua data dianalisis dengan menggunakan metode analisis kualitatif, yang juga dikenal sebagai analisis isi atau *Content Analysis*. Yang dimaksud dengan analisis isi atau *Content Analysis* ialah penelitian yang

⁶⁸ Lexy J Moleong. 2012. *Metode Penelitian Kualitatif*. Bandung: Remaja Rosdakarya. Halaman 154

⁶⁹ Lexy J Moleong. *Metode Penelitian Kualitatif*. 155

merupakan kajian secara mendalam tentang data yang telah dicetak atau ditulis di suatu media, analisis ini termasuk analisis pesan yang mendalam dengan berdasarkan metode ilmiah yang tidak dibatasi oleh jenis variabel atau konteks di mana pesan ditempatkan, dibuat atau disajikan.⁷⁰ Metode ini digunakan untuk mendapatkan penjelasan yang mendetail mengenai perbandingan SBSN dengan SUN dalam pembiayaan defisit APBN.

Peneliti juga menggunakan analisis komparatif secara kualitatif. Dalam analisis komparatif, analisis setidaknya diberlakukan pada dua kejadian sehingga analisis dapat berdifat kualitatif, jika kejadian tersebut mencari hubungan dari perbedaan dan persamaan termasuk dalam komparabilitas kualitatif.⁷¹ Dalam penelitian ini, metode analisisnya berupa kualitatif data kepustakaan, yaitu dengan memperdalam kritik sastra sebagai bahan utama penelitian.⁷² Karena data yang diterima ialah data kualitatif kepustakaan yakni informasi berupa deskripsi.

F. Sistematika Penulisan

Pembahasan yang sistematis umumnya berupa penjelasan beri logis terkait dengan berbagai tahap pembahasan. Penelitian ini dibagi menjadi lima bab, yaitu:

Bab I Pendahuluan, adalah bagian yang mendeskripsikan latar belakang persoalan dan alasan pentingnya dilakukan penelitian ini serta penting mempelajarinya. Dengan demikian akan mempermudah proses terbentuknya sebuah ide penelitian. Selain itu, akan dijelaskan terkait batasan dan rumusan masalah yang diambil, tujuan penelitian, manfaat penelitian, tinjauan pustaka, dan sistematika pembahasan.

Bab II “Kerangka Teoritis” menjelaskan Tinjauan Pustaka, yang berisi tentang teori dan penelitian terdahulu berupa tinjauan pustaka, kerangka teori,

⁷⁰ P. Joko Subagyo. 2004. *Metode Penelitian dalam Teori dan Praktik*. Jakarta: Rineka Cipta. Halaman 106

⁷¹ Sutrisno Hadi. 1981. *Bimbingan Menulis Skripsi Thesis*. Yogyakarta: Andi Offset. Halaman 35

⁷² Zuhairi et.al. 2016. *Pedoman Penulisan Karya Ilmiah*. Jakarta: Raja Grafindo Persada. Halaman 32

dan struktur pemikiran. Tinjauan pustaka berisi penjelasan hasil penelitian dari peneliti sebelumnya yang relevan dengan penelitian yang akan datang, kerangka teori atau paradigma yang disiapkan untuk analisis dan solusi dari masalah penelitian yang diteliti.

Bab III “Metode Penelitian” mendeskripsikan metode penelitian yang menggambarkan paradigma dan pendekatan penelitian, penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif. Kemudian menjelaskan tentang tempat dan waktu penelitian, metode pengumpulan data, metode analisis data, dan validasi data penelitian.

Bab IV, Hasil Penelitian dan Pembahasan, memberikan gambaran yang terdiri dari hasil penelitian wilayah data, serta pembahasan hasil penelitian dengan menggunakan metode dan teknik analisis yang diidentifikasi pada Bab III, dan memberikan jawaban atas pertanyaan tentang rumusan masalah dalam penelitian ini.

Bab V. Kesimpulan, kesimpulan dan saran. Bab ini ditutup. Penutup adalah bagian terakhir dari surat itu. Bagian ini berisi kesimpulan untuk menanggapi suatu pernyataan masalah yang mudah dipahami dan menguraikan beberapa implikasi untuk penelitian dan saran bagi peneliti selanjutnya.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pada penelitian ini yang menjadi kajiannya merupakan Sukuk Negara atau SBSN dan SUN atau sering disebut sebagai obligasi negara. Kedua surat ini menjadi instrumen yang digunakan oleh pemerintah untuk memperoleh pendapatan tambahan dalam rangka membantu pemerintah menutup defisit APBN supaya terjadi keseimbangan pengeluaran dan pemasukan negara. Yang menjadi pembeda antara dua instrumen tersebut adalah proses penerbitannya, di mana (SUN) menggunakan sistem penerbitan konvensional dan Sukuk Negara (SBSN) menggunakan sistem Syariah.

Untuk mempermudah pemahaman dan pembahasan yang dikaji dalam penelitian ini, peneliti mengklasifikasikannya menjadi dua kelompok, yakni APBN yang dikaji pada kurun waktu enam tahun terbaru ini dan sumber-sumber yang menjadi pembiayaan defisit APBN. Kemudian penelitian ini mengkaji tentang dampak Sukuk Negara dan Obligasi Negara (SUN) yang diterbitkan terhadap Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara. Kemudian pada akhirnya akan diketahui instrumen pembiayaan manakah yang lebih efisien.

Berikut merupakan penjelasan yang lebih mendalam tentang kedua instrumen yang dikaji.

A. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai Alternatif Solusi Pembiayaan Defisit APBN

Sebelum UU SBSN di tahun 2008 diterbitkan sebenarnya Sukuk Negara telah terlah terlebih dahulu, dimana dalam proses pengesahannya, negara juga mengundang berbagai tokoh agama baik tokoh atau ulama dalam negeri dan luar negeri yang memiliki kompetensi dibidang muamalah, fiqi, dan hukum. Proses Sukuk Negara yang diterbitkan telah ditinjau melalui berbagai aspek, dari berbagai tinjauan dihasilkan temuan bahwasanya Indonesia memiliki potensi yang besar melalui adanya Sukuk Negara yang diterbitkan.

Sukuk yang diterbitkan menjadi salah satu kebijakan pemerintah. Sebelum tahun 2022 pemerintah tidak memiliki acuan khusus perihal hukum dalam menerbitkan Sukuk Negara, pada awal tahun 2002 negara hanya memiliki peraturan tentang Surat Utang Negara yang tertuang dalam Undang-undang SUN. Kemudian melihat kondisi tersebut dari berbagai pihak mengajukan usulan untuk merubah kebijakan yang ada dalam Undang-undang SUN supaya dalam pengakomodasian penerbitan Sukuk Negara lebih baik lagi. Namun karena banyaknya persoalan, usulan ini tidak ditindaklanjuti.

Setelah itu pada tahun 2007 pemerintah sepakat untuk membuat dan mengesahkan Rancangan Undang-Undang (RUU) mengenai pengelolaan Sukuk Negara. Hal itu karena pemerintah menyadari bahwasanya Sukuk Negara berbeda dengan sistem keuangan konvensional lainnya. Untuk menghindari pertentangan dan perdebatan terkait penerbitan RUU tersebut pemerintah mendatangkan dan melibatkan kembali tokoh-tokoh maupun para ahli guna menghindari kesalahan dan pertentangan dengan hukum yang ada di Indonesia dan agar sesuai dengan prinsip agama.

Pengaturan khusus yang akan mengakomodasi RUU terkait hal tersebut di antaranya:

1. Akad yang sesuai dengan prinsip syariah, seperti Murabahah, Ijarah, Musyarakah, Istishna', Wakalah, Mudharabah, dan lain-lain.
2. Menerbitkan Sukuk Negara dengan mempertimbangkan penggunaan BMN (Barang Milik Negara).
3. Mendirikan Perusahaan Penerbit SBSN yang berdiri sendiri dengan menggunakan cara special purpose vehicle (SPV). Indonesia telah menjadikan PT (Perseroan Terbatas) dan BUMN (Badan Usaha Milik Negara) sebagai lembaga badan hukum yang telah ditandai, namun dalam pelaksanaannya kedua jenis ini masih tidak sesuai dengan bentuk SPV.
4. Menggunakan Wali Amanat. Best practice yang ada dalam dunia internasional, sebagai seorang investor maupun pemegang sukuk

(sukuk holders) biasanya membutuhkan adanya pihak lain sebagai yang mewakili kepentingan tersebut atau disebut sebagai wali amanat. Namun yang terjadi di sini adalah SPV yang merangkap tugas menjadi Wali Amanat untuk membantu urusan dari investor maupun pemegang sukuk.

Rancangan Undang-Undang mengenai SBSN telah disahkan pada tanggal 7 Mei 2008 dan tertuang menjadi Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Undang-Undang ini kemudian menjadi dasar utama untuk menerbitkan Sukuk Negara. Kebijakan ini mulai diberlakukan sejak 26 Agustus 2008 dengan terbitnya Sukuk Negara seri IFR (Ijarah Fixed Rate) kesatu sejumlah Rp2,71 triliun dan seri keduanya sejumlah Rp1,98 triliun. Struktur akad yang digunakan untuk menerbitkan Sukuk ini adalah akad Lease Back and akad Ijarah Sale dengan menjadikan underlying asset dari BMN yang berupa tanah dan bangunan milik Pemerintah. Pihak yang dilibatkan pemerintah di antaranya adalah BI sebagai agen penata usaha dan sejumlah bank yang menjadi agen agen penjual dan sekuritas.

Sukuk Negara yang diterbitkan di Indonesia selalu mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Seiring dengan meningkatnya target pembiayaan APBN melalui utang sesuai Perpres 72 tahun 2020, dimana defisit meningkat menjadi 6,34% dari PDB atau secara nominal meningkat dari Rp741,8 T menjadi Rp1.645,3 T, target pengadaan utang tunai sepanjang tahun 2020 melalui instrumen SBSN juga naik menjadi sebesar Rp367,82 Triliun, meningkat 1,94% dari target yang tercantum dalam Kepdirjen PPR No.48/PR/2020 sebesar Rp191,80 Triliun.

Hal ini mengindikasikan bahwa pembiayaan APBN melalui penerbitan SBSN masih menjadi pilihan Pemerintah Republik Indonesia, dan Project Financing Sukuk menjadi salah satu instrumen fiskal yang strategis karena langsung berkaitan dengan membangun sarana-prasarana masyarakat dan juga infrastruktur. Berbagai upaya ekstra telah dilakukan agar target penerbitan SBSN yang membesar tersebut dapat tercapai,

terutama melalui koordinasi dengan Bank Indonesia. Untuk menutup desfisit pada APBN sesuai dengan perkembangan strategi pemerintah mencanangkan peningkatan pada instrumen-instrumen SBSN.

Data yang dikeluarkan oleh Direktorat Jenderal Pembiayaan dan Pengelolaan Risiko Kementerian Keuangan menyatakan bahwa di tengah realisasi capaian penerbitan SBSN sebesar Rp367,31 triliun (99,86% dari target), hal yang menarik untuk disampaikan adalah realisasi penerbitan SBN tahun 2020 mengalami kenaikan yang cukup signifikan yaitu sekitar 42,2% dibandingkan tahun 2019 yang sebesar Rp 258,28 triliun.



Sumber: DJPPR (diolah, 2022)

Gambar 4.1 : Penerbitan SBSN 2008 s.d. 2020 (dalam triliun rupiah)

Selanjutnya Target penerbitan SBSN pada awal tahun 2021 ditetapkan sebesar Rp463,95 triliun. Namun seiring berjalan dengan perbaikan outlook kondisi market dan pembiayaan, target penerbitan SBSN berkurang menjadi Rp322,016 Triliun dan dapat dipenuhi sebesar Rp322,016 Triliun. Target pembiayaan SBSN Rupiah (direncanakan)

dipenuhi dengan penerbitan SBSN melalui metode lelang, bookbuilding, dan private placement. Lelang SBSN direncanakan sebanyak 24 frekuensi. Penerbitan SBSN Rupiah dengan metode bookbuilding direncanakan untuk penerbitan SBSN Ritel sebanyak 3 frekuensi dengan tambahan 1 frekuensi instrumen CWLS.

Sedangkan penerbitan SBSN Rupiah dengan metode private placement dapat dilakukan dengan tetap mempertimbangkan kebutuhan kas, tidak tercapainya hasil lelang atau tingginya biaya penerbitan melalui lelang, kebutuhan untuk pengembangan pasar SBSN, dan penerbitan SBSN untuk tujuan khusus tentunya dengan mempertimbangkan biaya dan risiko.

Pemenuhan target penerbitan SBSN selama tahun 2021 dilakukan melalui berbagai metode penerbitan sebanyak 36 kali transaksi dengan rincian sebagai berikut:

Tabel 4.1: Perbandingan Target dan Realisasi Penerbitan Berdasarkan Frekuensi dan Nominal

Lender/ Pinjaman Program	Frekuensi Target	Frekuensi Realisasi	Target Nominal	Realisasi Nominal
Lelang			237.500,00	219.250,00
Reguler	24	21	237.500,00	182.146,00
GSO	-	7	-	37.104,00
Bookbuilding		37,50	84.515,20	91.516,86
Bookbuilding Domestik	3	3	41.729,00	48.729,00
Bookbuilding Valas	1	1	42.786,00	42.786,00
Private Placement	-	5	-	11.250,00
Total Keseluruhan		36	322.016,00	322.015,86

Sumber: DJPPR Kemenkeu (diolah 2022)

Lelang seyogyanya akan dilaksanakan sebanyak 24 kali sesuai dengan kalender lelang SBSN 2021 yang sudah dirilis pada website DJPPR pada bulan Desember 2020. Namun demikian mempertimbangkan adanya perbaikan outlook penerimaan sampai dengan akhir tahun, maka telah

diputuskan untuk melakukan penurunan target pengadaan utang pada kuartal IV tahun 2021 sehingga terdapat 3 kali lelang SBSN yang dibatalkan. Pembatalan penerbitan SBSN melalui lelang telah disampaikan kepada publik melalui website pada tanggal 4 November 2021.

Dari 21 kali penerbitan melalui metode lelang SBSN yang telah dilaksanakan, sebanyak 7 kali penerbitan diantaranya memiliki total nominal kurang dari target internal DJPPR sehingga Pemerintah perlu melaksanakan lelang SBSN tambahan (Green Shoe Options) pada H+1 pelaksanaan lelang reguler. Disebabkan karena kondisi market yang kurang baik, lelang GSO dilaksanakan pada hampir setiap kali lelang reguler pada bulan Januari s.d. April 2021 (7 dari 8 kali lelang SBSN dari Januari s.d. April 2021 memerlukan lelang GSO untuk memenuhi target internal penerbitan melalui lelang).

Selain lelang, metode lain yang digunakan dalam pencapaian target adalah melalui bookbuilding baik di pasar perdana domestic dalam rupiah untuk penerbitan SBSN Ritel (Sukuk Ritel, Sukuk Tabungan, dan Cash Waqf Linked Sukuk) dan di pasar perdana internasional dalam valuta asing untuk penerbitan SBSN seri SNI termasuk didalamnya Green Sukuk. Penerbitan SBSN melalui metode bookbuilding sebesar Rp91,51 T terdiri dari bookbuilding domestic sebanyak Rp48,73 T dan internasional sebanyak Rp42,79 T.

Muncul pertanyaan bahwa apakah sudah sesuai antara kebijakan penerbitan SBSN dengan adanya diversifikasi instrumen pembiayaan APBN yang menjadi pokok masalah utama. Diversifikasi berbagai instrumen pembiayaan APBN menjadi jalan keluar baru bagi Pemerintah untuk menekan defisit anggaran yang setiap tahunnya justru mengalami peningkatan.

Penerbitan SBSN dalam implementasinya saat ini menjadi solusi utama bagi problematika untuk mencari alternatif lain sebagai sumber pembiayaan deficit anggaran. Indeksinya dapat diketahui dengan melihat banyaknya SBSN yang digunakan oleh pemerintah yang sejak tahun 2008

terus diterbitkan instrument penunjang defisit APBN dengan instrumen lainnya. SBSN membuat pembiayaan defisit anggaran tidak lagi menggunakan penerbitan SUN dan utang-utang kepada pihak lain sebagai tumpuannya.

SBSN pada saat ini menjadi ruang bagi pemerintah untuk menambah pembiayaan defisit anggaran ketika dibutuhkan. Ruang defisit yang bertambah ini disebabkan karena SBSN diterbitkan dengan menambah jumlah basis investor yang berbeda dengan yang ada dalam penerbitan SUN. Investor yang berbeda ini dapat dikenali diantaranya berasal dari industri keuangan syariah yang ada di wilayah domestik maupun internasional di mana industri tersebut sedang mengalami perkembangan. Selain itu, SBSN juga menjadi daya tarik tersendiri bagi negara-negara asing khususnya Timur Tengah yang terhimpun dalam (GGC) *Gulf Council Cooperation*. Investor GCC merupakan investor potensial yang belum pernah disentuh oleh SUN dan sangat bermanfaat bagi perkembangan penerbitan Global Sukuk yang mendenominasi USD. Kontribusi dari investor ini mencapai angka 30% pada setiap total keseluruhan penerbitan yang dilakukan Global Sukuk.

Industri keuangan syariah memberikan dampak terhadap laju pertumbuhan investor individu yang menggunakan investasi dengan basis syariah sebagai instrumennya. Kebutuhan ini kemudian pada akhirnya membuka peluang Pemerintah untuk terus mendukung perkembangan investor ritel bagi WNI. Hingga saat ini Sukuk Negara telah mencapai angka Rp77 triliun berdasarkan investor ritel dengan seri ST dan SR.

SBSN tidak hanya diminati oleh industri keuangan syariah, banyak sekali industri keuangan konvensional juga berminat terhadapnya, mulai dari perbankan, reksadana, asuransi, sampai dana pensiun yang memiliki latar belakang domestik maupun internasional turut tertarik terhadap SBSN. Berdasarkan data dari DJPPR, investor yang berasal dengan basis industri keuangan konvensional sampai saat ini memegang dominasi untuk kepemilikan Sukuk Negara tertinggi sampai. Kejadian ini terjadi karena

porsi uang yang diinvestasikan jauh lebih besar dibanding dengan investor dari industri keuangan syariah.

SBSN yang sampai saat ini diimplementasikan telah memberikan dampak yang positif, di antaranya sebagai berikut:

1. Meningkatkan laju tumbuh dan kembang industri keuangan syariah

Banyak penelitian menyebutkan bahwa SBSN yang diterbitkan memiliki relevansi terhadap laju pertumbuhan dari industri keuangan syariah. Sebagaimana yang dikatakan Azwar (2014), pada perbankan syariah, Sukuk Negara domestik mempunyai pengaruh baik yang secara signifikan meningkatkan rasio nilai pembiayaan dari perbankan syariah kepada GDP. Rasio ini kemudian menjadi alat ukur untuk mengindikasikan perkembangan yang terjadi dalam industri keuangan syariah.

2. Bertambahnya jumlah pembiayaan infrastruktur APBN

Underlying aset yang digunakan dalam menerbitkan seri-seri Sukuk Negara dapat menambah ruang bagi APBN. Melalui dana yang dicairkan untuk membangun infrastruktur ditetapkan pula dalam ruang belanja negara yang kemudian diganti dengan ruang pembiayaan sehingga memperluas ruang belanja negara sebagai ganti untuk digunakan dalam pembiayaan lain. Dengan begitu, anggaran yang telah dirancang selama satu tahun akan menghidupkan berbagai macam proyek dengan biayanya yang berasal dari Belanja Negara ataupun dari ruang pembiayaan lainnya.

3. Meningkatkan proyek infrastruktur Pemerintah dan pengelolaan BMN yang tertib

Dalam penerbitan SBSN, penyediaan underlying asset yang berbentuk BMN telah membantu peningkatan ketertiban dalam administrasi pengelolaan BMN. BMN ini kemudian dimanfaatkan sesuai syarat dengan kondisi yang memiliki kelengkapan dokumen (*clear*) dan bukan merupakan sengketa kepemilikan (*clean*). Pengelolaan terhadap rencana pembangunan infrastruktur yang

dijalankan oleh suatu Lembaga juga mengalami peningkatan ketertiban yang utama dalam progres penarikan dana dan pelaksanaannya. Proyek yang berhasil diselesaikan tepat pada waktunya menjadi syarat syariah dalam struktur akad yang akan digunakan. Sedang ketika proyek tidak diselesaikan dalam waktu yang telah ditentukan, maka akan memunculkan ketidaksesuaian dalam kontrak yang telah disepakati.

4. Membuka jalan baru bagi instrumen investasi

Sama dengan laju perkembangan ekonomi, setiap industri baik keuangan maupun non keuangan memerlukan adanya instrumen investasi untuk menunjang aset-aset yang dimiliki. Penerbitan SBSN sendiri menjadi salah satu jalan supaya instrumen investasi akan bertambah dan membuka peluang untuk mendapatkan surplus dana. Penerbitan SBSN ini menjadi sangat menarik karena adanya jaminan pembayaran langsung dari Pemerintah, sehingga instrumen investasi ini bisa disebut sebagai instrumen bebas risiko (*zero risk*).

B. Surat Utang Negara (SUN) sebagai Solusi Pembiayaan Defisit APBN

Di dalam SUN terdapat Obligasi sebagaimana dalam Undang-Undang No. 24 tahun 2002 peraturan Menteri Keuangan Nomor 66/KMK.01/2003, pasal 1 menyatakan bahwa SUN merupakan surat pengakuan tentang utang yang menjadi surat berharga dengan menggunakan mata uang rupiah maupun valuta asing yang dalam pembayarannya dijamin oleh Negara Republik Indonesia. Tujuan utamanya adalah untuk membiayai defisit APBN. Selain itu Obligasi juga diharapkan mampu untuk menutup kekurangan yang ada dalam kas jangka pendek yang disebabkan karena adanya arus kas pengeluaran dan penerimaan yang tidak seimbang. Dan terakhir, obligasi diharapkan mampu menjadi pengelola utama dari portofolio utang Negara. SUN dapat diterbitkan setelah adanya persetujuan dari DPR dan telah melalui konsultasi dengan Bank Indonesia. Setelah terbitnya SUN, pemerintah memiliki tugas untuk

membayarkan pokok utang dan bunganya ketika sudah sampai jatuh tempo, yang disediakan dari dana APBN. Penyelenggaraan SUN dilakukan dengan membentuk tim (DMU) *Debt Management Unit* sejak tahun 2002 yang sampai saat ini telah mengalami metamorphosis menjadi DJPPR (Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko) sejak tahun 2015.

Manfaat diterbitkannya SUN, yakni sebagai Instrumen Fiskal, sebagai Instrumen Investasi, selain itu, investor SUN memiliki potential capital gain dan sebagai Instrumen Pasar Keuangan. Akan tetapi perlu diketahui bahwasanya SUN juga memiliki resiko, diantaranya, Pertama, Resiko Tingkat Bunga, kedua, Resiko Nilai Tukar, ketiga, Resiko pembiayaan kembali (*refinancing*) keempat, Resiko Legalitas Formal.

Surat Utang Negara (SUN) bersumber dari investor, baik dari dalam maupun luar negeri sebagai pinjaman negara. Upaya untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dengan cara mobilisasi dana melalui pasar keuangan adalah salah satu program pembiayaan pembangunan nasional dengan menggunakan pengelolaan APBN. SUN yang diterbitkan untuk publik adalah bentuk potensi pembiayaan supaya beban dan risiko keuangan akan semakin berkurang bagi negara di masa depan.

Ketika berbicara kemandirian bangsa, potensi internal yang dimiliki sebuah negara itu harus dimaksimalkan dan dioptimalkan agar dapat melaksanakan kegiatan ekonomi dan pembangunan nasional. Dari situ pemerintah membutuhkan peluang untuk mengembangkan dan menggali akses yang menjadi potensi sumber pembiayaan pembangunan dengan cara memperkuat investor domestik. Pembiayaan ini kemudian akan dijamin keamanannya ketika dalam mobilisasi dana di dalamnya dilengkapi dengan bekerjanya sistem keamanan keuangan. Keragaman dalam mobilisasi ini menghasilkan sistem keuangan yang menjadi alternatif pendukung bagi para pemodal.

SUN memiliki peran yang besar dalam berbagai kegiatan di pasar keuangan. Maksudnya adalah, ada tingkat keuntungan (*yield*) yang di dapat dari surat utang negara yang menjadi instrumen keuangan bebas risiko.

Kemudian keuntungan ini dimanfaatkan oleh pelaku pasar sebagai landasan maupun referensi dalam berinvestasi. Dengan demikian, SUN yang diterbitkan secara teratur sangat diperlukan guna menjadi standar ukuran ketika menilai rasionalitas harga aset, surat berharga, atau lainnya.

Manfaat yang didapat ketika pasar keuangan berjalan dengan efisien, antara lain :

1. Menciptakan peluang bagi partisipan yang lebih besar dan lebih banyak kepada pemodal untuk memverifikasikan investasinya,
2. Menciptakan suasana tata kelola yang baik (*good governance*) dengan adanya transparansi informasi keuangan dalam pasar modal, dan
3. Mewujudkan sistem yang stabil dalam keuangan sehingga mampu mengurangi risiko sistemik (*systemic risk*).

Pembiayaan APBN yang disediakan harus sesuai jumlahnya supaya tercukupi dan meningkatkan efisiensi serta menurunkan tingkat risiko terkendali (yang terukur). Pembiayaan APBN ini terdiri dari (deficit financing) pembiayaan defisit dan (debt refinancing) pembayaran kembali utang jatuh tempo. Realisasinya SUN yang diterbitkan sampai 31 Desember 2021 berjumlah sebesar Rp979,629 triliun atau setara dengan 100% kesesuaian dengan target penerbitan APBN tahun 2021 yang menjadi target tahunan. Penerbitan SUN dari sisi komposisi, dilelang melalui pasar domestic dengan menggunakan mata uang rupiah setara Rp577,37 triliun. Dalam rangka mengembangkan dasaran dari investor domestik, SUN ritel yang diterbitkan pada tahun 2021 adalah sebesar Rp48,5 triliun. Selain itu, penerbitan SUN denominasi rupiah pada tahun 2021 terlaksana melalui private placement dengan besarnya sejumlah Rp23,5 triliun.

Saat Pandemi Covid-19 pola kerja penerbitan SUN mengalami sebuah perubahan yang signifikan. Pelaksanaannya berubah menjadi WFH dengan media dalam jaringan sehingga mekanisme kerjanya juga turut berubah tanpa adanya pertemuan fisik. Penerbitan SUN juga dilakukan

melalui pelelangan dengan ditandai adanya pelaksanaan rapat rencana lelang sebelum pelaksanaan lelang diselenggarakan untuk dihadiri oleh unit-unit terkait. Dalam Calendar of Issuance seri-seri yang diterbitkan oleh SUN akan ditawarkan dalam pelelangan dan masuk ke dalam kategori tenor 30 tahun untuk long-term investor seperti perusahaan asuransi maupun dana pensiun. Selain Pelelangan SUN, Pemerintah juga menerbitkan SUN melalui valuta asing dalam pasar internasional. Pemerintah melakukan tiga kali penerbitan SUN di tahun 2021 dengan format SEC Registered Shelf Take-Down dan dua denominasi (dual-currencies) yaitu denominasi Euro dan US Dollar.

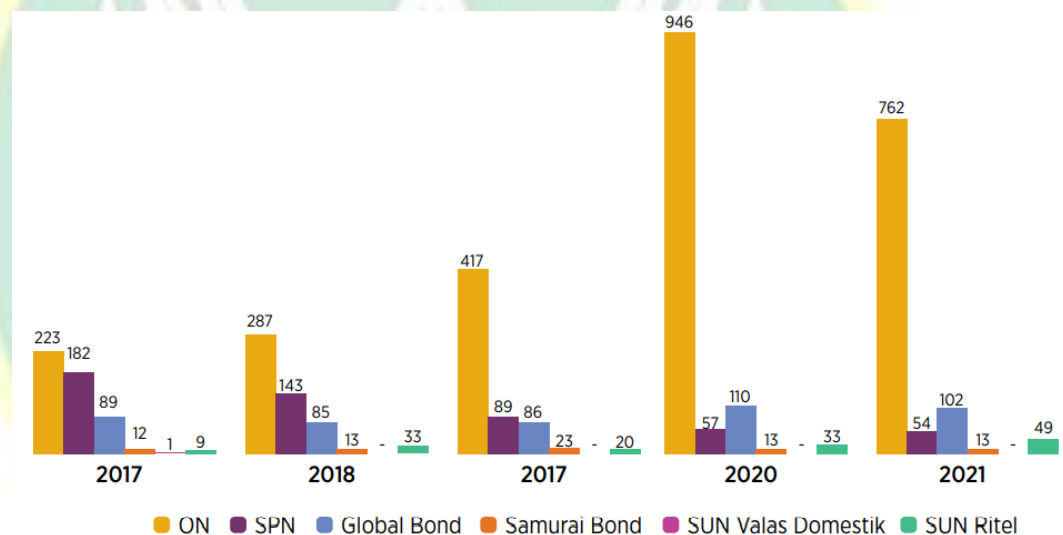
Kemudian di tahun 2021 pula pemerintah melalui Direktorat Surat Utang Negara mengadakan penjualan SUN ritel secara online di pasar perdana domestik. Dengan munculnya penjualan SUN Ritel Online, diharapkan pemerintah berhasil meluaskan basis investor SBN yang ada di dalam negeri guna menciptakan investing society dan kemudahan bagi masyarakat yang berkaitan..

Pelaksanaan penjualan SUN Ritel untuk tahun 2021 telah sepenuhnya menggunakan sistem penjualan secara online melalui sistem e-SBN. Dalam rangka penerbitan kedua instrumen SUN Ritel tersebut, Pemerintah menunjuk Mitra Distribusi untuk membantu pemasaran dan penjualan SUN Ritel kepada masyarakat. Sampai dengan tahun 2021, jumlah Mitra Distribusi telah bertambah menjadi sebanyak 27 Mitra Distribusi yang terdiri dari 17 Bank, 4 Perusahaan Efek, 6 Perusahaan Fintech (Peer to Peer Lending dan Agen Penjual Efek Reksadana), dengan rincian sebagai berikut:

1. Perbankan (Bank Mandiri, Bank Rakyat Indonesia, Bank Negara Indonesia, Bank Tabungan Negara, Bank Central Asia, Bank CIMB Niaga, Bank Maybank Indonesia, Bank DBS Indonesia, Bank UOB Indonesia, Bank HSBC Indonesia, Bank Panin, Bank Danamon Indonesia, Bank Permata, Bank OCBC NISP, Bank Commonwealth, Bank Victoria dan Bank Mega).

2. Perusahaan Efek (Trimegah Sekuritas, BRI Danareksa Sekuritas, Bahana Sekuritas dan Mandiri Sekuritas).
3. Perusahaan Fintech (Investree, Modalku, KoinWorks, tanamduit, Fundtastic + dan Bareksa).

Dengan adanya Mitra Distribusi yang memadai dari sisi jumlah serta bervariasi dari sisi jenis perusahaan, diharapkan akan dapat meningkatkan cakupan penjualan SUN ritel yang semakin luas serta tentunya jumlah investor baru juga semakin bertambah. Sejak tahun 2017 sampai dengan 2021, SUN yang telah diterbitkan kemudian dilelang melalui lembaga yang sudah tergabung sebagai mitra sesuai dengan tingkat kebutuhan untuk pembiayaan APBN. Adapun grafik penerbitan SUN sejak tahun 2017-2021 adalah sebagai berikut:



Sumber: DJPPR Kemenkeu (diolah 2022)

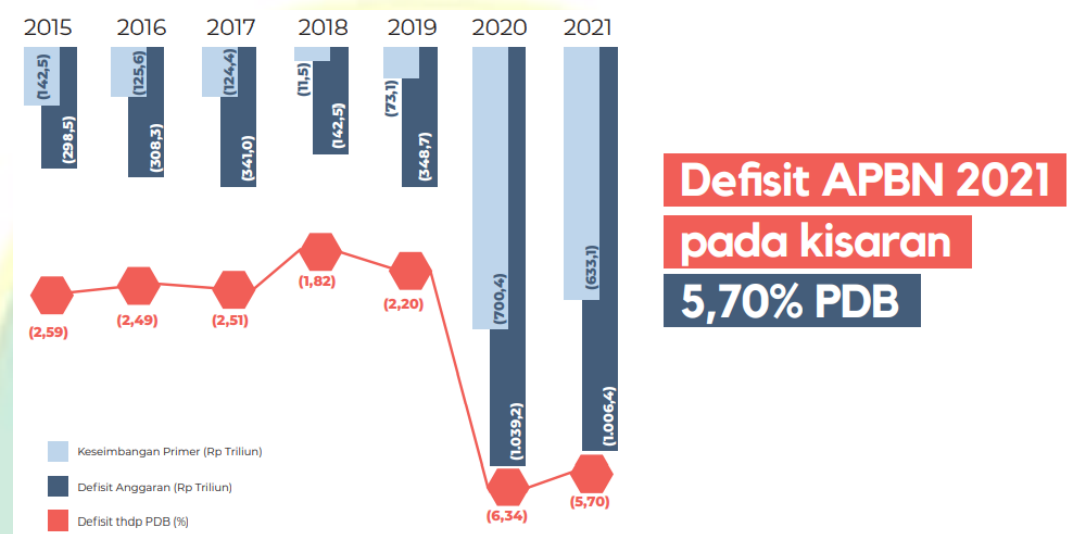
Gambar 4.2 Kinerja Penerbitan SUN Tahun 2017-2021 (Dalam Triliun Rupiyah)

Dari grafik tersebut dapat diketahui bahwasanya SUN yang diterbitkan telah menjadi salah satu alternatif guna yang fungsinya dapat menekan defisit APBN dengan cara menggantikan atau menutupi kekurangan kas yang tidak sesuai, serta mengelola portofolio utang negara.

C. Analisis Postur dan Sumber Pembiayaan Defisit APBN Selama Enam Tahun Terakhir

Pemerintah melakukan Pembangunan Nasional dengan tujuan untuk menjahejaterakan masyarakat, hal ini terus berlangsung dengan peningkatan yang signifikan. Oleh karena itu terjadi perubahan postur pada APBN yang terus mengalami defisit karena pendapatan Negara tidak sesuai target.

Berikut merupakan postur APBN sejak 2015-2021:



Sumber: Informasi APBN 2021

Gambar 4.3 Ringkasan APBN 2021

Berdasarkan Gambar 4.3 secara kuantitatif sangat terlihat bahwa defisit anggaran dalam waktu tujuh tahun terakhir mengalami peningkatan. Dengan kata lain, jika dilihat rata-rata yang dapat diambil dari setiap tahun APBN, maka mengalami defisit anggaran sejumlah Rp 101,12 triliun. Sedangkan pembiayaan defisit sendiri dapat dilihat melalui gambar yang tersaji berikut:

Pembiayaan Anggaran 2021

(triliun Rupiah)

	2020	2021 APBN
► Pembiayaan Utang	1.220,5	1.177,4
► SBN (neto)	1.173,7	1.207,3
► Pinjaman (neto)	46,7	(29,9)
► Pembiayaan Investasi	(257,1)	(184,5)
► Pemberian Pinjaman	5,8	0,4
► Kewajiban Penjaminan	(0,6)	(2,7)
► Pembiayaan Lainnya	70,6	15,8
JUMLAH	1.039,2	1.006,4

Sumber: Informasi APBN 2021

Gambar 4.4 Pembiayaan Anggaran 2021

Gambar 4.4 dengan jelas memperlihatkan bahwa pembiayaan anggaran pemerintah tahun 2020 sampai 2021 dengan kebijakan yang berlaku skema pembiayaan yang inovatif dan kreatif di Indonesia bersumber dari: Pertama, pembiayaan utang yang terdiri dari ABN (neto) tahun 2020 sebesar 1.173,7 triliun dan pada tahun 2021 sebesar 1.207,3 triliun, serta Pinjaman (neto) sebesar -46,7 triliun pada tahun 2020 dan pada tahun 2021 sebesar -29,9 triliun. Kedua, bersumber dari Pembiayaan Investasi pada tahun 2020 sebesar -257,1 triliun dan pada tahun 2021 sebesar -184,5 triliun. Ketiga bersumber dari Pemberian Pinjaman pada tahun 2020 sebesar 5,8 triliun dan tahun 2021 sebesar 0,4 triliun. Keempat, bersumber dari Kewajiban Penjaminan pada tahun 2020 sebesar -0,6 triliun dan pada tahun 2021 sebesar 2,7 triliun. Kelima, bersumber dari Pembiayaan lainnya pada tahun 2020 sebesar 70,6 triliun dan pada tahun 2021 sebesar 15,8 triliun. Hal ini menjelaskan bahwa SBN diterbitkan oleh pemerintah sebagai instrumen utama untuk membiayai defisit APBN.

Keputusan Pemerintah bersama dengan DPR mengenai Pembiayaan defisit APBN adalah sebagai berikut:

1. Menjaga keseimbangan fiskal dengan program pembangunan infrastruktur, padat karya, pertanian, dan energi.
2. Peningkatan program kesejahteraan rakyat.
3. Mendorong kemajuan dunia usaha.
4. Mempertahankan anggaran pendidikan 20%
5. Meningkatkan anggaran (Alutsista), serta
6. Reformasi birokrasi.

Jika melihat pada data yang ada dalam publikasi di atas (Gambar 4.3 dan Gambar 4.4), maka postur APBN dalam kurun waktu terakhir selalu mengalami defisit. Sekalipun defisit anggaran merupakan sebuah kewajaran namun tetap menjadi suatu masalah bagi Negara-negara yang menganut sistem APBN bebas. Pembiayaan defisit anggaran ini dibebankan pada SBN sejak tahun 2015 dan terus mengalami kenaikan SBN hingga tahun 2021.

Defisit Anggaran yang dialami oleh Indonesia memang masih bisa dikatakan lebih kecil dibandingkan dengan negara maju seperti Jepang, Inggris, atau Amerika. Namun pada kenyataannya keadaan fiskal Indonesia juga mengalami perbedaan yang jauh dengan Negara maju tersebut. Akhirnya Indonesia masih seringkali merasakan kiris yang disebabkan dari pihak luar.

Komposisi utang kebanyakan berasal dari SBN daripada Pinjaman kepada pihak lain, Gambar 4.4 menjelaskan adanya utang pemerintah secara komposisi terbanyak berasal dari SBN (neto) angka yang dicapai pada tahun 2020 adalah 96,17% sedangkan untuk peminjaman (neto) mencapai angka 3,83%. SBN yang jumlahnya terus meningkat selama akhir-akhir tahun ini terjadi karena strategi pemerintah dalam membayarkan hutang kebanyakan melalui instrument SBN daripada melakukan pinjaman.

D. Analisis Dampak Penerbitan Sukuk Negara (SBSN) dan Obligasi Negara (SUN)

Pembahasan yang ada dalam bagian keempat ini menganalisis tentang ruang gerak fiskal yang ada dalam penerbitan (SUN) Surat Berharga Negara yang termasuk dalam Obligasi Negara maupun Sukuk Negara.

1. (*Debt Maturing*) Penyebab Beban Fiskal tertanggung karena Utang Jatuh Tempo.

Utang yang tidak dikelola dengan baik dan tidak melihat prinsip kehati-hatian akan menimbulkan banyaknya beban fiskal yang harus dibayarkan pada masa yang akan mendatang. Dari hasil penelitian, di dapatkan sejumlah beban fiskal yang terus menaik di Indonesia. Hal ini terjadi karena penerbitan SUN pada periode sebelumnya. Putra dkk⁷³ melalui penelitiannya membuat sebuah kesimpulan bahwa ketika pemerintah gagal dalam mengelola utang maka perkiraan pada tahun 2040 pemerintah harus membayar utang sebesar Rp 7.000 sampai Rp 14.000 triliun ditahun 2040.

Dilihat dari hasil uji statistiknya dengan Dickey Fuller (DF) maupun Phillips Persons (PP), kebijakan fiskal yang diterapkan di Indonesia sejak periode 1970 sampai 2000 tidak memiliki berkelanjutan. Hal ini menjadikan kemampuan APBN menjadi rentan untuk pembiayaan pembangunan. Kondisi ini semakin diperburuk dengan adanya defisit APBN yang pada gilirannya nanti akan memicu utang baru atau pembayaran utang yang tertunda saat jatuh tempo.

Fuad Rahmani⁷⁴ dalam penelitiannya secara garis sama, menyinggung perihal kondisi fiskal di Indonesia yang tidak berkelanjutan. Menurutnya, apabila Obligasi Negara (SUN) yang telah sampai jatuh tempo maka pemerintah dapat secara terus menerus untuk menerbitkan obligasi dalam rangka untuk membiayai obligasi yang telah

⁷³ Ahmad Iskandar, 2011, *Obligasi Rekapitulasi Perbankan Orang Miskin Membiayai Orang Kaya*, Jakarta: Dian Rakyat, halaman 139.

⁷⁴ Ahmad Iskandar, *Obligasi Rekapitulasi*, halaman 141

jatuh tempo. Langkah ini dipercaya juga akan membuat kerentanan pada APBN terkait refinancing risk, fluktuasi interest rate, dan contingent liabilities. Lebih dalam lagi penelitian ini menjelaskan bahwa beban fiskal dapat dihindari dengan menggeser utang dalam negeri yang seharusnya jatuh tempo pada tahun 2004-2009 menjadi 2020 atau 2040.

Keterangan penelitian di atas menjelaskan bahwa defisit APBN memiliki dampak negatif terhadap beban fiskal yang harus ditanggung tahun setelahnya. Hal ini menjadi bukti bahwa pembiayaan defisit APBN yang kurang produktif akan mengurangi ruang gerak fiskal sehingga berbagai penerbitan SUN akan mengalami penutupan yang lebih panjang daripada biasanya. Dikhawatirkan ke depannya, jika terus berlanjut maka Negara akan masuk ke dalam utang abadi (*debt trap*).

Penerbitan Sukuk Negara yang aman dan stabil menjadi instrumen yang dianggap mampu untuk meminimalisir terjadinya gagal bayar (*debt trap*). Sukuk Negara yang telah mengantikan pembiayaan defisit APBN memudahkan pemerintah dalam mengelola sumber utang. Underlying asset yang digunakan pemerintah akan membuat penerbitan Sukuk Negara menjadi terkendali karena dengan begitu kapasitas dari objek tersebut berhasil diseimbangkan. Indonesia yang merupakan Negara kepulauan tidak lagi perlu khawatir perihal kapasitas objek yang akan dijadikan underlying asset.

2. Pembayaran Bunga Utang Menyebabkan Beban Fiskal.

Setiap penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) diiringi dengan adanya pembayaran yang dikategorikan menjadi pembayaran pokok dan bunga sebagai bentuk timbal balik kepada investor. Penumpukan bunga pada Obligasi Negara akan berpengaruh dengan bertambahnya beban fiskal yang terutama SBN dengan bunga mengambang, apalagi jika terjadi kenaikan suku bunga.

Dalam proses pembiayaan yang disalurkan dengan utang di tahun terakhir pemerintah lebih mengutamakan penerbitan SBN dengan pinjaman porsi disbursement yang memiliki bunga mengambang dan

lebih besar jika dibandingkan dengan bunga tetap. pada tahun 2013 terjadi peningkatan risiko bunga sebesar 0,79% yang awalnya hanya 23,20% di tahun sebelumnya.

Tingkat risiko bunga pada indikator memang relatif menurun secara fluktuatif, namun pembayarannya justru risiko outstanding portofolionya cenderung bertambah. Sensitivitas portofolio akan terpengaruh karena kenaikan nominal pada outstanding portofolio sehingga merubah tingkat acuan bunga dan sebaliknya. Data yang disebutkan oleh Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang telah diketahui bahwa kenaikan sensitivitas portofolio terhadap bunga acuan pada tahun 2012 sampai 2013 tidak ada perubahan. Jika Surat Perbendaharaan Negara mengalami kenaikan 10 bps dari yield maka ada pemabahan biaya pula pada SBN dengan besar sebanyak Rp122,75 miliar. Begitu juga ketika sensitivitas Pinjaman akan naik sebesar Rp 204,01 miliar jika terdapat perubahan tingkat LIBOR sebanyak 6m⁷⁵.

Apabila pembiayaan defisit APBN dibayarkan dengan Sukuk Negara, maka penambahan biaya akibat fluktuatif bunga tidak akan pernah terjadi. Kemudian penerbitan Sukuk Negara yang dibayarkan kepada investor harus menyesuaikan akad yang telah disepakati, Adapun urutannya sebagai berikut: Pertama, membagi hasil sesuai dengan akad Mudharabah, Kedua menggunakan Musyarakah yang merupakan kerja sama yang dilakukan dengan membagi hasil pendapatan maupun keuntungan. Sukuk Negara yang seperti ini akan memengaruhi return terhadap penggunaan term indicative/expected return. Hal ini terjadi karena sifatnya yang floating dan bergantung pada kinerja yang menghasilkan pendapatan. Ketiga dengan menggunakan system Margin atau fee yang disesuaikan dengan akad murabahah.

3. Pembayaran Resiko Nilai Tukar Memengaruhi Beban Fiskal.

⁷⁵ Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Laporan Analisis Portofolio dan Risiko Utang Tahun 2013, (t.t.: Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, 2014), 12

Setiap penerbitan SBN akan dipengaruhi oleh sistem nilai tukar mengambang atau nilai tukar yang mengikuti harga pasar, khususnya untuk SBN dengan denominasinya Valuta Asing. Rasio utang valuta asing menunjukkan adanya indikator risiko nilai tukar portofolio. Pada tahun 2012 terjadi peningkatan rasio dari yang awalnya 44,48% menjadi 46,70%. Jika mempertimbangkan besaran pada PDB, maka rasio utang valuta asing juga mengalami peningkatan sebesar 1,5% selama tahun 2013 dari yang awalnya 10,67% menjadi 12,18% di akhir tahun. Penerbitan SBN yang menggunakan mata uang asing akan menyebabkan risiko utang valuta asing juga semakin meningkat, hal ini menjadi depresiasi pada mata uang Rupiah terhadap mata uang asing. Dengan begitu beban yang ditanggung pemerintah akan semakin meningkat karena semakin banyaknya kewajiban memenuhi utang.

Pada tahun 2013 jika dilihat dari original nomilanya maka ada kenaikan outstanding utang terhadap mata uang USD sebanyak 13,35% sedangkan terhadap utang mata uang JPY mengalami penurunan sebesar 5,10% dan EUR juga mengalami penurunan 6,62%. Dengan adanya depresiasi terhadap ketiga mata uang asing tersebut, maka outstanding utang mata uang Rupiah akan meningkat secara signifikan terhadap USD sebanyak 42,88% dan EUR sebanyak 22,62%, sementara penurunan utang JPY terjadi sebesar 1,53%. Penurunan ini teroffset depresiasi nilai tukar JPY-IDR. Hasil secara keseluruhan adalah kenaikan sebesar 25,90% terhadap outstanding mata uang valuta asing yang jika dinominalkan menjadi Rp227,83 triliun.

Penjelasan di atas merupakan gambaran umum mengenai SBN yang pada dasarnya Sukuk Negara selalu mengalami risiko nilai tukar berbanding lurus dengan Obligasi Negara (SUN). Namun dengan adanya sistem yang unik pada penerbitan Sukuk Negara menghasilkan skema yang melibatkan underlying asset. Ini menjelaskan bahwa Sukuk Negara dipercaya bisa meminimalisir pembayaran yang disebabkan oleh risiko nilai tukar.

Sukuk Negara memiliki kapabilitas untuk menjaga kestabilan perekonomian nasional. Adapun dilihat dari fungsinya adalah sebagai berikut:

- a. Sukuk Negara menjadi salah satu investasi. Potensinya adalah untuk berkontribusi mengelola antara penawaran dan permintaan uang yang beredar. Pada ranah ini sukuk Negara memperlihatkan adanya mekanisme moneter yang mampu mengendalikan uang yang beredar melalui investasi tanpa suku bunga.
- b. Sukuk Negara menjadi pengelola lack and excess of liquidity. Sukuk memiliki potensi untuk mengendalikan lack and excess of liquidity dengan menjadi instrumen yang menengahi antara sektor keuangan dengan sektor riil.

E. Perbandingan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara dalam Pembiayaan Defisit APBN

Dalam rangka menjalankan tugas di bidang ekonomi dan pembangunan, sebagai perwujudan bangsa yang mandiri, maka pemerintah berusaha mengoptimalkan segala potensi yang ada di Indonesia. Oleh karena itu, penting untuk memetakan antara potensi yang menjadi sumber pembiayaan negara dengan basis investor domestik sebagai peningkatan akses dari pemerintah. Pembiayaan ini akan selalu dijamin keamanannya ketika sistem keuangan dan mobilisasi dana dari masyarakat dapat bekerja secara efisien. Sistem keuangan yang kuat dan dapat memberikan alternatif bagi pemodal dapat tercipta ketika adanya keragaman dalam mobilisasi dana.

Dilihat dari mobilisasi dana masyarakat, fluktuasi nilai tukar rentang terjadi pada pembiayaan luar negeri yang menggunakan surat berharga negara.⁷⁶ Berbagai risiko keuangan dapat diminimalisir melalui portofolio surat berharga negara yang dikelola secara baik. Arah kebijakan

⁷⁶ Burhanudin S. 2011. *Hukum Surat Berharga Syariah Negara dan Pengaturannya*. Jakarta: Rajawali Pers. Halaman 96.

pembangunan ekonomi nasional dibutuhkan oleh pelaku pasar keuangan yang terdapat dalam APBN, melihat dari kebijakan tersebut yang memengaruhi kesempatan dan minat dari investasi yang ada di pasar keuangan domestik. Adanya jaminan pengelolaan pasar keuangan yang profesional dan berstandar internasional, kepastian hukum, serta konsistensi tindakan pemerintah dalam pengambilan kebijakan sangat menentukan perspektif pasar.

Terdapat dua macam surat berharga yang beredar di Indonesia yaitu SBSN dan SUN. Berdasarkan Undang-undang No.24 Tahun 2002, terdapat perbedaan antara SBSN yang dalam penerbitannya mengharuskan penyertaan akad syariah dengan SUN yang dalam penerbitannya di dasarkan pada perjanjian dengan sistem bunga. Secara hukum, memanfaatkan transaksi utang untuk mengambil keuntungan merupakan hal yang salah atau haram. Sehingga sebagai pemerintah haruslah menanggung utang dan bunga melalui surat berarga yang diterbitkan sebagai kompensasi.⁷⁷ Adapun yang dimaksud Sukuk Negara (SBSN) dan Surat Utang Negara dari segi penentuan keuntungan, analisis SWOT dan karakteristik adalah sebagai berikut:

1. Sukuk Negara (SBSN)

a. Penentuan Keuntungan *Sukuk*

Berbicara mengenai penentuan keuntungan dari sukuk, jika pemerintah mampu menjadikan emisi sukuk negara meningkat dan memberikan dampak terhadap kesejahteraan masyarakat dikarenakan alasan-alasan berikut ini;⁷⁸

- 1) Adanya tambahan sumber dana alternatif bagi APBN
- 2) Terjadi penurunan pada jumlah sumber dana yang diterbitkan oleh obligasi atau hutang dalam negeri yang sering memberikan beban keuangan bagi negara disebabkan adanya bunga.

⁷⁷ Burhanudin S. *Hukum Surat Berharga*. Halaman 97.

⁷⁸ Nisfu Laila. 2019. *Pengembangan Sukuk Negara di Indonesia (Analisis Komparatif dalam Menggali Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia*.

- 3) Meningkatkan kemandirian bangsa, sebab dana untuk membangun beberapa infrastruktur dapat diperoleh dari dana penyertaan tanpa harus menggunakan dana pinjaman dari luar negeri.
- 4) Dengan meningkatkan *Sukuk* Negara akan meningkatkan keuangan negara yang dapat digunakan untuk berbagai kepentingan negara dan masyarakat.
- 5) Keberkahan negara Indonesia menjadi meningkat dikarenakan sumber dananya halal dan terbebas dari riba, sebagaimana.

b. Strengths (Kekuatan Penerbitan Sukuk Negara (SBSN))

Tujuan pemerintah menerbitkan sukuk negara adalah untuk membiayai APBN, termasuk pembangunan proyek. Sebagaimana disebutkan dalam Pasal 4 UU SBSN, tujuan penerbitan SBSN adalah untuk membiayai anggaran pendapatan dan belanja negara, termasuk pembiayaan pembangunan proyek. Proyek yang dibiayai dengan sukuk negara meliputi sektor energi, telekomunikasi, transportasi, pertanian, industri, dan perumahan. Penerbitan sukuk negara juga memiliki fungsi strategis lain atau dampak positif dari penerbitan sukuk negara, beberapa dampak strategis tersebut adalah:⁷⁹

- 1) Mendorong pertumbuhan sektor keuangan syariah nasional
- 2) Menaikan kapasitas pengadaan infrastruktur APBN
- 3) Menyadarkan taatnya pengaturan BMN
- 4) Mempromosikan pengelolaan proyek infrastruktur pemerintah yang tepat
- 5) Lebih banyak alternatif sarana investasi bagi masyarakat
- 6) Memudahkan BI dalam menjalankan Open Market Operation (OMO)

⁷⁹ Siti Latifah. Peran Sukuk Surat. Halaman 4

Manfaat lain juga disampaikan oleh Manab dan Sujianto yaitu:⁸⁰

- 1) Perluasan basis keuangan APBN,
- 2) Pengayaan instrumen keuangan fiskal,
- 3) Memperluas dan mendiversifikasi basis investor SBN,
- 4) Mendorong pertumbuhan dan perkembangan pasar keuangan syariah domestik,
- 5) Mengembangkan alternatif instrumen investasi,
- 6) Menciptakan benchmark di pasar keuangan syariah,
- 7) Optimalisasi penggunaan kekayaan negara dan peningkatan pengelolaan kekayaan negara secara teratur.

Selain menguntungkan negara, Sukuk juga menawarkan keuntungan bagi investor yang berinvestasi di investasi ini, yaitu:

- 1) Memberikan imbalan yang dibayarkan secara periodik,
- 2) Pembayaran imbalan dan nilai nominal dijamin oleh Negara,
- 3) Dapat diperjual belikan dipasar sekunder pada hargapasar,
- 4) Terdapat potensi capital gain bagi sukuk holders,
- 5) Instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.

c. Weaknesses (Kelemahan Penerbitan Sukuk Negara (SBSN))⁸¹

Selain kekuatan penerbitan obligasi pemerintah, terdapat juga kelemahan penerbitan obligasi pemerintah, seperti Al-Amine (2007) mengidentifikasi topik yang terkait dengan Sukuk, antara lain:

- 1) Pakar syariah terus membahas masalah jaminan pihak ketiga dalam struktur Sukuk Ijarah untuk melindungi investor;
- 2) Model sale-for-rent dalam Sukuk Ijarah dianggap sebagai bentuk lain dari Bai al-wafa, Bai al-istighlal atau Bai al-inah dan masih dibahas oleh para ahli Syariah;

⁸⁰ Manab, H. A., & Sujianto, A. E. (2016). Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro Terhadap Penerbitan Sukuk Negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam.

⁸¹ Endri. 2009. Permasalahan Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia Menggunakan Metode Analytical Network Process (ANP). *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.13, No. 3 September 2009, halaman 359-372. ABFI Institute Perbanas Jakarta.

- 3) Penetapan harga dilakukan pada pasar sukuk rental yang masih mengacu pada LIBOR, sehingga yield tidak mencerminkan rental dari underlying asset, melainkan suku bunga;
- 4) Dengan Sukuk Musyarakah ada jaminan pengembalian modal dari kedua belah pihak jika hal ini tidak diperbolehkan dalam akad Musyarakah menurut hukum Islam;
- 5) Belum ada model rating khusus pada sukuk.

Menurut Iqbal & Mirakhor (2007), tantangan dan beberapa isu perkembangan pasar sukuk antara lain::

- 1) Sebuah Lembaga kecil sulit menerbitkan sukuk, tidak semua bank syariah bisa menerbitkan sukuk karena tidak ada aset besar;
- 2) Efektivitas biaya merupakan kerugian kompetitif dibandingkan dengan obligasi tradisional;
- 3) Harga sukuk bunga variabel masih berdasarkan tolok ukur biasa, sehingga peminjam tidak melihat adanya cost benefit dalam penerbitan sukuk tersebut.;
- 4) Investor institusional dan bank cenderung menahan sukuk hingga jatuh tempo, membuat pasar sekunder sukuk tidak likuid dan meningkatkan biaya transaksi;
- 5) *Adverse selection*, akibat adanya biaya-biaya tambahan.

Alvi (2005), mengurai masalah-masalah umum pada pengembangan sukuk antara lain:

- 1) Jumlah emisi terbatas, sehingga perdagangan di pasar sekunder tidak aktif;
- 2) *Buy and hold strategy* oleh mayoritas investor;
- 3) Terbatasnya aset-aset berkualitas untuk sekuritisasi ijarah;
- 4) Terbatasnya korporasi yang fokus dan *concern*.

d. Opportunities (Peluang Penerbitan Sukuk Negara (SBSN))

Pemberian keluarga kepada pemerintah berdasarkan UU No. 19 Tahun 2008, dimaksudkan untuk pembiayaan APBN, termasuk

pembiayaan proyek-proyek negara yang disetujui negara. Di bawah ini merupakan peluang diterbitkannya SBSN atau sukuk negara:⁸²

- 1) Mengembangkan tempan penganggaran APBN
- 2) Meningkatkan pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syariah di negara Indonesia
- 3) Meninovasi *benchmark* di pasar keuangan syariah baik di Indonesia atau luar Indonesia.
- 4) Memperluas dan mendiversifikasi basis investor
- 5) Mengembangkan sarana investasi alternatif
- 6) Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara
- 7) Memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjangkau oleh sistem perbankan konvensional.

e. Threats (Risiko Penerbitan Sukuk)

Seperti halnya instrumen keuangan lainnya, *sukuk* mempunyai beberapa dampak positif dan negatif serta risiko. Adapun risiko *sukuk* antara lain sebagai berikut⁸³:

- 1) Risiko Tingkat Pengembalian (*Rate of Return Risk*)

Dalam setiap tipe sukuk terkait penetapan pengembalian (*fixed rate*) ada risiko tingkat pengembalian. Perolehan hasil berdasarkan LIBOR (*London Interbank Offered Rate* merupakan kurs referensi tiap hari dari suku bunga sebagai penawaran dari pinjaman yang diberikan oleh bank sebagai jaminan di pasar uang London) atau *benchmark* konvensional yang lain dan menjadikan keuntungan pada sukuk dikontrol oleh suku bunga. Sementara itu pada akad *mudharabah*, perolehan hasil yang kemudian diberikan kepada investor dapat naik maupun turun

⁸² Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. *Mengenal Sukuk Instrument Pembiayaan & Investasi berbasis Syariah*. Brosur Departemen Keuangan Republik Indonesia.

⁸³ Dahlan Siamat. 2010. *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara)*. Jakarta: PT. Raja Grafindo. Halaman 95

tergantung pada kinerja perusahaan yang dikatakan baik atau tidak.

2) Resiko Kredit (*Credit Risk*)

Pada sukuk ijarah resiko kredit (*Credit Risk*) akan dialami investor dikarenakan pembayaran yang gagal (*default*) terhadap sewa *underlying asset*. Terjadinya default akan membesar disebabkan proses *rescheduling* pada utang di mana suku bunga melebihi yang seharusnya sehingga diharamkan di dalam ajaran agama Islam. Dalam penilaian Risiko kredit pada sukuk akan ditentukan secara independen, sebab bilamana pelaku usaha yang meminjamkan mempunyai alternatif lain pada saat aset mendasar belum cukup untuk menutup seluruh kerugian.

3) Resiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*)

Risiko nilai tukar mata uang asing akan timbul apabila pendapatan dari aset yang dikelola menjadi landasan disediakannya mata uang asing. Emiten bias melakukan perhitungan dan memberi jaminan terhadap risiko guna menghindarkan pelaku usaha dari fluktuasi nilai tukar.

4) Resiko Tingkat Harga (*Price/Collateral Risk*)

Risiko tingkat harga muncul pada saat karakteristik aset tampak dalam nilai sukuk yang diterbitkan sementara diusulkan tidak sama dengan nilai pasar aktual dan nilai aset yang mendasarinya.

5) Resiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)

Pasar sekunder yang mengalami pertumbuhan dengan lambat akan menghadapkan para pelaku usaha sukuk pada risiko likuiditas. *Trend* beli dan tahan (*buy and hold*) sebagian besar investor sukuk melakukan pengalihan hak milik sukuk menjadi tidak efektif. Ini juga berlaku untuk sukuk salam ketika aset yang menutupi kontrak adalah komoditas pertanian. Jadi transaksi sekuritas ini menciptakan unsur spekulasi.

6) Resiko Pelanggaran Syariah (*Sharia Compliance Risk*)

Pasar yang mengalami perkembangan dengan cepat akan berdampak pada susuk sehingga memungkinkan terjadinya ketidaksesuaian dengan hukum syariah. Membuat landasan yang tepat berdasarkan prinsip syariah terhadap sukuk dilakukan untuk menjaga para pengusaha muslim dari tindakan yang melanggar prinsip-prinsip agama yang telah diatur dalam syariat islam dan hukum negara.

2. Surat Utang Negara (SUN)

a. *Strengths* (Keunggulan Surat Utang Negara (SUN))

Meskipun SUN mempunyai resiko dalam menjalankan transaksinya, namun ada beberapa keunggulannya, antara lain⁸⁴:

- 1) SUN adalah surat utang terbitan dari pemerintah yang biaya bunganya tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemerintah.
- 2) Dalam situasi ekonomi normal, suku bunga SUN berusaha berada di bawah suku bunga pasar.
- 3) Untuk sekarang, obligasi yang diperdagangkan di pasar Indonesia merupakan obligasi likuid yang didistribusikan secara luas di antara pihak yang memegang obligasi dan dijual kembali di pasar-pasar obligasi. Dengan demikian, apabila harga dari obligasi likuiditas tinggi menunjukkan adanya kestabilan hingga kenaikan harga sehingga akan menarik banyak pembeli.

b. *Weaknesses* (Kelemahan Penerbitan Surat Utang Negara (SUN))

Meski memiliki kelebihan berupa kuatnya penerbitan obligasi negara (SUN), namun juga memiliki implikasi negatif atau kelemahan bagi pemerintah. Dampak negatif dari pengedaran SUN adalah sebagai berikut:

⁸⁴ Husnan, Suad. 2009. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas Edisi Keempat*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN. Halaman 241

1) Hutang negara meningkat

Namun, seperti namanya, SUN merupakan utang pemerintah yang harus dilunasi dalam jangka waktu tertentu. Peningkatan emisi SUN berarti utang negara juga meningkat, yang pada akhirnya berdampak pada defisit anggaran. Dirjen Pembiayaan dan Manajemen Risiko mencatat, sebagian besar utang Indonesia berasal dari penerbitan surat berharga, termasuk SUN.

Selain itu, pendapatan pemerintah Indonesia dari penjualan SUN lebih tinggi dibandingkan negara-negara Asia lainnya. Meskipun ini menarik orang untuk berinvestasi dan membeli SUNO, itu berarti jumlah yang harus dibayarkan kepada pemerintah lebih tinggi. Pemerintah harus membayar imbal hasil hingga 7% lebih tinggi dari Filipina, Malaysia dan Korea Selatan.

2) Pemerintah cenderung terlalu mengandalkan SUN

Efek negatif selanjutnya adalah SUN selalu digunakan oleh pemerintah sebagai solusi untuk memenuhi kebutuhan anggaran dan keuangan negara. Pemerintah juga menjadi terlalu tergantung pada SUN untuk penerimaan negara, padahal hal produktif lainnya bisa dilakukan. Meskipun SUN memiliki utang produk, namun posisinya sebagai utang kemudian menjadi kewajiban bagi negara itu sendiri.

Demikianlah pembahasan tentang Surat Utang Negara (SUN) yang diterbitkan dan dijual oleh pemerintah Indonesia. Sebagai sumber pendapatan negara dan sumber investasi bagi masyarakat, SUN memiliki dampak positif dan negatif yang harus disikapi. Pemerintah kemudian akan memiliki pekerjaan rumah bagaimana mengelola dan mengatur SUN agar optimal baik bagi masyarakat maupun pemerintah itu sendiri. Semoga informasi ini bermanfaat.

c. *Opportunities* (Tujuan Penerbitan Surat Utang Negara (SUN))

Tujuan dari penerbitan SUN di antaranya:

- 1) Penganggaran defisit APBN
- 2) Menyamarkan ketiadaan dana sementara yang disebabkan ketidak sebandingnya antara pemasukan dan pengeluaran saldo kas negara selama 12 bulan.
- 3) Mengatur laporan kredit pemerintah.

d. *Threats* (Risiko Surat Utang Negara (SUN))

Surat utang tidak hanya mempunyai manfaat dan tujuan yang baik bagi negara, namun juga mengandung resiko tertentu. Berikut ini adalah resiko dari surat utang negara.⁸⁵:

- 1) Resiko Tingkat Bunga, resiko ini bisa timbul dari volatilitas suku bunga sesuai dengan suku bunga yang menjadi landasan dan ketika hal ini muncul maka akan meningkatkan pertambahan bunga portofolio (SUN).
- 2) Risiko nilai tukar, resiko ini timbul dari fluktuasi nilai tukar baik SUN dikeluarkan dalam bentuk rupiah atau pun dalam mata uang asing. Hal ini ditentukan oleh rasio utang valas atas total utang.
- 3) Risiko refinancing (pembiayaan kembali) yakni kemungkinan bertambahnya pembayaran utang kembali, ataupun ketidakmungkinan pembiayaan kembali di masa mendatang, sehingga menambah beban negara dan menyebabkan kewajiban membiayai kembali tidak terpenuhi terhadap kebutuhan dana pemerintah. Risiko refinancing muncul dari kenyataan bahwa sejumlah besar utang jatuh tempo pada saat yang sama, yang menambah adanya pembatalan utang dan penambahan imbal hasil yang dibutuhkan pelaku usaha.

⁸⁵ Sapto Rahardjo. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama. Halaman 106

Risiko legalitas formal. Risiko ini muncul pada saat pemerintah membuat undang-undang baru mengenai penerapan SUN, sehingga akan membebani para pelaku usaha atau penerbit SUN.

e. Karakteristik Obligasi Sebagai Instrumen Utang Jangka Panjang

Obligasi memiliki beberapa karakteristik terkait dengan instrumen hutang dalam waktu yang lama, di antaranya⁸⁶:

- 1) Nilai obligasi (jumlah dana yang disediakan), perusahaan yang menerbitkan obligasi secara jelas menunjukkan kebutuhan dana seluruhnya.
- 2) Jatuh tempo obligasi, masing-masing obligasi mempunyai batas penggunaan dan berbeda-beda. Ketika jangka waktu yang ditentukan semakin pendek maka hal tersebut menjadikan para investor semakin menarik sebab resiko menjadi rendah. Pada akhir jangka waktu, perusahaan yang menerbitkan memiliki kewajiban membayar kembali jumlah pokok usaha beserta bunga yang ada.
- 3) Suku bunga, masing-masing perusahaan memiliki metode tertentu untuk menjadikan para pelaku usaha menjadi tertarik dengan menaikkan suku bunga melebihi bank. Tingkat bunga obligasi dikenal sebagai obligasi kupo yang memiliki perbandingan lurus terhadap tingkat resiko obligasi.
- 4) Jadwal pembayaran, di mana obligasi yang diterbitkan oleh suatu perusahaan akan dilaksanakan setiap triwulan, setiap enam bulan sekali dan setiap tahun dengan kesepakatan.
- 5) Saat membuka rekening, sebelumnya calon investor menentukan perusahaan sekuritas yang akan membeli dan menjual obligasi. Melalui rekening yang dibuat akan

⁸⁶ Sapto Rahardjo. *Panduan Investasi Obligasi*. halaman 87

membantu para pelaku usaha untuk mendapatkan informasi yang akurat tentang kondisi usaha yang dijalankan.

- 6) Pahami produk berikat, kenali resiko dan manfaat dengan sepenuhnya memahami produk berikat.
- 7) Menganalisis berbagai hal yang diperlukan seperti bunga, nilai emisi, peringkat dan tempo lebih lanjut, kami berharap ini tidak menyebabkan kerugian besar.
- 8) Kirim pesanan beli ke broker obligasi pilihan pelaku usaha dan menentukan jenis harga serta membayar tepat waktu sebab akan memperoleh denda jika melewati waktu yang telah ditentukan.
- 9) Perhitungan biaya obligasi di mana proses pembayarannya bias melalui transfer ke rekening perusahaan yang telah terdaftar di KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia).

3. Perbandingan Karakteristik SBSN dengan SUN

Untuk lebih memudahkan dalam memahami perbandingan karakteristik dari Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara (SUN) maka berikut ini merupakan tabel perbandingan karakteristik antara *Sukuk* (SBSN) dengan Obligasi (SUN):

Tabel 2.1 Perbandingan Karakteristik *Sukuk* (SBSN) dengan Obligasi (SUN)

No.	Kategori	Karakteristik SBSN	Karakteristik SUN
1	Jenis-jenis	Sukuk Negara (SBSN), Sukuk Korporasi	Surat Perbendaharaan Negara SPN) dan Obligasi Negara (ON)
2	Dasar Hukum	UU Pasar Modal, Fatwa DSN-MUI, Syariat Islam, Keputusan Menteri Keuangan RI,	UU Pasar Modal, Keputusan Menteri Keuangan RI,
3	Akad	Sukuk Murabahah, Sukuk Musharabah, Sukuk Musyarakah, Sukuk Salam, Sukuk Istishna, Sukuk Ijarah	Jual beli obligasi
4	Risiko Sukuk	Resiko Tingkat Pengembalian, Resiko	Resiko Tingkat Bunga, Risiko nilai

		Kredit, Resiko Nilai Tukar, Resiko Tingkat Harga, Resiko Likuiditas, Resiko Pelanggaran Syariah	tukar, Risiko refinancing (pembiayaan kembali), Risiko legalitas formal.
5	Penghasilan bagi investor	Berupa Imbalan (kupon), marjin, dan bagi hasil	Berupa bunga/kupon, capital gain
6	Tujuan Penerbitan	<ul style="list-style-type: none"> - Adanya tambahan sumber dana alternatif bagi APBN - Terjadi penurunan pada jumlah sumber dana yang diterbitkan oleh obligasi atau hutang dalam negeri yang sering memberikan beban keuangan bagi negara disebabkan adanya bunga. - Meningkatkan kemandirian bangsa, sebab dana untuk membangun beberapa infrastruktur dapat diperoleh dari dana penyertaan tanpa harus menggunakan dana pinjaman dari luar negeri. - Keberkahan negara Indonesia menjadi meningkat dikarenakan sumber dananya halal dan terbebas dari riba, sebagaimana. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pembiayaan defisit APBN, - Menutupi kekurangan dana jangka pendek akibat pengeluaran dan penerimaan pendapatan yang tidak seimbang di rekening Kas Negara selama satu tahun. - Mengelola portofolio utang pemerintah.
7	Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/ penyertaan aset.	Pengakuan utang
8	Metode Penerbitan	<ul style="list-style-type: none"> - Lelang - <i>Bookbuiding</i> - <i>Private Placement</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Lelang - <i>Bookbuiding</i> - <i>Private Placement</i>
9	Tipe investor	Konvensional, syariah	konvensional

10	Dokumen yang diperlukan	- Dokumen pasar modal - Dokumen syariah	- Dokumen pasar modal
11	Underlying Asset	Perlu	Tidak perlu
12	Penggunaan hasil penjualan (proceed)	Harus sesuai syariah	Bebas
13	Lembaga terkait	SPV, <i>Trustee</i> , <i>Custodian</i> , Agen pembayaran	<i>Trustee</i> , <i>Custodian</i> , Agen pembayaran
14	Syariah Endorsement	Perlu	Tidak Perlu

Sumber: Data di olah (14 Nopember 2022)

Sedangkan dilihat dari ketentuan objeknya, surat berharga syariah negara (SBSN) mengharuskan adanya valuasi aset tertentu (*underlying asset*), hal ini terjadi karena telah didasari akad-adad syariah yang akan menentukan keberadaan valuasi aset secara riil. Adapun perbedaan yang lebih jelas mengenai Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan Surat Utang Negara (SUN) adalah berikut:

1. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan surat berharga yang dijadikan bukti kepemilikan atau pernyataan terhadap aset SBSN dan diterbitkan berdasarkan prinsip syariah. Sedangkan Surat Utang Negara (SUN) adalah surat berharga yang menjadi pengakuan utang yang diterbitkan tanpa syarat.
2. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) membutuhkan adanya *underlying asset*. Sedangkan Surat Utang Negara (SUN) tidak memerlukan.
3. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) membutuhkan adanya fatwa dari DSN-MUI sebaga jaminan prinsip syariah. Sedangkan Surat Utang Negara (SUN) tidak memerlukan.
4. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) menggunakan sistem bagi hasil dan juga imbalan bagi investor. Sedangkan Surat Utang Negara (SUN) menggunakan sistem bunga.

5. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) ditetapkan melalui UU No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Sedangkan Surat Utang Negara (SUN) ditetapkan melalui UU No.24 Tahun 2001 tentang Surat Utang Negara (SUN).
6. Surat Utang Negara (SUN) memiliki segmentasi investor yang berasal dari konvensional Sedangkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) memiliki segmentasi investor yang berasal dari konvensional dan syariah.
7. Surat Utang Negara (SUN) menggunakan dokumen pasar modal. Sedangkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) menggunakan dokumen pasar modal dan syariah.
8. Penggunaan hasil penjualan (proceed), Surat Utang Negara (SUN) bersifat bebas sedangkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) harus sesuai syariah.
9. Lembaga terkait, Surat Utang Negara (SUN), lembaga yang terkait yaitu trustee dan agen pembayaran. Sedangkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) lembaga yang terkait yaitu SPV, trustee dan agen pembayaran.
10. Syariah *compliance endorsement*, Surat Utang Negara (SUN) tidak perlu sedangkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) perlu menggunakannya.
11. Hukum, Surat Utang Negara (SUN) haram dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) hukumnya halal.
12. Akibat, Surat Utang Negara (SUN) mempunyai dampak *mudharat* sedangkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) membawa kemaslahatan dunia akhirat.

Kelebihan yang dimiliki SUN adalah pada potensinya jika dibandingkan dengan SBSN. SUN ini punya potensi untuk mengurangi ketergantungan terhadap biaya luar negeri yang sangat mudah mengalami

fluktuasi nilai tukar.⁸⁷ Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) mengharuskan proses peninjauan terhadap aset tertentu (*underlying asset*) berdasarkan potensi yang dimiliki sehingga memiliki nilai kejelasan untuk diinvestasikan. Pemerintah yang telah menerbitkan SBSN tidak memiliki beban utang melainkan diganti dengan bentuk kerja sama dengan investor yang kemudian ditindaklanjuti sesuai dengan akad yang telah disepakati.⁸⁸

Surat Utang Negara (SUN) sebagai surat berharga negara memiliki kelebihan untuk menutup kekurangan APBN dalam jangka pendek.⁸⁹ Dengan sifatnya yang hati-hati SBSN menjadi lebih selektif supaya terhindar dari *gharar*. Hal ini akan meningkatkan kualitas keamanan dan kenyamanan dari investor.⁹⁰

Kekurangan yang terdapat pada SUN ini yaitu investor diharamkan hukumnya untuk memanfaatkan atau mengambil keuntungan dari transaksi yang dilangsungkan. Selain itu, pemerintah menjadi penanggung jawab akan utang dan bunga yang menjadi kompensasi saat akad. Penerbitan SUN ini akan membebani pemerintah dengan beban tetap pada setiap tahunnya. Selain itu SUN tidak memberikan kesejahteraan ataupun kemaslahatan lain kepada investor dan pemerintah.

Adapun perbandingan Sukuk Negara (SBSN) dengan Obligasi Negara (SUN) dapat digambarkan pada tabel 4. 2 sebagai berikut:

Tabel 4.2 Perbandingan Antara Sukuk Negara dengan Obligasi Negara (SUN)

Elemen	Sukuk Negara (SBSN)	Obligasi Negara (SUN)
Sifat instrumen	Adalah surat berharga yang menjadi bukti kepemilikan atau pernyataan terhadap	Adalah surat berharga yang memerlukan surat pengakuan utang

⁸⁷ Zamir Iqbal dan Abbas Mirakhor. Pengantar Keuangan., halaman 226.

⁸⁸ Muhammad Nafik. Bursa Efek. halaman. 272.

⁸⁹ Eduardus Tandelilin. Portofolio dan. halaman. 254.

⁹⁰ Irham Fahmi. Rahasi Saham. halaman. 181.

	aset SBSN dan diterbitkan berdasarkan prinsip syariah.	tanpa syarat dari penerbit.
<i>Underlying Asset</i> (asset yang mendasari penerbitan)	Perlu	Tidak perlu
Fatwa DSN-MUI	Mebutuhkan fatwa DSN-MUI dalam menjamin kesesuaian sukuk dengan prinsip syariah.	Tidak ada
Imbal hasil bagi investor	Menggunakan imbalan dan bagi hasil.	Menggunakan sistem bunga
Dasar hukum	Ditetapkan dalam UU No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)	Ditetapkan dalam UU No.24 Tahun 2001 tentang Surat Utang Negara (SUN)
Segmentasi investor	Berasal dari konvensional dan syariah	Berasal dari konvensional
Dokumen yang diperlukan	Menggunakan dokumen pasar modal dan syariah	Menggunakan dokumen pasar modal
Penggunaan hasil penjualan (<i>proceed</i>)	Harus sesuai dengan syariah	Bersifat bebas

Lembaga terkait	Lembaga yang terkait yaitu SPV, <i>trustee</i> , dan agen pembayaran.	Lembaga yang terkait yaitu <i>trustee</i> dan agen pembayaran
<i>Syariah compliance endorsement</i>	Perlu menggunakannya.	Tidak perlu
Hukum	Hukumnya Halal	Hukumnya Haram
Akibat	Membawa kemaslahatan dunia akhirat.	Mempunyai dampak <i>mudharat</i>

Dari Tabel 4.2 tersebut terlihat perbedaan prinsip Obligasi dan Sukuk Negara. Sekalipun keduanya adalah bagian dari SBN, namun pada kenyataan praktiknya banyak sekali perbedaan antara keduanya, baik dinilai dari segi manfaat maupun risikonya .

Selanjutnya prinsip yang berbeda antara Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dengan Surat Utang Negara (SUN) dikaji menggunakan keilmuan Ekonomi Syariah. Ekonomi syariah merupakan ilmu yang dilandaskan pada nilai-nilai yang diajarkan pada agama Islam yang menjadi sistem terkait dengan kegiatan ekonomi pada suatu masyarakat yang diiringi dengan perilaku seorang muslim. Hal ini diberlakukan dengan tujuan untuk menjaga dan mewujudkan nilai-nilai ajaran Islam.

Sumber hukum yang mendasari munculnya Ekonomi syariah adalah Al-qur'an dan Hadits. Kedua sumber ini menjelaskan adanya perbedaan dalam investasi syariah dan konvensional. SUN merupakan jenis investasi yang menggunakan dasar-dasar ekonomi kapitalis sehingga tidak cocok dengan masyarakat muslim yang mengharamkan segala jenis bunga.

Ekonomi Islam mengajarkan bahwa terdapat lima prinsip untuk melakukan perekonomian syariah, pertama adalah *tauhid* (keimanan), *'adl* (keadilan), *nubuwwah* (kenabian), *khilafah* (pemerintah), dan *ma'ad* (hasil).

Dalam prinsip yang termasuk dalam kategori ekonomi syariah, obligasi menjadi sebuah investasi yang dilarang bagi umat muslim, hal ini

dikarenakan obligasi tidak memenuhi syariah perekonomian yaitu tidak adanya nilai ketauhidan. Dikarenakan adanya sistem bunga dalam investasi ini menjerumuskan umat muslim pada dosa.

Pemerintah atau perusahaan yang menerbitkan obligasi secara tidak langsung telah menzalimi diri sendiri serta para investor muslim, melakukan investasi yang tidak memiliki aset sehingga keadilan obligasi tidak diindahkan serta memfasilitasi masyarakat untuk melakukan riba.

Prinsip *nubuwah* (kenabian) dimana obligasi bersifat konvensional yang menjadi alat bagi pemerintah untuk investasi kepada masyarakatnya. Akan tetapi pemerintah tidak menerapkan prinsip kejujuran dan amanah karena melibatkan adanya riba. Hal ini tidak sesuai dengan ajaran Rosulullah SAW, yaitu jujur dan amanah.

Prinsip selanjutnya ialah *khilafah*, setiap manusia adalah seorang pemimpin yang akan dimintai pertanggungjawaba diakhirat. Pemerintah memiliki peran yang sangat penting yaitu harus menjamin perekonomian harus sesuai dengan ajaran Islam. Namun dalam praktik obligasi, pemerintah tidak menjalankan perannya sebagai khilafah untuk masyarakatnya. Hal ini merupakan riba karena pembagian hasil menggunakan sistem bunga, selain itu obligasi yang dijalankan tidak memiliki kejelasan aset yang mendasari karena pemerintah menjalankan dan menerapkan sistem ekonomi konvensional dengan dana obligasi yang dapat digunakan dalam bidang halal maupun haram.

Yang terakhir ialah *ma'ad* (hasil), setiap tindakan ekonomi yang dilakukan seseorang akan menuai hasil. Dalam prinsipnya ekonomi Islam meyakini bahwa usaha yang baik akan mendapatkan hasil yang baik pula. Selain baik juga harus halal. Obligasi adalah investasi yang baik karena menghasilkan dan manusia mau melakukan aktifitas ekonomi, namun obligasi ini haram untuk dilakukan umat muslim karena berasal dari sumber yang tidak jelas.

Surat Utang Negara (SUN) merupakan instrument investasi yang haram, karena objek yang ditraksikan belum jelas asalnya walaupun

akadnya sah, hal ini dikakan SUN bersifat bebas. Contohnya negara mengeluarkan Surat Utang Negara (SUN) untuk proyek minuman keras, tempat hiburan malam dan lainnya, hal ini termasuk dalam haram berupa zatnya.

Tidak hanya berupa zatnya, Surat Utang Negara (SUN) pun haram karena telah menzalimi dan dizalimi sebagaimana prinsip *la tazhlimuna wa la tuzhlamun*. Hal ini dikarenakan negara telah menzalimi diri sendiri dan menzalimi para investor. Return yang menggunakan bunga yang bersifat riba serta tidak adanya aset yang mendasari.

Bunga dan *time value of money*, definisi ini tidak akurat karena setiap investasi selalu mempunyai kemungkinan untuk mendapat return positif, negatif, atau nol. Selain itu, disetiap investasi selalu ada *probabiliti*, adanya *probabiliti* inilah yang menimbulkan ketidakpastian. Dalam ekonomi konvensional ketidakpastian return dikonversi menjadi suatu kepastian.

Surat Utang Negara (SUN) menjadi salah satu kebijakan perusahaan agar bisa mendapatkan dana tanpa harus berhutang keperbankan dengan menerbitkan obligasi, dan juga termasuk dalam kebijakan fiskal pemerintah dengan membiayai pengeluaran dengan meminjam dari masyarakat.⁹¹ Obligasi tidak mencerminkan etika ekonomi islam karena obligasi tidak memberikan kemaslahatan, investasinya bebas dan bisa dalam usaha yang haram, dan produknya tidak menguatkan aqidah dan moral.

Obligasi yang menggunakan sistem riba serta termasuk tindakan spekulasi, hal tersebut yang dapat merugikan masyarakat luas. Selain itu, norma obligasi menjadikan uang sebagai komoditas perdagangan.⁹² Dalam obligasi tidak terdapat transparansi, hal ini disebabkan karena investasi ini bisa bergerak dalam bidang haram dan halal, tidak memiliki risiko yang seharusnya segala bentuk kegiatan ekonomi memiliki risiko dan bersifat

⁹¹ Irham Fahmi. 2014. *Manajemen Keuangan Perusahaan Dan Pasar Modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media. Halaman. 413.

⁹² Indah Yuliana. 2010. *Investasi Produk Keuangan Syariah*. Malang: Maliki Pers. Halaman. 20.

spekulatif. Dengan demikian, dalam ekonomi syariah obligasi merupakan instrument yang diharamkan dan obligasi merupakan instrument utang piutang yang menggunakan bunga.

Obligasi merupakan modal asing atau utang jangka panjang dan sarana untuk mendapatkan modal dari masyarakat. Obligasi pun dapat dialihkan, obligasi yang menggunakan nama dapat dialihkan dengan syarat dan prosedur, sedangkan obligasi yang tidak memiliki nama pemilikinya dapat dialihkan dengan mudah. Tidak hanya itu saja obligasi juga ada yang memiliki jaminan dan tidak menggunakan jaminan dengan hanya menggunakan kepercayaan seperti obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah.

Terdapat tiga kunci konseptual dalam ekonomi syariah yaitu sumber-sumber daya, kesejahteraan, partisipasi dan untuk mencapai kesejahteraan ekonomi serta kesejahteraan spiritual. Surat Utang Negara (SUN) atau obligasi sebagai instrumen investasi hanya berfokus pada kesejahteraan ekonomi namun mengindahkan aspek transparansi.⁹³

Selain itu, ada beberapa syarat dalam ekonomi syariah yang semakin menguatkan haramnya Surat Utang Negara (SUN) atau obligasi. Surat Utang Negara (SUN) tidak memenuhi syarat pencapaian kesejahteraan ekonomi dalam ekonomi Islam yaitu bebas riba, syarat kultural yaitu tidak menjual atau mengonsumsi minuman keras, dan syarat mencapai kesejahteraan politik yaitu berdasarkan niat berjuang di jalan Allah.

Surat Utang Negara (SUN) atau obligasi menjalankan prinsip sumber ilmu ekonomi syariah yaitu tidak memakai sumber hukum Islam yang meliputi Al-Quran, Sunnah Rosul, dan hukum Islam. Serta adanya perbedaan dalam hal pengawasan hukum yang mengatur dan mengawasi Surat Utang Negara (SUN). Surat Utang Negara (SUN) atau obligasi menggunakan peraturan Undang-undang dan Kementerian Keuangan. Surat

⁹³ H. Juhaya S. Pradja. 2012. *Ekonomi Syariah*. Bandung: Pustaka Setia. Halaman. 58.

Utang Negara (SUN) termasuk dalam kegiatan ekonomi makro yang melibatkan Negara, swasta, dan dana dari masyarakat.

Keseimbangan merupakan hal yang diutamakan dalam sumber daya alam ekonomi syariah sebagaimana Islam percaya bahwa Allahlah yang memberikan sumber daya alam untuk mencukupi kebutuhan untuk manusia. Hal ini berarti harus tercipta keseimbangan antara hutang Negara dan pendapatan negara agar tidak terjadi risiko gagal bayar yang dikarenakan hutang negara yang lebih besar dari pada pendapatan. Seperti kita ketahui bahwa Surat Utang Negara (SUN) merupakan instrument investasi dalam bentuk utang piutang.

Selain kepentingan diri sendiri maupun masyarakat, ekonomi Islam juga sangat menganjurkan pencapaian kepuasan dalam kebutuhan jasmani dan rohani sangat dianjurkan. Ekonomi Islam menjunjung tinggi kehalalan suatu produk. Hak milik ralatif perseorangan diakui sebagai usaha dan kerja secara halal harus digunakan untuk hal-hal yang halal pula. Hal ini berbeda dengan Surat Utang Negara (SUN), karena Surat Utang Negara (SUN) tidak menjamin kehalalan dalam penggunaan usaha serta hanya mementingkan kebutuhan jasmani saja.⁹⁴

Ekonomi Islam adalah sistem ekonomi yang bersumber dari Allah S.W.T. Ekonomi Islam sendiri merupakan sistem yang tidak hanya mengatur urusan dunia saja, tetapi juga mengatur urusan akhirat. Dari aspek normatif, ekonomi Islam selain menghasilkan imbalan dunia, juga menghasilkan imbalan akhirat. Bukan semata-mata dilihat dari aspek efisiensi sebagaimana dikenal dalam ekonomi konvensional yang menjadi pedoman Surat Utang Negara (SUN).

Dalam Surat Utang Negara (SUN) atau obligasi tidak memiliki aset yang mendasari, adanya unsur spekulasi dalam investasi, serta tidak memenuhi prinsip kehati-hatian dalam penerbitan dan penjualan Surat

⁹⁴ M. Nur Rianto Al Arif. 2012. *Lembaga Keuangan Syariah. Bandung: Pustaka Setia*. Halaman.50.

Utang Negara (SUN)..⁹⁵ Dalam perspektif ekonomi syariah, Surat Utang Negara (SUN) Negara harus mensejahterakan rakyatnya dan mengotimalkan dalam pendayagunaan masyarakat, bukan hanya mencakup halal atau haramnya saja.

Surat Utang Negara (SUN) menggunakan sistem bunga dalam pengambilan profit sebagaimana sistem ekonomi konvensional. Hal ini berbeda dengan sistem ekonomi syariah yang menggunakan sistem bagi hasil dalam pengambilan profit.⁹⁶ Dalam ekonomi syariah terdapat empat sudut pandang yang merupakan nilai-nilai amar ma'ruf dan nahi mungkar yaitu ekonomi Ilahiyah yang berarti mencari rizki harus sesuai syariah, ekonomi akhlak yaitu menguntungkan serta memedulikan orang lain, ekonomi kemanusiaan dimana manusia wajib beramal, bekerja keras, berkreasi dan berinovasi, dan yang terakhir ekonomi keseimbangan yang adil tentang dunia dan akhirat, jiwa dan raga, akal dan hati.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sudah pasti bentuk investasi yang sesuai syariah dan menerapkan Prinsip-prinsip yang terdapat pada ekonomi syariah. Dari kelima prinsip tersebut yaitu tauhid (keimanan), 'adl (keadilan), nubuwah (kenabian), khilafah (pemerintah), dan ma'ad (hasil), obligasi syariah menerapkan prinsip tersebut dengan diawasi langsung oleh DSN-MUI. Obligasi syariah adalah bentuk investasi yang pembagian hasilnya menggunakan bagi hasil, adanya aset yang mendasari sehingga bentuk dari investasi tersebut jelas tidak adanya unsur maysir dan riba, dana dari para investor pun digunakan untuk proyek-proyek yang produktif.

Ekonomi syariah termasuk pengetahuan sosial yang mempelajari permasalahan ekonomi rakyat yang diilhami oleh nilai-nilai dalam Islam. Ekonomi dalam kacamata Islam merupakan tuntutan kehidupan sekaligus anjuran yang memiliki dimensi ibadah. Maka ekonomi syariah merupakan

⁹⁵ Adiwarmanto A. Karim, Oni Sahroni. 2015. *Riba, Gharar dan Kaidah-Kaidah Ekonomi Syariah*. Jakarta: RajaGrafindo Pers. Halaman. 198.

⁹⁶ Ahmad Roziq dan M. Mufti Mubarak. 2012. *Buku Cerdas Investasi dan Transaksi Syariah*. Surabaya: Dinar Media. Halaman. 3.

sistem ekonomi yang mendorong kesejahteraan manusia didunia dan diakhirat.⁹⁷

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) menggunakan prinsip Al-Qur'an dan Hadist saat ini diperjualbelikan di pasar modal syariat. Adapun ketentuan lain yang dicantumkan dalam Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) antara lain identitas pemegang sukuk dan pembatasan-pembatasan atas tindakan hukum yang dilakukan penerbit. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) seperti halnya obligasi memiliki nama sesuai dengan jangka waktu tertentu.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah. Pendapatan tersebut berupa bagi hasil atau margin atau dalam bahasa lain disebut fee, serta membayar kembali dana obligasi saat jatuh tempo. Hal ini sesuai dengan fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002.

Syarat penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) meliputi peringkat investment grade atau fundamental keuangan yang kuat dan aktivitas yang halal. Dalam ekonomi syariah syarat dan prinsip Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sudah sesuai. Dalam Islam ada batasan motif aktivitas ekonomi yang diarahkan pada pemenuhan kebutuhan dasar, meskipun bersifat dinamis sesuai tingkat ekonomi masyarakat pada saat itu. Selain itu, ekonomi syariah harus ada yang bersifat abstrak seperti amal, tidak hanya terbatas pada materi.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sendiri merupakan surat berharga jangka panjang yang memiliki nilai-nilai ekonomi syariah seperti materi dan amal. Karena Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan bentuk kerja sama negara dengan masyarakat. Namun dana dari masyarakat tidak digunakan untuk aktifitas yang membawa manfaat serta

⁹⁷ Ahmad Roziq. *Buku Cerdas.*, halaman. 2

halal, serta memiliki aset yang mendasari. Sehingga masyarakat sebagai peminjam dana kepada pemerintah memperoleh fee sebagai bentuk materi dan pengembangan usaha halal dalam bentuk amal sebagaimana yang tertera pada aktivitas ekonomi syariah.⁹⁸

Sukuk atau obligasi syariah adalah efek syariah berbentuk sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan dan tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi terdahulu atau kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu. Dalam ekonomi syariah tidak diperkenankan ketidakjelasan wujud dalam bertransaksi. Namun dalam Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) terdapat kejelasan aset yang berwujud yang mendasari ketika bertransaksi.⁹⁹

Yang harus dilakukan dalam penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) untuk mendapatkan dana tanpa harus meminjam ke perbankan. Tidak hanya negara, perusahaan pun dapat menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang bertujuan untuk menghindari risiko yang terjadi dikemudian hari. Dengan demikian, penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan bagian manajemen risiko yang dilaksanakan oleh perusahaan.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) mengeluarkan hukum yang termaktup dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IV/2006 tentang obligasi sebagai penguatan landasan hukum supaya memberikan kenyamanan bagi para investor DSN-MUI. Dengan adanya fatwa ini, masyarakat yang melakukan investasi dalam Surat Berharga Syariah Negara atau sukuk bisa mendapatkan kenyamanan dan keamanan.¹⁰⁰

⁹⁸ Ascarya. 2013. *Akad dan Produk Bank Syariah*. Jakarta: Grafindo. halaman. 6.

⁹⁹ Suhartono dan Fadlillah. 2009. *Portofolio Investasi dan Bursa Efek*. Yogyakarta: Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen. Halaman. 210.

¹⁰⁰ Suhrawardi K. Lubis dan Farid Wajdi. 2012. *Hukum Ekonomi Islam*. Jakarta: Sinar Grafika. halaman. 229.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN yang diterbitkan oleh negara berdasarkan prinsip syariah. Dalam ekonomi syariah, Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan instrument investasi yang sudah pasti sesuai. Landasan hukum dari Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah Al-qur'an dan Hadits. Karakteristik dari Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah adanya bukti kepemilikan suatu aset berwujud dan bagi hasil yang sesuai jenis akad yang digunakan. Selain itu juga terbebas dari unsur riba, gharar dan maysir, memiliki *underlying asset*, serta aset yang menjadi objek perjanjian harus memiliki nilai ekonomis.

Fungsi dari *underlying asset* sendiri adalah agar terhindar dari gharar, sebagai persyaratan untuk dapat diperdagangkan dipasar sekunder, menentukan struktur sukuk, serta penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah. Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) tidak hanya menerbitkan sesuai dengan prinsip tanpa memiliki tujuan. Adapun tujuan penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah untuk memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara, memotivasi pengembangan pasar keuangan syariah, menciptakan *benchmark* dipasar keuangan syariah, diversifikasi berbasis investor, memperluas alternatif instrument investasi, mengoptimalkan pemanfaatan barang milik negara, dan memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjaring oleh sistem keuangan konvensional.¹⁰¹

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan instrument investasi yang menjadi sumber keuangan negara. Obligasi syariah merupakan surat berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip syariah pada saat jatuh tempo dengan bagi hasil dan modal yang dikeluarkan investor. Hal ini tercantum didalam fatwa No.32/DSN-MUI/IX/2002 . Dalam ekonomi syariah, para investor diperbolehkan untuk berinvestasi

¹⁰¹ Nur Rianto. 2015. Pengantar Ekonomi Syariah Teori dan Praktik. Bandung: Pustaka Setia. halaman. 434.

dalam Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dikarenakan instrument tersebut sesuai dengan prinsip syariah.

Prinsip tolong-menolong yang terdapat di dalam ekonomi syariah, terdapat pula pada Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) karena letak dari prinsip tolong menolong tersebut terdapat pada negara atau emiten dan para pemilik dana atau investor. Karena sebuah negara atau emiten yang mengalami defisit anggaran serta menutupi kekurangan kas jangka pendek dalam satu tahun anggaran melakukan dengan cara menerbitkan sukuk dan menjualnya kepada pemilik dana atau investor.¹⁰²



¹⁰² Nurul Huda. 2012. *Keuangan Publik Islami: Pendekatan Teoritis dan Sejarah*. Jakarta: Kencana. halaman. 321.

BAB V

PENUTUP

A. SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah peneliti lakukan pada bab sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan mengenai pokok-pokok permasalahan yang sedang diteliti. Kesimpulan tersebut adalah:

1. Sukuk Negara (SBSN) telah menjadi bagian dari instrumen pembiayaan anggaran sejak diterbitkannya instrumen Sukuk pada tahun 2008. Selama 14 tahun kebijakan Sukuk berlangsung, jumlah dana yang telah diterbitkan mencapai Rp 322,016 triliun pada 2021. SBSN sebagai instrumen pembiayaan APBN menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, hal tersebut diketahui dari jumlah realisasi penerbitan SBSN yang menunjukkan grafik naik, atau peningkatan. Persentase nilai SBSN terhadap instrumen pembiayaan lainnya seperti SUN dan pinjaman langsung juga meningkat. Selain itu pemberlakuan dan pengaplikasian penerbitan SBSN juga berpengaruh terhadap perekonomian Indonesia, hal tersebut dilihat dari segi pertumbuhan industri keuangan syariah nasional, meningkatkan porsi pembiayaan infrastruktur APBN, mendorong tertib pengelolaan BMN dan proyek infrastruktur Pemerintah, dan menambah alternatif instrumen investasi.
2. Tujuan awal dari penerbitan SUN yakni untuk membiayai pelaksanaan program restrukturisasi dan rekapitalisasi perbankan di tahun 1997, dimana waktu itu Indonesia dilanda krisis keuangan dan moneter. Namun dengan seiring perkembangan, penerbitan SUN dipandang sebagai alternatif guna pemenuhan kebutuhan pembiayaan anggaran akibat defisit anggaran. Setelah 24 tahun kebijakan ini berjalan, jumlah penerbitan sukuk negara telah mencapai Rp 979,629 triliun pada 2021. Penerbitan SUN bertujuan untuk: (a) membiayai defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara; (b) menutup kekurangan kas jangka pendek akibat ketidaksesuaian antara arus kas penerimaan dan

pengeluaran dari Rekening Kas Negara dalam satu tahun anggaran; dan
(c) mengelola portofolio utang negara

3. Surat Utang Negara (SUN) dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) memiliki beberapa hal seperti persamaan, perbedaan, kelemahan dan kekurangan. SUN dan SBSN memiliki persamaan dapat membantu APBN dan pemerintah dalam membangun Negara dengan mengeluarkan SUN dengan SBSN baik dalam jangka waktu yang pendek, sedang dan lama. Perbedaan keduanya, SUN merupakan sertifikat pengakuan utang sedangkan SBSN merupakan sertifikat kepemilikan. SUN bentuk investasi yang bebas dan memiliki landasan hukum dari Negara, SUN tidak menggunakan aset yang mendasari yang membuat fee yang diberikan pada investor berbentuk bunga, sedangkan SBSN bentuk investasi yang bergerak dalam bidang yang halal, memiliki landasan hukum Negara serta diawasi oleh DSN-MUI. SBSN tidak lepas dari prinsip-prinsip syariah yaitu meliputi keimanan, keadilan, kenabian, pemerintah, dan hasil. Hal inilah yang membuat SBSN dalam penerbitannya harus menggunakan aset yang mendasari sehingga fee yang diberikan pada investro berupa bagi hasil. Kelebihan SUN memiliki jangka waktu yang pendek dan kelemahannya dapat membuat pemerintah berhutang karena bentuk investasi utang. Sedangkan SBSN lebihnya bentuk investasi kerjasama antara pemerintah dengan masyarakat yang hanya bergerak dalam bidang yang produktif sehingga pembagian hasilnya sesuai dengan akad diawal.

B. IMPLIKASI

Penelitian ini mengkaji tentang komparasi penerbitan SBSN dengan SUN sebagai instrumen pembiayaan defisit APBN dan belum mengkaji secara lebih mendalam mengenai aspek efisiensi implementasi penerbitan SBSN dan SUN. Penelitian lanjutan masih diperlukan terutama mengenai sisi efisiensi penerbitan SBSN dan SUN bila dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya. Hal ini dapat menjadi masukan berharga

bagi pengambil kebijakan dalam menentukan komposisi sumber pembiayaan sehingga diperoleh biaya utang yang paling efisien. Hasil penelitian ini digunakan sebagai masukan bagi peneliti dan pemerintah dalam membuat kebijakan.

C. SARAN

Berikut ini merupakan saran-saran berdasarkan pelajaran dari penelitian yang telah dilakukan:

1. Pemerintah hendaknya menerapkan *sukuk* sebagai instrumen pembiayaan defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) dengan porsi yang lebih besar khususnya *sukuk istishna'* dan *sukuk musyarakah bil ijarah*.
2. Hendaknya DSN-MUI mengeluarkan fatwa terkait dengan *sukuk musyarakah bil ijarah* dan *sukuk ishtishna*.
3. Meningkatkan kajian akademik yang lebih beragam dan mendalam mengenai produk-produk keuangan islam agar supaya memberikan inovasi produk dengan tetap mengutamakan kepatuhan terhadap syariat islam.

Peneliti berharap dengan dipublikasikanya penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan kepada semua pihak untuk mengkaji lebih mendalam mengenai alternatif-alternatif pembiayaan defisit APBN. Sehingga nantinya tercipta inovasi baru dari instrumen keuangan islam yang dapat menguntungkan semua pihak dan tetap mengutamakan aspek syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Manan. *Hukum Ekonomi Syariah (Dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama)*. Jakarta: Kencana.
- Achmad Helmi. 2015. *Komparasi Pembiayaan Pembangunan Infrastruktur Pemerintah dengan Dana Obligasi Konvensional dan Obligasi Syariah/Sukuk (Studi Kasus Pembangunan Jalan Tol Trans Sumatra)*. Tesis UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, Program Studi Hukum Islam.
- Adiwarman A. Karim, Oni Sahroni. 2015. *Riba, Gharar dan Kaidah-Kaidah Ekonomi Syariah*. Jakarta: RajaGrafindo Pers.
- Ahmad Iskandar, 2011, *Obligasi Rekapitulasi Perbankan Orang Miskin Membiayai Orang Kaya*, Jakarta: Dian Rakyat.
- Ahmad Roziq dan M. Mufti Mubarak. 2012. *Buku Cerdas Investasi dan Transaksi Syariah*. Surabaya: Dinar Media.
- Angrum Pratiwi, dkk. 2017. Peran Sukuk Negara dalam Pembiayaan Infrastruktur. *Jurnal Al-Tijary (Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam)*. Vol. 2, No. 2, Hal.155-176. P-ISSN: 2460-9404, E-ISSN:2460-9412
- Arikunto, Suharsimi. 2006. *Prosedur Penelitian suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Ascarya. 2013. *Akad dan Produk Bank Syariah*. Jakarta: Grafindo.
- Ayub, Muhammad. 2002. *Islamic Banking and Finance: Theory and Practice*. State Bank of Pakistan, Karachi.
- Ayub, Muhammad. 2009. *Understanding Islamic Finance*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Barro, Robert J. 1989. The Ricardian Approach to Budget Deficit. *Journal of Economic Perspectives*, Vo3. No.2.
- Bernheim, B Douglas. 1989. A Neoclassical Perspective on Budget Deficits. *Journal of Economic Perspectives*, Vo3. No.2.
- Burhanuddin S. 2011. *Hukum Surat Berharga Syariah Negara dan Pengaturannya*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Dahlan Siamat. 2010. *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara)*. Jakarta: PT. Raja Grafindo.

- Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Laporan DJPPR Tahun 2020 – 2021. Kementerian Keuangan RI.
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. *Mengenal Sukuk Instrument Pembiayaan & Investasi berbasis Syariah*. Brosur Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Direktorat Pembiayaan Syariah. 2010. *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Dornbusch. 1990. *Makroekonomi Edisi Bahasa Indonesia*. Jakarta: PT Media Global Edukasi.
- Eduardus Tandelilin. 2010. *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi Edisi 1*. Yogyakarta: Kasinus
- Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara
- Gujarati, Damodar N. 2007. “*Dasar-dasar Ekonometrika*”, (3rd ed). *Terjemahan oleh Julius A. Mulyadi*. Jakarta: Erlangga
- H. Juhaya S. Pradja. 2012. *Ekonomi Syariah*. Bandung: Pustaka Setia.
- Haris Munandar. 2019. Perbedaan Surat Utang Negara (SUN) dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). *Skripsi*. Institut Agama Islam Negeri Metro.
- Hartono. 2008. *Analisis Data Statistik dan Penelitian, SPSS 16.0*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Husnan, Suad. 2009. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas Edisi Keempat*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- J. Godlewski Christophe, Rima Turk-Ariss dan Laurent Weill 2013. “*Sukuk Vs. Conventional Bonds: A Stock Market Perspective*”. *Elsevier, Journal of Comparative Economics*. Volume 41. Issue 3 August 2013, Pages 745-761
- Jogiyanto Hartono. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Khoerul Umam. 2013. *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah*. Bandung: CV Pustaka Ceria.

- Lexy J Moleong. 2012. *Metode Penelitian Kualitatif*. Bandung: Remaja Rosdakarya.
- M. Nur Rianto Al Arif. 2012. *Lembaga Keuangan Syariah*. Bandung: Pustaka Setia.
- M. Riawan Tjandra. 2006. *Hukum Keuangan Negara*. Jakarta: Grasindo
- Mardalis, Nanang. 2004. *Metode Penelitian Kuantitatif: Analisa Isi dan Analisa Data Sekunder*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Martalena dan Maya Malinda. 2011. *Pengantar Pasar Modal di Desain Untuk Mempelajari Pasar Modal Dengan Mudah dan Praktis*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Maula Robin Haq dkk. 2020. Peran Sukuk Terhadap Pembangunan Infrastruktur. *Jurnal: Al-Mutharahah*. Vol. 17 No. 1 Januari-Juni 2020. P-ISSN 2088-0871
- Mohd, Noriza Saad, Mohd Nizal Haniff, dan Norli Ali. 2020. Corporate governance mechanisms with conventional bonds and Sukuk' yield spreads. *Elsevier Pacific Basin Finance Journal*. Volume 62, September 2020, 101116
- Moleong, Lexy J. 2000. *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Bandung: PT Remaja Rosdakarya.
- Momna Saeed, Marwa Elnahass, Marwan Izzeldin dan Mike Tsainos. 2021. Yield Spread Determinants of Sukuk and Conventional Bonds. *Journal Elsevier Economic Modelling* .Volume 105, December 2021, 105664
- Muhammad Djafar Saidi dan Rohana Huseng. 2008. *Hukum Penerimaan Negara Bukan Pajak*. Jakarta: Rajawali Pers
- Muhammad Nafik. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta: Serambi
- Muhammad Nizarul Alim. 2011. *Muhasabah Keuangan Syariah*. Solo: Aqwan.
- Muhammad Syamsul. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Nisfu Laila. 2019. *Pengembangan Sukuk Negara di Indonesia (Analisis Komparatif dalam Menggali Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia)*.
- Noeng Muhadjir. 1998. *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Yogyakarta: Rake Sarasin.

- Nurhayati, Sri Wasilah, *Akuntansi Syariah di Indonesia*, Jakarta, Salemba Empat, 2014.
- Nurul Huda. 2012. *Keuangan Publik Islami: Pendekatan Teoritis dan Sejarah*. Jakarta: Kencana.
- Nuryadi, dkk. 2017. *Dasar-dasar Statistik Penelitian*. Yogyakarta: Sibuku Media.
- P. Joko Subagyo. 2004. *Metode Penelitian dalam Teori dan Praktik*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Paulina Y. Amtiran dan Aldarine Molidya. 2020. Pengelolaan Keuangan Negara. *Journal of Management (SME's)*. Vol 12, No. 2, tahun 2020 p203-214
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 56 Tahun 2008 Tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara pasal 11 di akses pada tanggal 8 Maret 2022 pukul 08:41 wib
- Rahmat, P.S. 2009. Penelitian Kualitatif. *Jurnal Equilibrium*. Vol. 5, No. 9, Hal 6. 11
- Rama, Ali. 2015. *Sistem Ekonomi dan Keuangan Syariah*. Jakarta: Pusat Penelitian dan Penerbitan UIN Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Rodoni, Ahmad. 2009. *Investasi Syariah*. Jakarta: Lembaga Penelitian UIN Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Rusydiana, Jarkasih. 2010. Mengurangi Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia dengan Metode ANP". Proceeding, *International Academic Conference, Shariah Economic Day (SECOND) 2010*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Sahlah Ash-shawi dan Abdullah Al-mushlih. 2008. *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. Jakarta: Darul Haq
- Sapto Rahardjo. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama
- Sawitri, H.H. 2006. Dampak Defisit Anggaran Terhadap Pertumbuhan Ekonomi. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*.
- Setyo Wijayanto. 2012. *Investasi Obligasi*. Jakarta: Elex Media Komputindo.

- Siti Latifah. 2020. Peran Sukuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dalam Pertumbuhan Pembangunan Ekonomi Islam. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam (JIEI)*. 6(03), 2020, 421-427. ISSN: 2477-6157, E-ISSN: 2579-653
- Sitorus, Tarmiden. 2015. *Pasar Obligasi Indonesia: Teori dan Praktik*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Soebagiyo Daryono. 2012. *Analisis Pembiayaan Defisit Anggaran di Indonesia*. Disertasi S3 (Tidak dipublikasikan) PDIE Universitas Brawijaya Malang.
- Solikin. 2003. Dilema Kebijakan Fiskal di Indonesia: Dampak Kebijakan Ekspansi dan Kontraksi Fiskal Terhadap Beberapa Indikator Ekonomi. *Jurnal Ekonomi*, Vol.8 No.1.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D)*. Bandung: Alfabeta.
- Suharsimi Arikunto. 2010. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Suhartono dan Fadlillah. 2009. *Portofolio Investasi dan Bursa Efek*. Yogyakarta: Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen.
- Suhrawardi K. Lubis dan Farid Wajdi. 2012. *Hukum Ekonomi Islam*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Sutrisno Hadi. 1981. *Bimbingan Menulis Skripsi Thesis*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Syifa Fauziah dkk. 2020. Pembiayaan Infrastruktur dengan Sukuk Negara di Indonesia: Prosedur dan Struktur. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi dan Akuntansi)*. Vol. 4. No. 1. P-ISSN: 2541-5255 E-ISSN:2621-5306
- Undang-undang No. 919 tahun 2008 Pasal 1 Ayat (1) tentang Surat Berharga Syariah Negara
- Undang-undang Republik Indonesia Tentang Surat Utang Negara (SUN). UU No. 24, pasal 1 dan pasal 3. Tahun 2002
- www.anggaran.kemenkeu.go.id. Informasi APBN 2021 Percepatan Pemulihan Ekonomi dan Penguatan Reformasi. Kementerian Keuangan Direktorat Jenderal Anggaran Republik Indonesia.
- Zuhairi et.al. 2016. *Pedoman Penulisan Karya Ilmiah*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.