



**ANALISIS PERBANDINGAN PORTOFOLIO UTANG PEMERINTAH INDONESIA
DALAM RISIKO PEMBIAYAAN DEFISIT**

Raditya Hendra Pratama,
Politeknik Keuangan Negara STAN

Alamat Korespondensi: h3ndra@pknstan.ac.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
17-07-2017

Dinyatakan Diterima
23-10-2017

KATA KUNCI:
e-Government, defisit, debt, risiko

KLASIFIKASI JEL:
H110 , H620 , H630

ABSTRAK

External fund (loans) is one important instrument of financing deficit in Government of Indonesia's budget policy. The other instruments are Government Obligation and Syariah Obligation called Sukuk. This paper aimed to explain the risks related to the loans and compared it to other instruments. The risks assessed are related to legal risk, market risk, and interest rate risk. With a better understanding regarding the risks hopefully will provide a better debt management as well.

Pinjaman luar negeri merupakan salah satu instrumen dalam portofolio pembiayaan defisit Pemerintah Indonesia. Instrumen pembiayaan defisit lainnya yaitu dengan penerbitan obligasi negara atau disebut juga dengan Surat Utang Negara (SUN), dan telah diterbitkan pula satu instrumen yang merupakan bentuk lain dari surat utang tetapi dengan basis Syariat Islam bernama Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dikenal juga dengan nama Sukuk. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui risiko-risiko yang terdapat pada instrumen pembiayaan defisit melalui pinjaman luar negeri pemerintah untuk kemudian dapat diketahui perbandingannya dengan instrumen pembiayaan defisit lainnya. Dengan diversifikasi pada portofolio utang yang ada, Pemerintah Indonesia memerlukan pengelolaan yang dilakukan dengan penuh kehati-hatian dan kecermatan untuk meminimalkan risiko. Aspek penelitian yang digunakan adalah risiko hukum, risiko pasar, dan risiko tingkat bunga yang terdapat pinjaman luar negeri Pemerintah Indonesia.

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Menurut kamus Bahasa Indonesia pinjaman berarti sesuatu berupa uang atau barang (atau benda lain) milik orang lain yang harus dikembalikan, sedangkan utang berarti menggunakan uang atau barang orang lain dengan kewajiban mengembalikan apa yang telah diterima, sehingga dalam penulisan penelitian ini kedua kata tersebut memiliki makna yang sama. Meski menghasilkan berbagai persepsi baik yang pro maupun yang kontra, tidak bisa kita pungkiri bahwa dengan keterbatasan sumber-sumber pembiayaan dalam negeri, pinjaman luar negeri pemerintah telah menjadi salah satu sumber penting pembiayaan pembangunan nasional.

Sejak awal pemerintahan pada masa Orde Baru hingga pemerintahan pada akhir 1990-an, pinjaman luar negeri merupakan primadona dan menjadi pilihan utama dalam pembiayaan defisit APBN jika dibandingkan dengan sumber pembiayaan defisit lainnya. Karenanya pinjaman luar negeri menjadi terus meningkat dan terakumulasi dalam jumlah besar. Bila pada tahun 1966 jumlahnya baru mencapai US\$ 2.0 milyar, kemudian pada awal tahun 2016 jumlah pinjaman luar negeri terakumulasi menjadi hampir senilai US\$ 52 milyar. Kondisi ini didasarkan pada pertimbangan bahwa untuk jangka waktu yang panjang, pasar modal di Indonesia pada saat-saat itu masih belum berkembang (*underdeveloped*), sehingga sangat sulit untuk menghimpun sumber pembiayaan domestik.

Hal yang perlu untuk diwaspadai adalah pertimbangan bahwa pembiayaan keuangan negara melalui pinjaman luar negeri dapat menimbulkan beban fiskal dan neraca pembayaran yang mempunyai implikasi yang luas terhadap rakyat, termasuk generasi yang akan datang. Hal ini mendorong kepentingan publik untuk melakukan kontrol atas kebijakan pemerintah dalam pengadaan dan pengelolaan pinjaman luar negeri.

Pengelolaan pinjaman luar negeri perlu dilakukan secara sangat selektif, untuk menjamin terpenuhinya *financing gap* dan ketahanan fiskal yang berkesinambungan yang sesuai dengan kondisi ekonomi makro. Selain itu, penetapan biaya yang paling rendah dan tepat, penentuan kebijakan yang didasarkan pada prinsip-prinsip pemerintahan yang baik yang meliputi efisiensi, efektivitas, transparansi, dan akuntabilitas, serta pengelolaan yang dilakukan dengan penuh kehati-hatian dan kecermatan untuk meminimalkan risiko, merupakan prasyarat lain bagi terselenggaranya pengelolaan pinjaman yang lebih baik.

Di samping pinjaman luar negeri, terdapat diversifikasi beberapa alternatif instrumen pembiayaan defisit yang tersusun dalam portofolio pinjaman pemerintah. Instrumen pembiayaan defisit

lainnya yaitu dengan penerbitan obligasi negara atau disebut juga dengan Surat Utang Negara (SUN), dan sejak tahun 2008 telah diterbitkan pula satu instrumen baru yang merupakan bentuk lain dari surat utang tetapi dengan basis syariah Islam bernama Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dikenal juga dengan nama Sukuk yang diambil dari bahasa Arab dan merupakan jamak dari kata *sakk*, yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Strategi terhadap pengelolaan risiko utang berarti membuat pilihan-pilihan atas instrumen-instrumen yang ada sehingga membentuk karakteristik pembiayaan yang diinginkan apakah akan menggunakan bentuk pinjaman luar negeri, bentuk obligasi negara, maupun obligasi syariah. Juga menjadi pertimbangan apakah akan menggunakan sumber dari dalam negeri maupun luar negeri, dengan mata uang asing (valas) atau rupiah, dan yang tidak kalah penting adalah pertimbangan beban pengembalian utang yang di dalamnya terdapat unsur bunga untuk instrumen non-syariah.

Berdasarkan permasalahan di atas, maka penulis merasa tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul "Analisis Perbandingan Portofolio Utang Pemerintah Indonesia Dalam Risiko Pembiayaan Defisit".

1.2. Tujuan Penelitian

Pengelolaan atas utang pemerintah bisa meliputi banyak hal seperti pengelolaan administratif, penatausahaan dokumen, pengelolaan sumber daya manusia, dan salah satu yang terpenting adalah pengelolaan/manajemen risiko.

Tujuan penelitian ini terbatas untuk mengetahui risiko hokum, risiko pasar, dan risiko tingkat bunga yang terdapat pada instrumen pembiayaan defisit melalui utang pemerintah dan kemudian membandingkan setiap risiko dari masing-masing instrumen pembiayaan yang telah ditentukan.

Untuk itu, penelitian ini bertujuan menjawab pertanyaan terkait "Bagaimanakah Risiko Pada Utang Yang Digunakan Oleh Pemerintah Untuk Pembiayaan Defisit".

2. KERANGKA TEORI

Pengertian Keuangan Negara menurut pasal 1 ayat 1 UU nomor 17 tahun 2003 tentang Keuangan Negara adalah semua hak dan kewajiban negara yang dapat dinilai dengan uang, serta segala sesuatu baik berupa uang maupun berupa barang yang dapat dijadikan milik negara berhubung dengan pelaksanaan hak dan kewajiban tersebut.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa Keuangan Negara adalah segala sesuatu yang dapat dinilai dengan uang yang berkaitan dengan hak dan

kewajiban negara serta memiliki ruang lingkup yang berkaitan dengan pelaksanaan hak dan kewajiban tersebut.

Ruang lingkup Keuangan Negara menurut pasal 2 UU Nomor 17 tahun 2003 meliputi :

- i. Hak negara untuk memungut pajak, mengeluarkan dan mengedarkan uang, dan melakukan pinjaman;
- ii. Kewajiban negara untuk menyelenggarakan tugas layanan umum pemerintahan negara dan membayar tagihan pihak ketiga;
- iii. Penerimaan negara;
- iv. Pengeluaran negara;
- v. Penerimaan daerah;
- vi. Pengeluaran daerah;
- vii. Kekayaan negara/kekayaan daerah yang dikelola sendiri atau oleh pihak lain berupa uang, surat berharga, pinjaman barang, serta hak-hak lain yang dapat dinilai dengan uang, termasuk kekayaan yang dipisahkan pada perusahaan negara/perusahaan daerah;
- viii. Kekayaan pihak lain yang dikuasai oleh pemerintah dalam rangka penyelenggaraan tugas pemerintahan dan/atau kepentingan umum;
- ix. Kekayaan pihak lain yang diperoleh dengan menggunakan fasilitas yang diberikan pemerintah.

Dengan demikian berarti bahwa Keuangan Negara dapat dikelola langsung oleh pemerintah dan dapat pula dipisahkan pengelolaannya. Juga dapat dikatakan bahwa melakukan pinjaman adalah hak negara dan dikelola langsung oleh pemerintah.

Keuangan negara secara periodik tercermin dalam APBN, sedangkan APBN kita menggunakan sistem anggaran defisit.

2.1. Jenis-jenis Risiko

Menurut *Core Principle for Effective Banking Supervision (Basel Core principles)* di dalam *Compendium of documents produced by the Basel Committee on Banking Supervision* (2000), jenis-jenis risiko menurut dokumen tersebut adalah:

1. Risiko Kredit yaitu risiko (munculnya kerugian) yang disebabkan oleh kegagalan *counterparty* (debitur) dalam melaksanakan kewajiban-kewajibannya sesuai yang disyaratkan oleh kontrak/perjanjian.
2. Risiko Negara (*Country Risk*), yaitu risiko yang disebabkan oleh kondisi lingkungan ekonomi, sosial, politik dari negara asal *counterparty* (debitur). Risiko ini muncul dalam transaksi pinjaman lintas negara.
3. Risiko Pasar yaitu risiko (munculnya kerugian) yang disebabkan oleh pergerakan pasar.
4. Risiko Tingkat Bunga yaitu risiko yang disebabkan oleh pergerakan tingkat bunga di pasar.
5. Risiko Likuiditas yaitu risiko yang disebabkan oleh ketidakmampuan untuk mengakomodasi berkurangnya pasiva/ *liabilities*.
6. Risiko Operasional yaitu risiko yang disebabkan oleh pelanggaran atas ketentuan ketentuan internal.
7. Risiko Hukum yaitu risiko yang disebabkan oleh ketidakcukupan (*inadequacy*) atau kesalahan dalam pemberian pendapat hukum maupun dokumentasi hukum.
8. Risiko Reputasi yaitu risiko yang disebabkan oleh kegagalan di dalam operasional khususnya kegagalan dalam memenuhi ketentuan-ketentuan hukum.

2.2. Pinjaman Negara

Pemerintah perlu melakukan kegiatan-kegiatan untuk meningkatkan kesejahteraan rakyatnya. Kegiatan-kegiatan tersebut harus ditunjang dengan pengeluaran pemerintah yang dibiayai dengan penerimaan pemerintah.

Jika penerimaan pemerintah dalam APBN tidak mencukupi untuk menutup pengeluarannya, maka dibutuhkan sumber-sumber lain berupa pinjaman yang berasal dari dalam dan luar negeri (pinjaman negara). Pinjaman negara memainkan peranan penting dalam pengelolaan keuangan negara. Dalam kaitannya dengan keuangan negara, pinjaman negara adalah salah satu kewajiban pemerintah. *The World Bank, Global Development Finance* (2002) mendefinisikan pinjaman negara sebagai berikut:

"...the sum of all domestic and external obligation of public debtors which include the central government and its agencies, states, provinces or similar political subdivision including their agencies and autonomous public bodies state enterprise and subsidiaries in which they have joint ownership with the private sector and a major shareholding...."

2.3. Beban Pinjaman Dalam Negeri Dan Pinjaman Luar Negeri

Pinjaman negara sebagai sumber pembiayaan pembangunan bisa jadi lebih baik jika dibandingkan dengan penarikan pajak. Dengan penarikan pajak berarti pendapatan masyarakat yang siap dibelanjakan akan berkurang. Hal ini tentu saja menurunkan tingkat konsumsi yang berarti akan menurunkan permintaan atas barang dan jasa.

Jika pembangunan dibiayai dari pinjaman negara, laju pertumbuhan ekonomi tidak akan terhambat kecuali jika persyaratan untuk pinjaman tersebut sangat memberatkan. Yang harus dicermati adalah

beban yang timbul dari adanya pinjaman tersebut. Menurut Sumiyarto (2007:23), beban pinjaman dapat berupa:

1) Untuk Pinjaman Dalam Negeri

Secara makro tidak ada beban langsung yang timbul dari pinjaman dalam negeri karena aliran kekayaan hanya terjadi dalam masyarakat suatu negara.

Beban tidak langsung yang timbul dari pinjaman dalam negeri adalah pajak yang digunakan untuk membayar pinjaman dalam negeri tersebut yang pada akhirnya akan mempengaruhi produksi dan konsumsi masyarakat.

2) Untuk Pinjaman Luar Negeri

Beban langsung dari pinjaman luar negeri adalah adanya cicilan dari pokok pinjaman dan bunga atas pinjaman yang harus dibayar dalam periode tertentu. Disamping itu ada biaya lain yang harus dibayarkan kepada negara pemberi pinjaman seperti *legal fee*, *management fee*, dan *commitment fee*.

Beban tidak langsung dari pinjaman luar negeri adalah pengaruh yang terjadi dalam bidang produksi dan konsumsi melalui pungutan pajak yang digunakan untuk membayar pokok dan bunga pinjaman tersebut. Pungutan pajak akan mengurangi kemampuan produksi dan konsumsi masyarakat.

2.4. Pemilihan Antara Pinjaman Luar Negeri Atau Dalam Negeri

Pinjaman dalam negeri dan luar negeri mempunyai karakteristik yang berbeda. Jika perbedaan tersebut hanya dari sumber atau asal pinjaman, tentu tidak sulit untuk menentukan pilihan pinjaman mana yang akan dipakai untuk membiayai defisit anggaran. Menurut Sumiyarto (2007:24), beberapa pertimbangan yang berhubungan dengan sifat pinjaman yang diterima yaitu antara lain:

1) Masa Penerimaan Pinjaman

Pinjaman dalam negeri akan menyebabkan jumlah kekayaan yang berada di tangan swasta berkurang sebesar jumlah pinjaman kepada pemerintah karena tidak ada aliran dana yang masuk. Akibatnya pendapatan sektor swasta pada masa-masa berikutnya akan berkurang karena tingkat investasi mereka juga berkurang.

Sedangkan pinjaman luar negeri akan menyebabkan aliran kekayaan ke negara peminjam. Hal ini tidak mengurangi kekayaan yang ada pada masyarakat sehingga pendapatan sektor swasta masih bisa meningkat di masa mendatang.

2) Masa Pembayaran Kembali Pinjaman

Pembayaran bunga dan cicilan utang untuk pinjaman dalam negeri hanya berupa pemindahan kekayaan dari satu kelompok kepada kelompok lain di negara yang sama. Pinjaman dalam negeri tidak akan mengurangi kesejahteraan masyarakat suatu negara.

Pinjaman yang berasal dari luar negeri akan disertai bunga dan biaya lain yang akan dipikul oleh generasi yang akan datang. Mereka akan dipungut pajak untuk membayar utang yang dibuat pada masa kini. Sehingga kita harus memindahkan kekayaan generasi yang akan datang ke luar negeri untuk mengembalikan pinjaman.

3) Tersedianya Dana Dari Pinjaman Dalam Negeri

Faktor ketersediaan dana dari dalam negeri merupakan salah satu alasan mengapa negara-negara berkembang meminjam ke luar negeri. Di samping itu pinjaman luar negeri bisa lebih menguntungkan daripada pinjaman dalam negeri.

Dari berbagai pertimbangan di atas, pemerintah harus lebih cermat dalam memilih sumber pembiayaan. Meskipun saat ini diupayakan komposisi pinjaman lebih ditekankan pada pinjaman dalam negeri, namun pinjaman luar negeri masih mempunyai peranan yang sangat penting dalam membiayai defisit anggaran. Alasan pemerintah masih menggunakan pinjaman luar negeri tersebut adalah:

- Ketersediaan dana. Terdapat banyak negara maupun lembaga asing yang memberikan pinjaman serta jenis pembiayaan yang lebih bervariasi. Hal ini memungkinkan pemerintah untuk memilih pinjaman yang paling menguntungkan dengan risiko terendah.
- Pinjaman luar negeri biasanya berbentuk valuta asing, yang dapat digunakan untuk impor dan stabilitas neraca pembayaran.
- Pinjaman luar negeri pada umumnya memiliki maturity (jangka waktu pengembalian utang) yang cukup panjang.

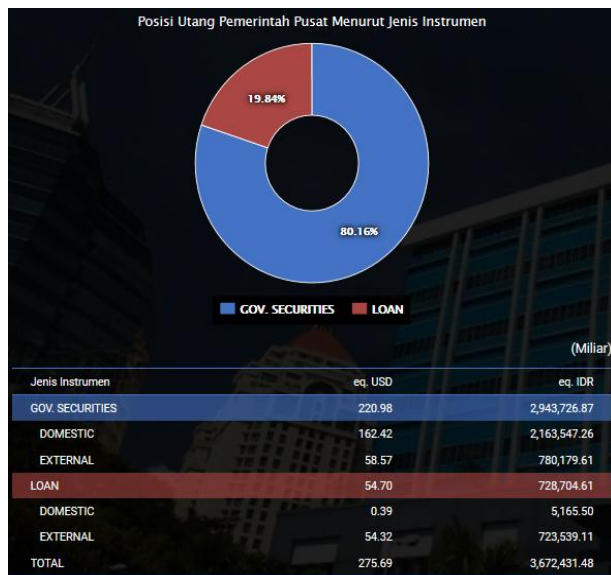
Dengan uraian di atas, maka jelas bahwa pinjaman negara adalah setiap penerimaan negara baik dari dalam maupun luar negeri, berupa mata uang rupiah maupun valas yang menimbulkan kewajiban untuk mengembalikan dengan segala persyaratannya sebagaimana yang telah disepakati.

2.5. Instrumen Utang Pemerintah

Mengacu pada UU Nomor 24 Tahun 2002, bab III pasal 4 yang menyatakan bahwa SUN diterbitkan untuk tujuan membiayai defisit APBN; UU Nomor 1 Tahun 2004, bab V, pasal 38 ayat 1 yang menyatakan Menteri Keuangan dapat menunjuk pejabat yang diberi kuasa atas nama Menteri Keuangan untuk mengadakan utang negara atau menerima hibah yang berasal dari dalam negeri ataupun dari luar negeri

sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan dalam UU APBN; dan UU Nomor 19 Tahun 2008, bab III pasal 4 yang menyatakan bahwa SBSN diterbitkan dengan tujuan untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara termasuk membiayai pembangunan proyek, maka dapat diketahui bahwa instrumen pinjaman Indonesia terdiversifikasi ke dalam Pinjaman Luar Negeri, SUN, dan SBSN.

Gambar 1: Posisi Utang Pemerintah



*sumber: www.djppr.keenkeu.go.id status pada tanggal 31 Mei 2017

A. Pinjaman Luar Negeri

Menurut Peraturan Pemerintah nomor 10 tahun 2011 tentang Tata Cara Pengadaan Pinjaman Luar Negeri Dan Penerimaan Hibah mendefinisikan:

“Pinjaman luar negeri adalah setiap pembiayaan melalui utang yang diperoleh Pemerintah dari Pemberi Pinjaman Luar Negeri yang diikat oleh suatu perjanjian pinjaman dan tidak berbentuk surat berharga negara, yang harus dibayar kembali dengan persyaratan tertentu”

Sedangkan yang dimaksud dengan pemberi pinjaman luar negeri menurut Peraturan Pemerintah nomor 10 tahun 2011 adalah kreditor yang memberikan pinjaman kepada Pemerintah. Sehingga secara garis besar dapat dipahami bahwa pinjaman luar negeri adalah setiap penerimaan dari luar negeri yang menimbulkan kewajiban untuk mengembalikan beserta segala persyaratannya sebagaimana yang telah disepakati.

Menurut Munawar (2005:3), secara umum pinjaman luar negeri mempunyai karakteristik sebagai berikut:

- Keberadaannya hanya sebagai pelengkap, dan bukan merupakan sumber utama pembiayaan.

- Diupayakan persyaratan selunak mungkin, sehingga beban yang ditimbulkan tidak terlalu memberatkan.
- Pengadaannya tidak disertai dengan ikatan politik.
- Pengadaannya harus dikaitkan dengan kemampuan pemerintah untuk membayar kembali.

Sedangkan menurut Soedjaswikno (2008:4), karakteristik pinjaman luar negeri adalah:

- Penerimaan negara dalam bentuk devisa maupun devisa yang dirupiahkan.
- Diperoleh dari pemberi pinjaman luar negeri dengan kewajiban membayar kembali.
- Memiliki persyaratan dan perikatan dalam proses pengadaannya.

Dengan demikian dapat dipahami bahwa pinjaman luar negeri memiliki kewajiban pengembalian dan persyaratan dalam proses pengadaannya, sehingga tidak dapat dijadikan sebagai sumber pembiayaan yang utama.

Menurut Munawar (2005:7), pinjaman luar negeri di Indonesia secara umum dikelompokkan berdasar sumber pinjaman dan syarat pengembalian yaitu:

1) Menurut Sumber atau Asalnya

- Negara asing (bilateral), baik yang tergabung dalam CGI (Consultative Group on Indonesia) maupun tidak.
- Lembaga multilateral.
- Lembaga keuangan dan lembaga non keuangan asing
- Lembaga keuangan non asing.

2) Menurut Syarat Pengembaliannya

- Pinjaman lunak (Soft Loan) adalah pinjaman yang masa pengembaliannya sekitar 25 tahun atau lebih, termasuk grace period 7 tahun atau lebih dengan tingkat bunga yang rendah yaitu maksimal 3,5% per tahun.
- Fasilitas Kredit Ekspor (Credit Export Facilities/FKE) adalah pinjaman berupa kredit yang berasal dari negara pengekspor dengan jaminan dari pemerintahnya. Persyaratan yang diajukan, yaitu dengan persyaratan yang lebih mahal dari pinjaman lunak namun biasanya lebih ringan dari pinjaman komersial. dengan masa pengembalian antara delapan sampai sepuluh tahun. FKE bersifat tied-loan yaitu sebagian besar kredit yang diberikan digunakan untuk mengimpor barang dari negara pemberi kredit.

FKE sendiri terdiri dari dua macam, yaitu:

- Supplier Credit adalah pinjaman yang diberikan kepada supplier dan dananya

berasal dari bank/lembaga keuangan di negara supplier, kemudian dana tersebut dipinjamkan ke negara pengimpor.

- b. Buyer's credit adalah pinjaman yang diberikan kepada pembeli (pengimpor) dan dananya disediakan oleh bank/ lembaga keuangan di negara pengeksport, yang kemudian dibayarkan kepada supplier untuk membiayai barang/jasa yang diimpor dari negara yang bersangkutan.
- 3) Pinjaman Komersial adalah pinjaman yang diperoleh dari perbankan atau lembaga keuangan internasional dalam bentuk valuta dengan syarat komersial sesuai dengan keadaan pasar
 - 4) Pinjaman campuran adalah pinjaman yang terdiri atas dua atau lebih pinjaman, sebagai contoh:
 - i. campuran pinjaman lunak dengan hibah atau dengan kredit ekspor
 - ii. campuran antara pinjaman lunak, hibah dan fasilitas kredit ekspor

B. Surat Berharga Negara

Surat Utang Negara (SUN) adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang Rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh negara, sesuai dengan masa berlakunya

SUN dan pengelolaannya diatur dalam UU Nomor 24 Tahun 2002 tentang SUN. UU Nomor 24 Tahun 2002 memberi kepastian bahwa:

- i. Penerbitan SUN hanya untuk tujuan-tujuan tertentu.
- ii. Pemerintah wajib membayar bunga dan pokok SUN yang jatuh tempo.
- iii. Jumlah SUN yang akan diterbitkan setiap tahun anggaran harus memperoleh persetujuan DPR dan dikonsultasikan terlebih dahulu dengan Bank Indonesia.
- iv. Perdagangan SUN diatur dan diawasi oleh instansi berwenang.
- v. Memberikan sanksi hukum yang berat dan jelas terhadap penerbitan oleh pihak yang tidak berwenang dan atau pemalsuan SUN.

C. Surat Berharga Syariah Negara

Sebagaimana halnya negara-negara berkembang lainnya, kondisi perekonomian nasional juga masih ditandai adanya keterbatasan daya dukung APBN dan rendahnya partisipasi aktif masyarakat dalam menggerakkan pembangunan sektor ekonomi. Hal tersebut, telah mendorong pemerintah untuk lebih meningkatkan sumber-sumber penerimaan dalam rangka pembiayaan APBN, antara lain dengan

mengembangkan instrumen pembiayaan berbasis syariah.

Menurut UU Republik Indonesia nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), atau dapat disebut Sukuk atau Sukuk Negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. SBSN diterbitkan dengan tujuan untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara termasuk membiayai pembangunan proyek.

Menurut Penjelasan Umum UU nomor 19 tahun 2008 tentang SBSN, selain untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan APBN, penerbitan instrumen pembiayaan berbasis syariah juga diperlukan dalam rangka pengembangan pasar keuangan syariah dalam negeri, antara lain untuk: (i) memperkuat dan meningkatkan peran sistem keuangan berbasis syariah di dalam negeri; (ii) menciptakan benchmark instrumen keuangan syariah, baik di pasar keuangan syariah domestik maupun internasional; (iii) mengembangkan alternatif instrumen investasi, baik bagi investor dalam negeri maupun luar negeri yang mencari instrumen keuangan berbasis syariah (syariah-compliant instruments); dan (iv) mendorong pertumbuhan pasar keuangan syariah di Indonesia.

Masih menurut penjelasan UU SBSN, konsep keuangan Islam didasarkan pada prinsip moralitas dan keadilan. Oleh karena itu, sesuai dengan dasar operasionalnya yakni syariah Islam yang bersumber dari Al Qur'an dan Hadist serta Ijma, instrumen pembiayaan syariah harus selaras dan memenuhi prinsip syariah, yaitu antara lain transaksi yang dilakukan oleh para pihak harus bersifat adil, halal, thayyib, dan maslahat. Selain itu, transaksi dalam keuangan Islam sesuai dengan syariah harus terbebas dari unsur larangan berikut: (1) Riba, yaitu unsur bunga atau return yang diperoleh dari penggunaan uang untuk mendapatkan uang (money for money); (2) Maysir, yaitu unsur spekulasi, judi, dan sikap untung-untungan; dan (3) Gharar, yaitu unsur ketidakpastian yang antara lain terkait dengan penyerahan, kualitas, kuantitas, dan sebagainya. Karakteristik lain dari penerbitan instrumen keuangan syariah yaitu memerlukan adanya transaksi pendukung (underlying transaction), yang tata cara dan mekanismenya bersifat khusus dan berbeda dengan transaksi keuangan pada umumnya. Oleh karena itu, mengingat instrumen keuangan berdasarkan prinsip syariah sangat berbeda dengan instrumen keuangan konvensional, untuk keperluan penerbitan instrumen pembiayaan syariah tersebut perlu adanya pengaturan secara khusus, baik yang menyangkut instrumen maupun perangkat yang diperlukan.

Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi

maupun negara adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah, atau secara internasional dikenal dengan istilah Sukuk. Instrumen keuangan syariah ini berbeda dengan surat berharga konvensional. Perbedaan yang prinsip antara lain surat berharga berdasarkan prinsip syariah menggunakan konsep Imbalan bukan bunga sebagaimana dikenal dalam instrumen keuangan konvensional dan diperlukannya sejumlah tertentu aset yang digunakan sebagai dasar untuk melakukan transaksi dengan menggunakan Akad berdasarkan prinsip syariah.

Instrumen pembiayaan berbasis syariah pada dasarnya berlandaskan pada prinsip moralitas dan keadilan yang bersifat universal dengan dasar operasionalnya berupa syariah Islam, yang sumber utamanya berasal dari Al Qur'an dan Hadist, serta sumber pendukung lain berupa Ijma, Qiyas, dan Ijtihad. Oleh karena itu, penerbitan dan pengelolaannya juga harus senantiasa selaras dan memenuhi prinsip-prinsip syariah, yaitu antara lain transaksi yang dilakukan oleh para pihak harus bersifat adil, halal, thayyib, dan maslahat, serta senantiasa terbebas dari berbagai unsur larangan dalam syariah seperti riba (usury), gharar (uncertainty) dan maysir (gambling).

Instrumen pembiayaan syariah dapat berupa pinjaman berbasis syariah dalam bentuk kredit pembiayaan baik bersifat bilateral, multilateral, maupun komersial, serta pinjaman secara langsung kepada investor melalui mekanisme pasar keuangan dengan penerbitan surat berharga berbasis syariah atau sukuk. UU nomor 19 tahun 2008 tentang SBSN menjelaskan bahwa pada dasarnya sukuk adalah surat berharga yang tidak jauh berbeda dengan obligasi konvensional, namun sukuk memiliki karakteristik khusus antara lain (i) merupakan bagian kepemilikan yang tidak terbagi (undivided ownership share) atas aset/proyek/jasa tertentu; (ii) imbalan (return) yang diberikan kepada pemegang sukuk bukan berupa bunga (interest), melainkan pembayaran sewa (rent) atau imbalan (fee) atas penggunaan manfaat aset, tambahan margin atau mark up atas harga pokok penjualan, atau bagi hasil atas pendapatan atau keuntungan (revenue sharing/profit sharing) dari kegiatan usaha; dan (iii) keharusan adanya real asset yang digunakan sebagai dasar untuk melakukan transaksi (underlying asset) dalam rangka penerbitan sukuk.

Sesuai dengan UU No. 19 Tahun 2008, SBSN yang dapat diterbitkan oleh pemerintah adalah dalam bentuk:

- i. SBSN dengan warkat (scrip); dan dengan bentuk tanpa warkat (scripless).
- ii. SBSN yang dapat diperdagangkan di pasar sekunder; dan SBSN yang tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder.

- iii. Sementara itu, jenis SBSN sesuai dengan akad yang digunakan, antara lain:
- iv. SBSN Ijarah;
- v. SBSN Musyarakah;
- vi. SBSN Mudharabah;
- vii. SBSN Istishna;
- viii. SBSN dengan akad lain/kombinasi sepanjang sesuai dengan prinsip syariah.

2.6. Risiko Pinjaman Atau Utang

Istilah risiko memiliki berbagai definisi. Menurut Jurnal Akuntansi Pemerintah (2006:82) risiko adalah kemungkinan kejadian atau keadaan yang dapat mengancam pencapaian tujuan dan sasaran organisasi. Dalam Jurnal Akuntansi Pemerintah (Vaughan, 2006:83) juga dikemukakan definisi lain dari risiko yaitu *Risk is the chance of loss* (Risiko adalah kemungkinan kerugian). *Chance of loss* berhubungan dengan suatu *exposure* (keterbukaan) terhadap kemungkinan kerugian.

Jadi risiko pinjaman negara merupakan kemungkinan timbulnya kerugian negara di kemudian hari diakibatkan sesuatu hal terkait dengan pinjaman yang dilakukan.

Sedangkan menurut Batuparan (2001:3), diantara jenis-jenis risiko yang ada adalah:

- i. Risiko hukum, yaitu risiko yang disebabkan oleh ketidakcukupan (*inadequacy*) atau kesalahan dalam pemberian pendapat hukum maupun dokumentasi hukum.
- ii. Risiko pasar, yaitu risiko yang disebabkan oleh pergerakan harga di pasar.
- iii. Risiko tingkat bunga, yaitu risiko yang disebabkan oleh pergerakan tingkat bunga di pasar.

2.7. Pengelolaan Utang

Menurut Suminto (International Monetary Fund and World Bank, 2006:1), yang dimaksud dengan pengelolaan pinjaman adalah proses penyusunan dan pelaksanaan strategi untuk mengelola utang pemerintah dengan tujuan untuk meningkatkan penggunaan dana, mencapai tujuan yang berkaitan dengan biaya dan risiko serta untuk memenuhi tujuan lain yang telah ditetapkan.

Pengelolaan pinjaman yang baik sangat diperlukan oleh suatu negara. Pemerintah suatu negara harus memberikan perhatian yang besar terhadap utang, baik yang dilakukan oleh swasta maupun pemerintah agar pengelolaan pinjaman menjadi lebih efektif.

Pengelolaan pinjaman yang baik menurut Asian Development Bank (2005) meliputi hal-hal sebagai berikut:

- i. **Penyusunan Anggaran dan Peraturan Hukum**
Untuk menghindari jumlah pinjaman yang tidak terkendali, maka yang berhak melakukan pinjaman hanya orang atau badan yang mempunyai otorisasi yang cukup. Pinjaman yang akan dilakukan harus diotorisasi dan tercantum dalam anggaran suatu negara. Selain itu diperlukan pula peraturan yang secara tegas mengatur pinjaman yang dilakukan oleh negara tersebut, sehingga mempunyai dasar hukum yang kuat dan dapat dijadikan acuan.
 - ii. **Transparansi dan Predictability**
Tujuan dari kebijakan pengelolaan pinjaman harus jelas dan dipublikasikan kepada masyarakat. Tujuannya antara lain untuk membiayai defisit anggaran atau untuk membiayai suatu proyek dan meminimalkan cost of borrowing. Untuk mengurangi ketidakpastian, diusahakan mendapatkan pinjaman yang membebaskan biaya terendah. Disamping itu dibuat pula rencana pinjaman secara periodik.
 - iii. **Akuntansi**
Pengelolaan pinjaman harus diakuntansikan dalam double-entry system yang memungkinkan adanya sisi debit dan kredit untuk setiap transaksi.

Selain itu, menurut Bank Dunia (2002), pengelolaan utang juga harus memperhatikan pedoman sebagai berikut:
 - i. **Tujuan Pengelolaan Utang dan Koordinasi**
Tujuan pengelolaan utang adalah untuk memastikan bahwa utang dan pembayarannya dilakukan pada biaya yang terendah dengan tingkat risiko yang terkecil. Pengelola utang, pembuat kebijakan fiskal dan bank sentral harus memahami bahwa kebijakan yang dibuat akan saling terkait satu sama lain sehingga dalam perumusan kebijakan, mereka harus saling berkoordinasi dan menghindari tumpang tindih fungsi.
 - ii. **Transparansi dan Akuntabilitas**
Pembagian tugas, peran dan tujuan yang jelas unit pengelola utang, adanya proses yang terbuka dalam penyusunan dan pelaporan, dan menyediakan informasi yang cukup kepada masyarakat mengenai kebijakan pengelolaan utang.
 - iii. **Akuntabilitas pengelola utang.**
 - iv. **Institusi**
 - v. **Strategi Pengelolaan Utang**
Setiap risiko yang dihadapi oleh pemerintah harus dipantau dan dievaluasi secara hati-hati. Pengelola utang harus mengelola risiko yang berhubungan dengan valuta asing dan tingkat bunga. Hal ini karena tingkat bunga yang berlaku serta nilai tukar mata uang bergerak dinamis dan berubah-ubah. Untuk itu diperlukan kebijakan pengelolaan yang efektif.
 - vi. **Kerangka Pengelolaan Risiko**
Kerangka tersebut bertujuan untuk memudahkan pengelola utang untuk mengidentifikasi dan mengelola perkiraan biaya dan risiko yang akan terjadi akibat pinjaman. Selain itu, pengelola utang juga harus memperhatikan adanya kewajiban yang diestimasi (contingent liabilities) dalam membuat keputusan yang berhubungan dengan pinjaman.
 - vii. **Menciptakan Pasar yang Efisien untuk Instrumen Keuangan Pemerintah**
Hal ini bisa dilakukan dengan mendiversifikasi instrumen portofolio, pengembangan pasar perdana dan sekunder instrumen keuangan pemerintah.

Untuk utang jangka menengah dan jangka panjang, prosedur pengelolaan pinjaman menurut ADB (2005) adalah sebagai berikut:
 - i. **Penandatanganan Agreement**
Setiap pinjaman yang dilakukan harus berdasarkan pada persetujuan kedua belah pihak, yang tertuang dalam perjanjian (Agreement). Perjanjian tersebut harus ditandatangani oleh pejabat yang berwenang.
 - ii. **Pencatatan Transaksi**
Setiap transaksi pinjaman harus dicatat, yang meliputi kontrak, penarikan, tanggal jatuh tempo, pembayaran, penjadwalan utang, pembatalan dan perubahan syarat-syarat pinjaman.
 - iii. **Pelaporan Utang**
Sistem pelaporan untuk utang harus dibuat sesuai dengan kebutuhan antara lain analisis makro, monitoring anggaran, serta negosiasi dengan pemberi pinjaman.
 - iv. **Akuntansi**
Pengelolaan pinjaman diakuntansikan dalam *double-entry system*. Akuntansi yang diterapkan harus sesuai dengan standar akuntansi yang berlaku.
- ### 3. METODE PENELITIAN
- Penelitian ini direncanakan untuk menggunakan metode kualitatif, dengan melakukan penelitian secara bertahap untuk mendapatkan data-data yang relevan untuk digunakan dalam analisis serta perbandingan risiko utang pemerintah.
- #### 3.1. Pengumpulan Data
- Karena ruang lingkup penelitian ini adalah mengenai utang luar negeri (*foreign debt*) dan surat berharga negara (obligasi) sebagai instrumen pembiayaan defisit anggaran Pemerintah Indonesia,

maka dalam memperoleh dan mengumpulkan data yang digunakan sebagai bahan penulisan skripsi ini sumber data diperoleh dari laporan pemerintah yang dapat dipublikasikan, nota dinas (bukan rahasia Negara), Prosedur Operasional Kerja (SOP), Agreement / Perjanjian Perikatan, Undang-undang, Peraturan Pemerintah, Peraturan Menteri Keuangan, Modul, dan artikel lain yang relevan dengan menggunakan dua metode yaitu:

1. Observasi

Penulis melakukan pengumpulan data di lapangan dengan mengunjungi objek penelitian untuk melaksanakan studi langsung sehingga dapat melakukan hal-hal yang menunjang pengolahan data menjadi informasi yang akurat sehingga dapat mendukung penulisan penelitian.

2. Telaah Dokumen

Telaah dokumen dilakukan dengan membaca dan memahami berbagai dokumen, kebijakan, catatan, laporan, literatur, artikel-artikel lain yang berhubungan dengan materi skripsi, peraturan perundangan, dan sumber lainnya untuk dijadikan dasar pembahasan masalah.

3.2. Tahapan Penelitian

Data yang diperoleh dengan rentang waktu tertentu akan dianalisis secara sederhana untuk kemudian dimasukkan dalam tabel matriks dan dilakukan skoring untuk mengetahui risiko yang ada pada masing-masing instrumen beserta klasifikasi risiko yang melekat pada masing-masing instrumen tersebut sehingga dapat memudahkan dalam melakukan penilaian dan kemudian menentukan pilihan terbaik atas alternatif instrumen pembiayaan yang dimiliki.

Setiap risiko yang melekat akan diberikan penilaian untuk masing-masing instrumen.

- Untuk risiko hukum, akan dilakukan analisis terhadap faktor-faktor yang berpengaruh, dalam hal ini adalah pihak yang melakukan perikatan hukum, hukum yang dipilih sebagai dasar perikatan, dan dokumen perikatan hukum.
- Untuk risiko pasar akan dilakukan analisis dengan melihat penggunaan *country risk classification* dan penerbitan dalam valas.
- Risiko tingkat bunga akan dianalisis dengan melihat pengenaan bunga dan variasi jenis bunga yang digunakan.

Setelah tingkat risiko masing-masing diketahui, akan digunakan skor/skala. Dalam skor/skala ini akan digunakan lima interval penilaian berdasarkan pada

potensi frekuensi terjadinya dan pada dampak yang ditimbulkan dari risiko ini.

Tabel 1: Matriks Pengembangan Instrumen Penelitian

Fokus Pemasalahan (1)	Variabel (2)	Aspek Penelitian (3)	Sub Aspek Penelitian (4)	Sumber Data (5)	Instrumen (6)	Hasil Yang Diharapkan (7)	Implikasi (8)
Bagaimanakah Risiko Pada Utang Yang Digunakan Oleh Pemerintah Untuk Pembiayaan Defisit	Risiko utang Pemerintah Indonesia	Risiko Hukum	1. Risiko pinjaman Luar Negeri 2. Risiko SUN 3. Risiko SBSN	Dokumen (data sekunder pada Kementerian Keuangan)	Telaah dokumen dan studi empiris	Pemetaan Risiko masing-masing instrumen dan Perbandingan Risiko utang Pemerintah Indonesia	1. Pemilihan <i>Line Financing Policy</i> 2. <i>Cost Minimization</i> 3. <i>Risk Management</i> 4. Monitoring dan Evaluasi
		Risiko Pasar	1. Risiko pinjaman Luar Negeri 2. Risiko SUN 3. Risiko SBSN	Dokumen (data sekunder pada Kementerian Keuangan)	Telaah dokumen dan studi empiris		
		Risiko Tingkat Bunga	1. Risiko pinjaman Luar Negeri 2. Risiko SUN 3. Risiko SBSN	Dokumen (data sekunder pada Kementerian Keuangan)	Telaah dokumen dan studi empiris		

4. HASIL PENELITIAN

Dari hasil observasi dan penelaahan dokumen yang diperoleh selama penelitian, dihasilkan beberapa poin penting berikut ini.

4.1. Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap Risiko

Dari telaah dokumen perjanjian pinjaman dan dokumen lain yang terkait, peraturan yang berlaku serta observasi di lapangan, diperoleh faktor yang mempengaruhi risiko sebagaimana disebutkan dalam *Compendium of documents produced by the Basel Committee on Banking Supervision* (2000) dan juga oleh Batuparan (2001) dan yang relevan dan melekat pada instrumen utang.

Pembahasan dibatasi sesuai dengan jenis risiko yang ditentukan sebelumnya yaitu risiko hukum, risiko pasar, dan risiko tingkat bunga dengan penjelasan diuraikan sebagaimana berikut.

A. Risiko Hukum

Risiko hukum merupakan risiko yang berkaitan dengan peraturan dan sanksi atas pelanggaran aturan tersebut. Dalam hal ini, peraturan dan sanksi sebagaimana dimaksud akan berlaku pada perikatan perjanjian terhadap pinjaman yang dilakukan. Menurut sudut pandang penulis dengan berdasarkan pengalaman dan pendapat dari beberapa sumber, terdapat beberapa faktor utama yang akan mempengaruhi risiko hukum dalam perikatan perjanjian utang tersebut. Faktor-faktor yang dianggap paling berpengaruh tersebut dan akan menjadi bagian penelitian ini adalah sebagai berikut:

1) Pihak-pihak Yang Melakukan Perikatan

Pihak-pihak yang melakukan perikatan ini dapat berupa pribadi, badan hukum, maupun pemerintah

yang dalam hal perikatan perjanjian utang ini memiliki kedudukan khusus sebagai *sovereign party* (pihak yang memiliki kedaulatan).

2) Hukum Yang Memayungi Perikatan Perjanjian

Hukum perikatan perjanjian memiliki wilayah yang sangat luas. Oleh karena itu masing-masing perikatan perjanjian yang dilakukan oleh pihak-pihak yang berkepentingan masing-masing memilih batasan-batasan hukum yang akan menjadi payung perjanjian yang mengikat mereka. Hukum yang dapat dijadikan payung dalam perikatan ini dapat berupa hukum nasional, hukum internasional, hukum agama, atau hukum adat sekalipun. Masing-masing pilihan hukum akan memberikan perlindungan dan konsekuensi yang sangat bervariasi, namun demikian pemilihan mengenai hukum mana yang akan digunakan, mutlak menjadi hak pihak-pihak yang melakukan perikatan untuk memilih dan menyepakati.

3) Dokumen Perikatan Perjanjian

Setelah pihak-pihak yang melakukan perikatan dan hukum yang menjadi payung perikatan perjanjian, maka dokumen perikatan perjanjian menjadi hal yang tidak kalah penting. Dalam dokumen perikatan perjanjian inilah ditegaskan masing-masing hak dan kewajiban serta konsekuensi dari pihak-pihak yang melakukan perikatan.

B. Risiko Pasar

Risiko pasar adalah risiko yang sangat erat kaitannya dengan dinamika pasar. Dalam hal perikatan perjanjian pinjaman ini, pasar yang dimaksud dapat bersifat sangat luas baik dalam skala nasional maupun internasional. Pengaruh pasar akan sangat signifikan dalam perikatan ini, dan faktor utama yang menjadi titik berat adalah sebagai berikut:

1) Daya Serap Pasar Terhadap Komitmen Utang

Setiap komitmen utang yang akan dilakukan oleh pemerintah sangat bergantung dengan kemampuan pasar memenuhi kebutuhan pemerintah melalui komitmen utang yang ditawarkan. Setiap pembiayaan defisit memang berarti akan menggantungkan sumber pembiayaan eksternal karena pembiayaan yang diperlukan tidak dapat dipenuhi dari dana pemerintah. Dengan keadaan demikian ini berarti pembiayaan defisit yang dilakukan pemerintah sangat bergantung dengan seberapa besar pasar mampu menyerap dari keseluruhan komitmen yang ditawarkan. Apabila pasar memiliki daya serap rendah, ini berarti kebutuhan pembiayaan yang direncanakan memiliki potensi risiko untuk tidak dapat dipenuhi sehingga juga akan menghambat rencana pembangunan.

2) Pergerakan Nilai-nilai Yang Terjadi di Pasar

Pasar keuangan adalah sesuatu yang sangat dinamis. Banyak sekali faktor yang berpengaruh dan saling mempengaruhi di sana. Dengan kondisi yang sangat dinamis dan ruang lingkup yang demikian luas, penulis mencoba melihat faktor yang dapat digunakan sebagai bagian dari penelitian ini adalah pergerakan nilai tukar mata uang dan pergerakan *country risk classification*.

C. Risiko Tingkat Bunga

Risiko tingkat bunga adalah risiko terkait dengan perubahan naik turun suku bunga perbankan. Bunga merupakan biaya utama yang pasti dikeluarkan dalam perjanjian pinjaman non-syariah, hal ini dikarenakan pihak pemberi pinjaman memang berusaha mencari keuntungan terbesar melalui tingkat bunga tersebut. Dalam penelitian ini, risiko terhadap tingkat bunga ini diasumsikan dipengaruhi oleh faktor berikut:

1) Dikenakan Bunga atau Tidak

Pengenaan bunga atau tidak dalam hal ini sangat erat dengan jenis utang yang dilakukan. Jika menggunakan prinsip konvensional (atau dikenal juga dengan prinsip riba), maka terdapat pengenaan dari salah satu jenis bunga, sedangkan jika menggunakan prinsip syariah, maka pengenaan bunga ini tidak diperbolehkan sehingga dengan demikian tidak terdapat pengenaan bunga sama sekali.

2) Jenis pengenaan bunga yang dipilih

Jenis bunga yang dipilih akan sangat menentukan beban biaya yang ditanggung pada masa depan. Ada bunga yang bersifat tetap/*flat/fixed*, yaitu tingkat bunga dengan nilai tetap yang besarnya telah disepakati di awal. Dengan pengenaan bunga ini maka pergerakan suku bunga di pasar tidak akan banyak mempengaruhi beban yang dibayarkan, hanya saja nilai yang dibayarkan bisa menjadi lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan dengan suku bunga yang terjadi di pasar pada waktu yang akan datang. Sedangkan jenis pengenaan bunga yang lainnya adalah bunga mengambang/*floating*, yaitu pengenaan tingkat bunga yang disepakati metode perhitungannya tetapi untuk besarnya akan bergantung pada tingkat bunga di pasar sehingga besarnya dapat berubah-ubah dan tidak dapat dipastikan sebelumnya.

4.2. Pengukuran Risiko

Setiap risiko yang melekat akan diberikan diberikan penilaian untuk masing-masing instrumen.

- i. Untuk risiko hukum, akan dilakukan analisis terhadap faktor-faktor yang berpengaruh, dalam hal ini adalah pihak yang melakukan perikatan hukum, hukum yang dipilih sebagai dasar perikatan, dan dokumen perikatan hukum.

- ii. Untuk risiko pasar akan dilakukan analisis dengan melihat penggunaan *country risk classification* dan penerbitan dalam valas.
- iii. Risiko tingkat bunga akan dianalisis dengan melihat pengenaan bunga dan variasi jenis bunga yang digunakan.

Setelah dilakukan observasi dan telaah dokumen akan diperoleh faktor-faktor yang mempengaruhi masing-masing risiko, dan kemudian dipetakan dalam bentuk table sehingga diketahui apakah diperoleh adanya indikasi risiko dari masing-masing instrumen.

Tabel 2: Pemetaan Risiko

Jenis Instrumen	Risiko Hukum	Risiko Pasar	Risiko Tingkat Bunga
(1)	(2)	(3)	(3)
Pinjaman Luar Negeri	Ada/tidak	Ada/tidak	Ada/tidak
Surat Berharga Negara			
Surat Berharga Syariah Negara			

Selanjutnya dilakukan pengukuran risiko tersebut pada masing-masing instrumen utang dengan menggunakan penilaian terhadap beberapa aspek yaitu:

- 1) Untuk risiko hukum, akan dilakukan analisis terhadap faktor-faktor yang berpengaruh, dalam hal ini adalah pihak yang melakukan perikatan hukum, hukum yang dipilih sebagai dasar perikatan, dan dokumen perikatan hukum,.
- 2) Untuk risiko pasar akan dilakukan analisis dengan melihat penggunaan *country risk* dan jumlah penerbitan dalam valas yang terjadi dalam beberapa periode dengan menggunakan data pada Departemen Keuangan.
- 3) Risiko tingkat bunga akan dianalisis dengan melihat pengenaan bunga dan variasi jenis bunga yang digunakan.

Setelah tingkat risiko masing-masing diketahui, akan digunakan skoring dengan menggunakan skala likert. Dalam skoring ini akan digunakan lima interval penilaian berdasarkan pada potensi frekuensi terjadinya dan pada dampak yang ditimbulkan dari risiko ini.

Tabel 3: Skoring Risiko

Jenis Risiko	Instrumen	Tingkat Risiko	Skor
(1)	(2)	(3)	(4)
Risiko Hukum	a. Pinjaman Luar Negeri b. Surat Utang Negara c. Surat Berharga Syariah Negara	Sangat tinggi/tinggi/ sedang/ rendah/sangat rendah	Sangat Tinggi = 5 Tinggi = 4 Sedang = 3 Rendah = 2 Sangat Rendah = 1
Risiko Pasar			
Risiko Tingkat Bunga			

4.2.1. Risiko Hukum

Tabel 4: Perbandingan Risiko Hukum

Risiko	Jenis Instrumen	Pemicu Risiko	Tingkat Risiko	Skor	Rata-rata Skor
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RISIKO HUKUM	Pinjaman Luar Negeri	Faktor 1	Sangat Tinggi	5	4.9
		Faktor 2	Sangat Tinggi	5	
		Faktor 3	Sangat Tinggi	5	
		Faktor 4	Tinggi	4	
		Faktor 5	Sangat Tinggi	5	
		Faktor 6	Sangat Tinggi	5	
		Faktor 7	Sangat Tinggi	5	
		Faktor 8	Sangat Tinggi	5	
		Klausul 1 (9)	Sangat Tinggi	5	
		Klausul 2 (10)	Sangat Tinggi	5	
	Surat Utang Negara	Faktor 1	Rendah	2	1.5
		Faktor 2	Sangat Rendah	1	
	Surat Berharga Syariah Negara	Faktor 1	Sangat Rendah	1	1.0

A. Risiko Pinjaman Luar Negeri

Pinjaman luar negeri memiliki aspek hukum yang terbilang sangat kompleks jika dibandingkan dengan dua instrumen lainnya. Hal-hal yang menyebabkannya adalah beberapa fakta yang diperoleh penulis dari penelitian yang dilakukan dengan hasil bahwa pihak-pihak yang melakukan perikatan pada pengadaan pinjaman luar negeri terdiri dari *Borrower* yang merupakan tim Delegasi Republik Indonesia (DELRI) dan merupakan gabungan dari instansi-instansi pemerintah yang merupakan *stakeholders*, di pihak lain adalah pihak *Lender* yang merupakan pemberi pinjaman dan dapat berupa negara, lembaga keuangan internasional, maupun bank komersial berskala internasional.

Hukum yang memayungi perjanjian pinjaman luar negeri terdiri dari dua sisi. Sisi yang pertama adalah hukum yang berlaku internal pada masing-masing pihak baik *Borrower* maupun *Lender*. Sedangkan ketika telah memasuki ranah perjanjian pinjaman yang tertuang dalam *loan agreement*, maka akan dipilih satu hukum yang diterima oleh dunia internasional untuk menjadi payung ketika terjadi *dispute/sengketa*.

Dokumen perikatan perjanjian yang digunakan dalam perikatan perjanjian pinjaman luar negeri

adalah *loan agreement*. Di dalam *loan agreement* ini terdapat banyak sekali klausul hukum yang saling mengikat dengan konsekuensi yang sangat tinggi.

Dengan memperhatikan kondisi di atas, selama proses penelitian penulis menemukan beberapa faktor dan klausul dalam *loan agreement* yang berpotensi memicu risiko yaitu:

- 1) *Counterpart* telah berskala internasional dengan *legal officer* yang telah menguasai bidang hukum.
- 2) Unsur DELRI terdiri dari berbagai instansi yang tidak semua instansi memiliki *legal office/bureau*.
- 3) Perwakilan DELRI yang memiliki pengetahuan hukum hanya berasal dari Biro Hukum Kementerian Keuangan.
- 4) Pemerintah tidak menggunakan jasa pengacara/ahli hukum bertaraf internasional karena biaya yang sangat tinggi.
- 5) Aturan hukum Indonesia yang tetap harus dijadikan acuan oleh DELRI, sedangkan pihak *counterpart* pada umumnya tidak dapat menerima penerapan aturan hukum Indonesia.
- 6) Pihak *counterpart* akan mengusulkan hukum dari negara di luar Indonesia yang dapat diterima secara internasional, bahkan awalnya mereka juga akan mengajukan hukum negara mereka.
- 7) Hukum yang paling sering digunakan sebagai alternatif adalah hukum Inggris atau hukum Prancis.
- 8) Adanya mekanisme arbitrase dalam hal terjadi sengketa antar pihak yang mengikat perjanjian.
- 9) Klausul *Events of Default* memuat keadaan/kejadian yang menurut pandangan Pemberi Pinjaman mungkin dialami oleh Penerima Pinjaman, yang dapat dikategorikan sebagai pelanggaran janji, yang memberi hak pada Pemberi Pinjaman untuk menghentikan pinjaman dan/atau mempercepat masa berlaku pinjaman dengan meminta Penerima Pinjaman menyelesaikan kewajiban yang jatuh tempo.
- 10) Klausul *Waiver of Immunity* pelepasan kekebalan hukum dari Republik Indonesia selaku *sovereign party* atau negara yang berdaulat, sehingga kedudukannya menjadi sama dengan badan hukum lainnya yang dapat dituntut di muka hukum/pengadilan.

B. Risiko Surat Utang Negara

Risiko hukum pada Surat Utang Negara memiliki tingkat yang lebih lunak dibandingkan dengan pinjaman luar negeri. Hal ini disebabkan hukum tertinggi yang menjadi acuan dalam pengelolaan Surat Utang Negara adalah UU Nomor 24 Tahun 2002

tentang Surat Utang Negara, sehingga wilayah hukum yang mengatur pengelolaannya tetap berada di lingkup Republik Indonesia. Namun demikian berikut akan disajikan beberapa kondisi yang dapat memicu risiko, yaitu:

Pihak-pihak yang melakukan perikatan pada Surat Utang Negara adalah pemerintah Republik Indonesia dengan publik/investor yang tidak terbatas selama mereka mampu menampung dana yang memadai untuk mengikuti lelang SUN, sehingga nantinya melalui *Primary Dealers* SUN yang dilelang dapat terdistribusikan kepada mereka.

Hukum yang memayungi perjanjian Surat Utang Negara adalah UU Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara, dengan demikian keseluruhan penyelesaian hukum akan mengacu pada hukum nasional.

Dokumen perikatan perjanjian yang digunakan dalam Surat Utang Negara lebih merupakan peraturan perundangan dalam negeri dengan tidak menerbitkan dokumen perjanjian tambahan, sehingga semua peraturan yang tertuang dalam peraturan perundangan tersebutlah yang menjadi acuan hukum satu-satunya.

Dengan melihat kondisi di atas, selama proses penelitian penulis menemukan beberapa faktor yang dapat memicu risiko sebagai berikut:

- 1) Hukum yang digunakan adalah peraturan perundangan yang berlaku di Indonesia saja.
- 2) Pendapat hukum yang diperlukan hanya terbatas pada hukum internal Indonesia.

C. Risiko Surat Berharga Syariah Negara

Risiko hukum pada Surat Berharga Syariah Negara memiliki tingkat yang paling rendah dibandingkan dengan instrumen lainnya. Hal ini disebabkan hukum tertinggi yang menjadi acuan dalam pengelolaan SBSN adalah Al-Qur'an dan Hadist yang kemudian dituangkan secara operasionalnya dalam UU Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, sehingga hukum tertinggi yang digunakan sebagai acuan adalah hukum syariat yaitu Syariat Islam, dengan demikian terdapat kepastian hukum yang sangat tinggi karena telah bersifat tetap dan tidak berubah, sedangkan wilayah hukum yang mengatur pengelolaannya tetap berada di lingkup Republik Indonesia. Namun demikian berikut akan disajikan beberapa hal yang berkaitan dengan tingkat risiko, yaitu:

Pihak yang melakukan perikatan adalah pemerintah Republik Indonesia dengan Special Purpose Vehicle yang nantinya akan meneruskan akad dengan investor. SPV adalah pihak ketiga yang menjadi perantara pemerintah dengan investor namun

sekaligus memutuskan jalur transaksi pemerintah dengan investor, dengan demikian pemerintah hanya melakukan akad/perjanjian dengan SPV dan tidak berhubungan dengan investor. Selain itu, dalam pemberian pendapat hukum juga telah menggunakan jasa konsultan.

Tidak terdapat risiko hukum pada acuan hukum yang digunakan karena berpegang pada prinsip syariah yang memberikan kepastian dan bersifat tetap, sedangkan sifat *sovereignty* pemerintah juga masih tetap berlaku sehingga jaminan pemerintah dianggap *zero risk*.

Tidak dibuat dokumen perjanjian tambahan selain sebagaimana yang telah diatur dalam peraturan perundangan.

Dengan melihat kondisi di atas, maka penulis mendapatkan faktor risiko hukum yang sangat rendah pada SBSN yaitu pemberian pendapat hukum berkaitan dengan hukum agama, namun telah dikonsultasikan dengan konsultan hukum

4.2.2. Risiko Pasar

Tabel 5: Perbandingan Risiko Pasar

Risiko	Jenis Instrumen	Pemicu Risiko	Tingkat Risiko	Skor	Rata-rata Skor
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RISIKO PASAR	Pinjaman Luar Negeri	Faktor 1	Sangat Rendah	1	3.0
		Faktor 2	Sangat Tinggi	5	
		Faktor 3	Sedang	3	
	Surat Utang Negara	Faktor 1	Rendah	2	2.5
		Faktor 2	Sedang	3	
	Surat Berharga Syariah Negara	Faktor 1	Sangat Rendah	1	2.0

A. Risiko Pinjaman Luar Negeri

Pinjaman luar negeri memiliki pasar yang cukup besar dan sangat kuat untuk dapat menyerap komitmen pinjaman luar negeri pemerintah. Konsistensi ini disebabkan oleh investor dari pasar yang menjadi sasaran pinjaman luar negeri adalah negara atau setidaknya lembaga keuangan dan bank komersial yang bertaraf internasional. Dengan keadaan yang demikian, penulis menemukan beberapa fakta sebagai berikut:

Pasar keuangan yang menjadi target/sasaran komitmen utang pemerintah pada pinjaman luar negeri adalah negara, lembaga keuangan internasional atau bank komersial bertaraf internasional sebagaimana telah disebutkan beberapa contoh pada pembahasan sebelumnya. Dalam pengamatan penulis,

maka pembiayaan yang dapat diperoleh dari pinjaman luar negeri ini akan langsung mengacu pada nominal kebutuhan pelaksanaan proyek, sedangkan persentase pemenuhannya berkisar antara 85%-100% dari kebutuhan pembiayaan, bergantung kepada jenis pinjaman dan *terms and condition* yang disepakati. Pemenuhan sampai dengan 100% ini dapat dilakukan karena kondisi keuangan dari pasar memang memungkinkan. Sebagai contoh, bank komersial yang menjadi *lender* biasanya memiliki modal yang sangat besar dan memang berinvestasi dalam pinjaman komersial.

Pergerakan nilai di pasar yang sangat berpengaruh pada pinjaman luar negeri adalah pergerakan nilai tukar mata uang asing seperti US Dollar, Euro, GBP, dan Yen.

Selain itu, juga terdapat *pergerakan country risk classification* yang berpengaruh terhadap pengenaan premi asuransi (*credit risk premium*) yang diterapkan oleh para pemberi pinjaman untuk mengantisipasi terjadi kegagalan bayar oleh peminjam terkait dengan keadaan domestik, seperti tingkat inflasi, kondisi keamanan, dan faktor lain yang dianggap berpengaruh terhadap kondisi moneter serta perekonomian secara umum. Menurut data yang diperoleh dalam penelitian, Indonesia mendapatkan penilaian *country risk* yang dilakukan oleh OECD dengan nilai pada kisaran 4 (interval 1-7).

Dengan melihat kondisi di atas, selama proses penelitian penulis menemukan beberapa faktor yang dapat memicu risiko sebagai berikut:

- 1) Dengan kondisi keuangan yang stabil, para pemberi pinjaman (*lender*) mampu memenuhi kebutuhan pembiayaan dengan kisaran 85% - 100%.
- 2) Penggunaan mata uang asing dengan proporsi yang mencapai di atas 91%.
- 3) Penggunaan *country risk* dalam penetapan biaya premi asuransi (*credit risk premium*).

B. Risiko Surat Utang Negara

Surat Utang Negara memiliki pasar yang sangat terbuka, namun demikian hal ini menjadikan Surat Utang Negara secara umum tidak terlalu memilih siapa yang akan menjadi sasaran pemasarannya. Oleh karena itu tidak dapat diketahui kondisi keuangan dari investor yang akan menjadi peserta lelang SUN, karena bisa berasal dari lembaga keuangan internasional sampai dengan ibu rumah tangga dengan kondisi keuangan yang sangat bervariasi. Dengan melihat kondisi tersebut, penulis mengangkat beberapa fakta sebagai berikut:

Pasar keuangan yang menjadi sasaran pemasaran SUN adalah masyarakat secara umum, sehingga tidak dapat dipastikan bahwa pasar telah siap

menyerap keseluruhan komitmen yang ditargetkan oleh pemerintah. Walaupun demikian tetap terbuka kemungkinan seluruh komitmen utang pemerintah terserap oleh pasar, hanya saja ketika terjadi perubahan selera dan daya beli pasar, maka risiko tidak terserapnya penawaran menjadi terbuka lebar.

Surat Utang Negara tidak mengenal pengenaan *country risk*, sehingga tidak terpengaruh. Perubahan yang akan berdampak signifikan justru pada selera dan daya beli pasar. Namun demikian, dengan diterbitkannya SUN dalam mata uang asing, maka pergerakan nilai tukar juga mempengaruhi potensi risiko yang terjadi dalam penerbitan SUN

Dengan melihat kondisi di atas, selama proses penelitian penulis menemukan beberapa faktor yang dapat memicu risiko sebagai berikut:

- 1) Walaupun ada kondisi di mana terjadi *oversubscribed*, namun selera dan daya beli pasar akan sangat menentukan pemenuhan target penerbitan SUN.
- 2) Penerbitan sebagian SUN menggunakan mata uang asing.

C. Risiko Surat Berharga Syariah Negara

Pasar utama yang menjadi sasaran pemasaran SBSN adalah umat muslim. Dengan jumlah penganut Islam terbesar di dunia, potensi yang ada di pasar memang sangat besar, namun perlu dipertimbangkan bagaimana merubah kecenderungan pasar untuk beralih dari produk konvensional kepada produk syariah mengingat market share yang masih kecil.

Penerbitan Sukuk dalam mata uang US Dollar membuka pengaruh kondisi perekonomian pasar internasional terhadap perekonomian domestik khususnya pengaruh nilai tukar US Dollar terhadap pembiayaan yang diperoleh dari sukuk global yang terbit.

Dengan melihat kondisi di atas, selama proses penelitian penulis menemukan beberapa faktor yang dapat memicu risiko sebagai berikut:

- 1) Masyarakat Indonesia dengan jumlah umat Islam terbesar di dunia, dan kondisi *market share* untuk produk syariat yang masih kecil.
- 2) Penerbitan SBSN Global dalam mata uang asing.

4.2.3. Risiko Tingkat Bunga

A. Risiko Pinjaman Luar Negeri

Pinjaman luar negeri memiliki risiko tingkat bunga yang sangat besar. Hal ini dikarenakan bunga (*interest rate*) adalah salah satu imbal prestasi yang utama bagi pemberi pinjaman (*lender*). Selain itu terdapat jenis pengenaan tingkat bunga yang berbeda beda pada pinjaman luar negeri.

Dengan melihat kondisi di atas, selama proses penelitian penulis menemukan beberapa hal pemicu risiko yang dapat ditemukan, di antaranya adalah:

- 1) Bunga merupakan biaya pokok yang menjadi salah satu imbal prestasi yang diminta oleh pemberi pinjaman.
- 2) Tingkat bunga yang digunakan sangat bervariasi, dari yang menggunakan tingkat bunga tetap sampai dengan tingkat bunga yang variabel.
- 3) Pengenaan *variabel rate* dengan *double rate* (*basis rate + spread*).

B. Risiko Surat Utang Negara

Surat Utang Negara juga mengenal pengenaan tingkat bunga. Sama seperti pinjaman luar negeri yang menggunakan tingkat bunga tetap dan variabel namun dengan penggunaan perhitungan *rate* yang lebih sederhana. Sehingga dengan demikian risiko yang dimiliki juga sedikit berbeda. Berikut beberapa hal yang dapat mempengaruhi risiko tingkat bunga, yaitu:

Pada Surat Utang Negara, dengan metode konvensional (bukan syariah) pemberian bunga merupakan unsur utama dalam perhitungan imbal balik *yield to maturity* yang dijanjikan kepada investor selain *curent yield*.

Terdapat perhitungan tingkat bunga dengan menggunakan *fixed rate* ada pula yang menggunakan *variabel rate*, dan beberapa hal pemicu risiko yang dapat ditemukan di antaranya adalah:

- 1) Bunga merupakan biaya pokok yang menjadi salah satu imbal prestasi kepada investor.
- 2) Penerbitan SUN dengan menggunakan variable rate.

C. Risiko Surat Berharga Syariah Negara

Risiko tingkat bunga tidak terdapat pada Surat Berharga Negara (*zero risk*), hal ini dikarenakan SBSN tidak menggunakan sistem pemberian bunga sebagai imbal hasil.

Tabel 5: Perbandingan Risiko Tingkat Bunga

Risiko	Jenis Instrumen	Pemicu Risiko	Tingkat Risiko	Skor	Rata-rata Skor
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RISIKO TINGKAT BUNGA	Pinjaman Luar Negeri	Faktor 1	Sangat Tinggi	5	4.7
		Faktor 2	Tinggi	4	
		Faktor 3	Sangat Tinggi	5	
	Surat Utang Negara	Faktor 1	Sangat Tinggi	5	4.5
		Faktor 2	Tinggi	4	
	Surat Berharga Syariah Negara	<i>Zero risk</i>	-	-	-

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, dengan segala keterbatasan yang ada, maka penulis dapat mengambil kesimpulan sebagai berikut:

- 1) Utang yang dilakukan oleh Pemerintah Indonesia terdiversifikasi menjadi tiga instrumen utang dan secara keseluruhan memiliki risiko dengan tingkat risiko sedang.
- 2) Pada pinjaman luar negeri melekat risiko hukum, risiko pasar dan risiko tingkat bunga. Pinjaman luar negeri memiliki tingkat risiko tertinggi dan dengan angka nilai rata-rata risiko sangat tinggi.
- 3) Pada Surat Utang Negara melekat risiko hukum, risiko pasar dan risiko tingkat bunga. Surat Utang Negara memiliki tingkat risiko lebih rendah dari pinjaman luar negeri dan lebih tinggi dari Surat Berharga Syariah Negara, serta dengan angka nilai rata-rata risiko lebih rendah dari pinjaman luar negeri dan lebih tinggi dari Surat Berharga Syariah Negara.
- 4) Pada Surat Berharga Syariah Negara melekat risiko hukum, risiko pasar dan tidak terdapat risiko tingkat bunga. Surat Berharga Syariah Negara memiliki tingkat risiko terendah dan dengan angka nilai rata-rata risiko sangat rendah.

Kemudian dengan melihat kondisi riil yang dihadapi saat penelitian, dan sejalan dengan keinginan penulis untuk memberikan sumbangsih dalam pengelolaan utang yang lebih baik, maka beberapa saran yang dapat penulis sampaikan adalah sebagai berikut:

- 1) **Pemilihan *First Line Financing Policy***
 - a. Melihat struktur risiko yang dimiliki, maka Pembiayaan defisit melalui Surat Berharga Syariah Negara (sukuk) perlu mendapat tempat pada *first line financing policy*. Selain risiko yang melekat sangat rendah, potensi pasar yang sangat potensial menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan.
 - b. Pemilihan pinjaman luar negeri, meskipun risiko yang melekat sangat tinggi, namun karena kemampuan *lender* dalam menyediakan dana pinjaman berkisar antara 85% - 100% maka masih dijadikan alternatif untuk kebutuhan yang mendesak.
- 2) ***Cost Minimization***
 - a. Meminjam dengan persyaratan lunak dengan tingkat bunga di bawah tingkat bunga komersial dan dengan jangka waktu yang panjang.
 - b. Mengurangi porsi pinjaman komersial dan kredit ekspor serta hanya dilakukan dengan selektif untuk kebutuhan yang mendesak.
 - c. Optimalisasi sumber-sumber pinjaman luar negeri yang berasal dari kerja sama bilateral

melalui peningkatan kesiapan proyek (*project readiness*).

- 3) **Peningkatan kualitas negosiasi *loan agreement***
 - a. Meningkatkan kemampuan dalam aspek hukum sehingga dapat menurunkan tingkat risiko.
 - b. Melakukan *benchmarking* dengan instrumen lainnya.
- 4) ***Risk Management***
 - a. *Currency swap* untuk mengurangi konsentrasi risiko pada satu jenis mata uang.
 - b. *Interest rate swap* untuk mengurangi risiko utang.
 - c. Mengurangi Stok Pinjaman Luar Negeri melalui *Debt Swap*.
 - d. Mengutamakan *fixed rate*.
 - e. Restruturisasi utang dilakukan dengan memperhatikan profil utang dari berbagai perspektif
- 5) **Koordinasi Antar Unit pengelola Utang**
 - a. Menyusun *Standard Operating Procedure*.
 - b. Peningkatan Kapasitas & Sarana Prasarana.
 - c. Meningkatkan *capacity building* sesuai dengan *international best practice*.
- 6) **Monitoring dan Evaluasi**
 - a. Pengukuran kinerja proyek yang dibiayai dengan pinjaman luar negeri diikuti tindakan untuk mengantisipasi kegagalan proyek.
 - b. Membatalkan/mengalihkan (*reallocating*) pinjaman luar negeri yang tidak terserap karena keterlambatan suatu proyek untuk proyek lainnya yang membutuhkan pendanaan.

6. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Dengan telah dilakukannya penelitian ini, diharapkan pemerintah dapat lebih tepat dalam memilih instrument utang yang digunakan dalam pembiayaan defisit dengan memperhatikan risiko-risiko yang melekat pada masing-masing instrument tersebut.

Penelitian ini dibatasi oleh waktu penelitian, biaya, ruang lingkup, serta metode yang digunakan. Untuk melengkapi penelitian ini, selanjutnya dapat dilakukan penelitian dengan metode dan framework lainnya yang dianggap relevan.

DAFTAR PUSTAKA (*REFERENCES*)

- Arif, Bahtiar, Muchlis, dan Iskandar. *Akuntansi Pemerintahan*. Jakarta: Salemba Empat, 2002.
- Amaroeddin, Drs. Hubungan Keuangan Pusat dan Daerah: Jakarta 2001
- Batuparan, Dilan S. Kerangka Kerja *Risk Management*. Jakarta: BEI 2001
- Basel Committee on Banking Supervision. *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Basel 2000
- Davey, Kenneth. *Financing Regional Government: International Practices and their Relevance to the Third World*, Institute of Local Government Studies, the University of Birmingham
- Departemen Keuangan. Jurnal Akuntansi Pemerintah vol. 2, nomor: 1. Jakarta 2006
- Departemen Keuangan. Mengenal Sukuk Instrumen Investasi & Pembiayaan Berbasis Syariah, Jakarta 2009
- Departemen Keuangan - Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. Perkembangan Utang Negara (pinjaman Luar Negeri & Surat Utang Negara),. *Update* 28 Februari 2009
- Departemen Keuangan - Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. Perkembangan Utang Negara (pinjaman Luar Negeri & Surat Utang Negara). Edisi 15 Juni 2009
- Departemen Pendidikan Nasional. *Kamus Besar Bahasa Indonesia Edisi Ketiga*. Jakarta : Balai Pustaka 2001
- Marcus, B. Kane. *Essentials of Investments 7th Edition*. Mc Graw-Hill: 2008
- Munawar, Duntji, Drs. Diktat Teknis Substantif Dasar Tk.I Pengelolaan PHLN dan PPHLN, Jakarta 2005
- Musgrave, A. Richard, Peggy B. Musgrave. *Keuangan Negara dalam Teori dan Praktek*. Jakarta: Erlangga, 1991
- Sidik, Machfud, Dr. *Dana Alokasi Umum*. Jakarta: Kompas 2002
- Soedjaswikno. Pengelolaan Pinjaman Luar Negeri, Jakarta 2008
- Sumiyarto. Pinjaman dan Hibah Luar Negeri , Jakarta 2007
- Sumiyarto. Glossary Pinjaman dan Hibah Luar Negeri , Jakarta 2007
- Suparmoko. *Keuangan Negara Dalam Teori dan Praktek*. Yogyakarta : BPFE 1987
- The World Bank (Bank Dunia). *Global Development Finance*. 2002