

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Institutional Theory*

Dasar pikiran dari *Institutional Theory* (Teori Kelembagaan) ini adalah terbentuknya organisasi oleh karena tekanan lingkungan institusional yang menyebabkan terjadinya institusionalisasi. Donaldson (1995) menyatakan bahwa suatu ide atau gagasan pada suatu lingkungan institusional yang membentuk bahasa dan simbol yang menjelaskan keberadaan organisasi dan diterima (*taken for granted*) sebagai norma-norma dalam konsep organisasi.

Kelangsungan sebuah organisasi itu terjadi pada lingkup organisasional yang luas yaman mana disetiap organisasi tersebut saling mempengaruhi bentuk organisasi satu dan yang lainnya lewat sebuah proses pengadopsian atau institusionalisasi (pelembagaan). Menurut Di Maggio dan Powell (1983) menyebut hal tersebut sebagai proses imitasi atau *mimetic adoption* suatu organisasi yang dilakukan kepada elemen organisasi lainnya. Organisasi itu dibentuk dari institusi lingkungan sekitarnya. Gagasan-gagasan yang berpengaruh kemudian akan di institusionalisasikan dan dianggap sah kemudian akan diterima sebagai cara pikir menurut organisasi tersebut. *Legitimate Process* sering dilakukan melalui tekanan negara-negara dan juga pernyataan-pernyataan terhadap suatu organisasi. Teori institusional menjadi terkenal karena penegasannya atas suatu organisasi yang dianggap hanya sebagai simbol dan ritual.

Cakrawala lainnya dikemukakan oleh Meyer dan Scott (1983), yang berpendapat bahwa suatu organisasi akan berada dibawah suatu tekanan

kekuatan sosial dan untuk melengkapi dan menyelaraskan sebuah struktur organisasi, organisasi tersebut harus melakukan kesepakatan dan menjaga struktur operasionalnya secara terpisah. Hal tersebut dikarenakan bahwa struktur organisasi tidak ditentukan oleh situasi lingkungan tugas, tetapi lebih dipengaruhi oleh situasi masyarakat secara umum dimana bentuk sebuah organisasi ditentukan oleh legitimasi, efektifitas dan rasionalitas pada masyarakat.

Teori institusional ini menjadi salah satu pilihan untuk memahami proses perubahan dan keberlanjutan suatu organisasi sektor publik pada beberapa penelitian. Caemmer and Marck (2009) melakukan penelitian mengenai bagaimana dampaknya terhadap pelayanan publik dalam organisasi pemerintahan yang diakibatkan oleh tekanan *isomorphic* dalam teori institusional. Lingkungan organisasi ditandai sebagai sumber norma dan nilai-nilai yang meresap ke organisasi dan mempengaruhi tindakan organisasi, memberikan asumsi tentang perilaku, bentuk dan proses organisasi yang disebut sebagai legitimasi. Dimaggio and Powell's (1983) mengidentifikasi bagaimana sebuah organisasi memiliki tekanan untuk menyesuaikan diri dalam bentuk dan proses yang dianggap sah. Beberapa penyesuaian organisasi pada teori institusional antara lain:

a. Penyesuaian Kategorial

Penyesuaian ini terjadi ketika struktur organisasi dibentuk dari tekanan aturan-aturan institusional. Tujuan pembentukan organisasi seperti ini akan memperbesar legitimasi, menambah sumber daya, dan meningkatkan kapasitas ketahanannya. Dalam hal penerbitan obligasi daerah ini, tekanan berasal dari PP 30 Tahun 2011 tentang Pinjaman Daerah dimana Pemerintah Daerah haruslah menyesuaikan struktur organisasinya dan juga SDM-nya

b. Penyesuaian Struktural

Penyesuaian ini disebabkan oleh adanya ketidakpastian lingkungan, peraturan pemerintah, atau untuk mencari legitimasi. Seperti kekurangan pembiayaan untuk pembangunan infrastruktur publik merupakan upaya pemerintah untuk meningkatkan fasilitas umum dan kemudahan warganya. Dalam hal ini terjadi kekurangan APBD untuk pendanaan proyek-proyek infrastruktur seperti yang tertera dalam RPJMD, sehingga diperlukan penyesuaian struktural untuk pemenuhannya.

c. Penyesuaian Prosedural

Penyesuaian ini banyak dilakukan oleh kelompok Pemerintah dan profesional (DiMaggio dan Powell, 1983). Penyesuaian ini kadang terjadi akibat ketidakpastian lingkungan, paksaan, dan pemaksaan normatif. Pada Pemerintah daerah yang dituntut lebih profesional dan transparan dalam pengelolaan keuangannya dalam pelaksanaan penerbitan obligasi daerah harus sesuai dengan peraturan dari Lembaga Pasar Modal.

d. Penyesuaian Personil

Penyesuaian ini mengacu pada kebutuhan personal yang spesifik seperti memiliki keahlian tertentu yang dibuktikan dengan adanya sertifikasi. Untuk memenuhi standar pelayanan yang sesuai dengan peraturan yang berlaku, Pemerintah Daerah harus memiliki unit khusus yang nantinya akan mengelola pelaksanaan obligasi daerah di bawah Biro Investasi dan BUMD. Salah satu syaratnya adalah Sumber Daya Manusia yang memiliki kualifikasi tertentu dengan berbagai sertifikat keahlian yang dimilikinya. Disini sertifikat memegang peranan yang penting untuk melegitimasi ketrampilan teknis yang dimilikinya.

Aktivitas, sistem atau struktur yang dianggap terbaik dari organisasi sebelumnya menurut Dimaggio dan Powell (1983) menimbulkan tekanan

organisasi yang baru untuk mengikutinya. Tekanan ini lebih banyak membuat organisasi lain untuk meningkatkan legitimasinya daripada perbaikan kinerja (Meyer and Rowan, 1977). Akibat dari tekanan ini organisasi yang berada pada bidang yang sama, akan cenderung memiliki bentuk dan proses yang sama disebut oleh DiMaggio dan Powell (1983) dengan istilah *institutional isomorphism*.

Tekanan untuk menuju *institutional isomorphism* dideskripsikan oleh DiMaggio dan Powell (1983) sebagai *coercive*, *mimetic* dan *normative*. *Coercive isomorphism* yaitu penyesuaian akibat adanya paksaan dari pihak tertentu misalnya politik dan *stakeholder*-nya. Penyesuaian ini juga muncul ketika organisasi seperti Pemerintah Daerah “dipaksa” untuk menyesuaikan karena telah diatur oleh undang-undang. *Coercive isomorphism* juga terjadi karena adanya paksaan dari organisasi lain yang lebih kuat dan dari masyarakat umum. Pemerintah Daerah dituntut untuk lebih baik dalam penyediaan pelayanan infrastruktur karena tuntutan dari masyarakatnya.

Mimetic isomorphism yaitu penyesuaian yang dilakukan oleh suatu organisasi dengan cara meniru organisasi lain yang telah berhasil. Proses penyesuaian ini tidak selalu hanya untuk tujuan efisiensi, namun juga ketika suatu organisasi ingin produknya laku di pasar. Organisasi yang melakukan penyesuaian tipe ini biasanya berada pada lingkungan bisnis yang cepat mengalami perubahan dan memiliki ketidakpastian yang tinggi. Penelitian Caves (1980) menunjukkan bahwa organisasi yang lebih besar memiliki kecenderungan lebih stabil dan memiliki keberhasilan yang tinggi dalam menjalankan usahanya. Hal ini terjadi karena organisasi telah memiliki sumber daya yang besar sehingga mampu untuk menjalankan strategi terbaik dalam usahanya. *Mimetic isomorphism* biasanya dilakukan oleh suatu organisasi yang baru untuk dapat bersaing dengan organisasi lain yang lebih stabil. Mereka akan menyerupai organisasi yang telah ada baik dari strategi, teknologi, budaya maupun perilakunya. Namun, organisasi

baru tersebut jika ingin berhasil harus mampu memiliki keunikan dan nilai lebih dari organisasi yang telah ada.

Normative isomorphism yaitu penyesuaian akibat adanya tambahan pengetahuan yang didapatkan dari pendidikan formal yang berusaha diterapkan dalam suatu organisasi. Peningkatan pengetahuan ini bisa juga disebut sebagai profesionalisme, yaitu peningkatan kemampuan dalam bidang tertentu. Ketika profesionalisme meningkat dalam organisasi, maka akan timbul kepercayaan normatif dalam organisasi tersebut. Penyesuaian ini juga dapat dikatakan sebagai penerapan norma-norma dan nilai-nilai organisasi lain ke dalam suatu organisasi akibat adanya *organizational isomorphism*. *Organizational isomorphism* juga dapat merugikan suatu organisasi karena norma dan nilai yang dijadikan patokan sudah tidak efektif lagi. Selain itu, juga dapat menyebabkan hilangnya kreativitas pada organisasi.

Makna Institusi itu sendiri dijelaskan dengan uraian yang berbeda-beda oleh para ahli, diantaranya adalah Scott (2003: 134) yang mendefinisikan institusi sebagai suatu komposisi dari tatanan social yang berisi aturan, norma maupun kebiasaan. Institusi merupakan struktur sosial multidimensi yang dibangun dari elemen yang bersifat simbolis, aktivitas sosial dan materi sumber daya. DiMaggio dan Powell (1989), juga menekankan tentang adanya aturan sebagai ciri utama suatu institusi. Mereka berpandangan bahwa peran paling penting dari institusi adalah kekuatannya untuk melakukan tindakan-tindakan yang tegas. Sementara itu Maurice (1988) melihat institusi (*new institutionalism*) secara sederhana yaitu semata-mata sebagai aturan dengan mengatakan bahwa dalam arti luas :

"institutions are simply rules. As such, they are foundation of all political behavior. Some are formal (as in constitutional rules) some are informal (as in cultural norms)".

Adanya aturan tersebut mengindikasikan bahwa resmi atau tidak menjadi sangat penting karena menjadi dasar bagi perilaku politik dalam organisasi. Scott (2003) membuat ringkasan tentang karakteristik tiga elemen utama institusi dan bagaimana terjadinya proses institusionalisasi seperti pada tabel 2.1 dibawah ini

Tabel 2.1
The Three Core Elements of Institution

	Regulative	Normative	Cultural Cognitive
Basis of compliance	Expedience	Sosial obligation	Taken for grantedness, share understanding
Basis of order	Regulative rules	Binding expectations	Constitutive schema
Mechanism	Coercive	Normative	Mimetic
Logic	Instrumentality	Appropriateness	Orthodox
Indicators	Rules, sanctions, laws	Certification, accreditation	Common beliefs, shared logics of action
Basis of legitimacy	Legally sanctioned	Morally governed	Comprehensible, recognizable, culturally supported

Sumber : Scott (2003 :135)

Dari tabel diatas dapat kita pahami bahwa terdapat 3 aturan yang menjadi dasar dalam setiap tindakan dalam organisasi yaitu :

- 1) Adanya aturan resmi yang dapat dipaksakan dan memeberikan sanksi tegas bagi siapa saja yang melanggar dan sanksi tersebut berupa sanksi hukum.
- 2) Adanya norma-norma yang berjalan dalam organisasi yang ditandai adanya sertifikasi atau akreditasi yang berlaku dalam lingkungan organisasi.
- 3) Adanya aturan tidak resmi yang menjadi kebiasaan, kepercayaan dalam organisasi tersebut dan lebih bersifat budaya.

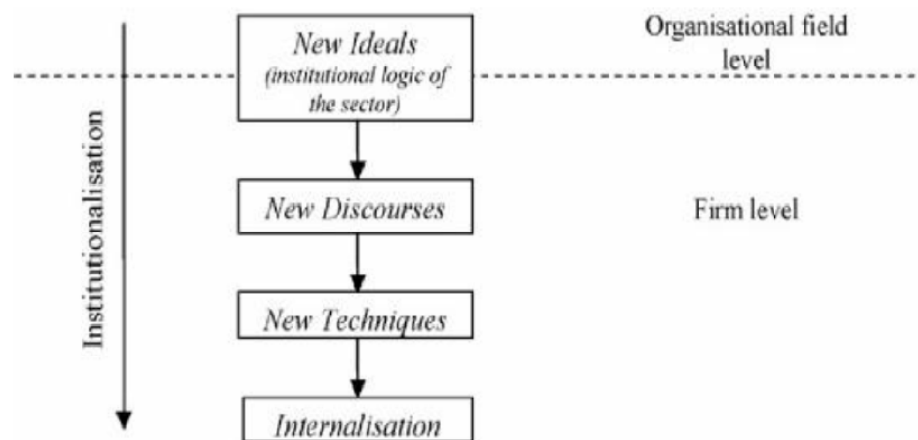
Kemudian, dalam hal ini, teori institusional digunakan sebagai dasar untuk memahami perubahan organisasi akibat pelaksanaan suatu kebijakan yang diambil oleh suatu organisasi (pemerintah daerah) untuk pengambilan kebijakan

Obligasi Daerah. Teori Institusional dianggap sebagai pendekatan terbaik untuk memahami proses institusionalisasi Obligasi Daerah tersebut.

Burns dan Scapens (2000) menyatakan bahwa proses institusionalisasi mempunyai sifat kumulatif dan sifatnya berulang yang meliputi tahap-tahap *enacting, encoding, reproducing*. Dalam tahap-tahap institusionalisasi, suatu organisasi seperti halnya manusia, tidak hanya berpikir dan membentuk lingkungannya, tetapi juga dibentuk dan diubah oleh lingkungannya untuk mendapatkan profil terbaik yang diterima dalam interaksinya dengan aturan baru (Djamhuri, 2012).

Proses perubahan suatu organisasi sebagai dampak dari institusionalisasi tersebut dicontohkan dalam penelitian Hasselbladh & Kalinikos (2000) dimana proses pelebagaan bisa melalui tiga tahap yaitu *ideals, discourses & techniques of control* seperti digambarkan dalam gambar 2.1 berikut ini:

Gambar 2.1
Tahapan Proses Perubahan Institusionalisasi



Sumber : Hasselbladh & Kalinikos (2000)

Proses internalisasi suatu ide menjadi wacana dan kemudian berbagai teknik pengendalian yang dijalankan keseharian dalam kehidupan suatu

organisasi selalu menghadapi tekanan dan hambatan melalui proses institusionalisasi. Suatu ide yang baru, muncul terutama ketika terjadi berbagai peristiwa yang menggoyang praktik-praktik yang sudah mapan (Greewood *et al.*, 2002). Sebuah ide mempunyai peluang untuk dapat lebih berkembang jika ide tersebut dapat diterima dalam suatu perusahaan atau organisasi dengan suatu model (Tolbert & Zucker, 1996). Meskipun demikian, konflik antar aktor dapat menghambat penyebaran ini (Townley, 2002).

Ketika ide dikembangkan dan dinyatakan ke dalam sistem yang saling berkaitan dan *causal model*, maka ide tersebut menjadi suatu diskursus atau wacana. Diskursus merupakan suatu

“single out a domain of application, define the relevant goals to be accomplished and the roles involved, spell out the criteria of truth and designate causal theories and schemes of action and interpretation”
(Hasselbladh & Kallinikos, 2000 dalam Dambrin, 2007, 178).

sehingga diskursus dapat dimaknai sebagai suatu cara mendefinisikan dan bertindak atas realitas dan memainkan peran sentral dalam proses kelembagaan (Hasselbladh & Kallinikos, 2000).

Melalui diskursus dan elaborasi sistem operasi dan tehnik tertentu, tujuan organisasi dan *task control* dikembangkan serta disosialisasikan. Proses pelembagaan ini kemudian mendapat respon dan tekanan dari anggota organisasi maupun pihak luar dan akhirnya lama kelamaan akan menjadi karakter suatu organisasi.

Dalam hal institusionalisasi obligasi daerah, keterbatasan pembiayaan untuk pembangunan infrastruktur pada pemerintah daerah melahirkan sebuah wacana/ide untuk mencari alternatif pendanaan lainnya, yaitu melalui penerbitan obligasi daerah. Ide awal penggunaan obligasi daerah untuk pembangunan proyek proyek berbasis infrastruktur, yang dalam penelitian akan digunakan untuk membangun Bandara Internasional Jawa Barat (BIJB). Ide ini dicetuskan oleh

pihak eksekutif (Gubernur) kemudian didukung oleh anggota legislatif dalam hal ini DPRD Pemerintah Provinsi Jawa Barat, yang memang salah satu syarat dari penerbitan obligasi daerah ini adalah adanya persetujuan ijin prinsip dari DPRD yang kemudian dituangkan dalam Peraturan Daerah (Perda).

Wacana tersebut kemudian ditindaklanjuti dengan pelaksanaan penerbitan obligasi daerah untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan dan mendorong produktivitas. Jadi disini terdapat perubahan pola pembiayaan yang tadinya sebagian besar hanya berharap dari transferan dana pemerintah pusat menjadi pembiayaan mandiri. Persiapan pelaksanaan penerbitan obligasi daerah tersebut memerlukan antara lain sebagai berikut:

1. Menentukan Kegiatan;
2. Membuat Kerangka Acuan Kegiatan;
3. Membuat perhitungan batas kumulatif pinjaman;
4. Membuat perhitungan rasio kemampuan keuangan Daerah untuk mengembalikan pinjaman atau *DSCR*;
5. Mengajukan permohonan persetujuan prinsip Kepada Dewan Perwakilan Rakyat Daerah; dan
6. Menyiapkan suatu struktur organisasi dan juga perangkat kerjanya, serta sumber daya manusia unit yang mengelola Obligasi Daerah nantinya. (PMK Nomor 180/PMK.07/2015).

Sehingga, dari persyaratan persiapan penerbitan obligasi daerah diatas tersebut menuntut adanya perubahan struktur organisasi, perangkat kerja berikut sumber daya manusia nya. Dalam hal ini unit pengelola Obligasi Daerah dituntut agar profesional dan akuntabel dalam pengelolaan obligasi daerah dan menghasilkan penerimaan bagi kas penerimaan daerah.

Alternatif pendanaan melalui penerbitan obligasi daerah ini menurut Purwoko (2015) diklaim membawa keuntungan yang lebih bagi Pemerintah

Daerah, karena kebutuhan pendanaan yang relatif besar dan sulit dipenuhi oleh instrumen pinjaman lainnya menjadi terpenuhi dengan penerbitan obligasi daerah sehingga lebih efektif dan efisien dalam hal waktu berikut dalam hal pengelolaan.

Pembiayaan pembangunan infrastruktur melalui penerbitan Obligasi daerah ini juga akan meningkatkan profesionalisme, transparansi, dan akuntabilitas Pemda dalam pengelolaan keuangan, sebagai modal awal untuk mengakses *capital market* di masa depan dengan mendapatkan *credit rating* yang bagus, karena sesuai dengan peraturan perundangan yang berlaku, penerbitan obligasi daerah memerlukan pengelolaan keuangan yang *prudent* untuk menghindari gagal bayar (*default*) di masa depan.

2.2 Teori Obligasi

Obligasi adalah salah satu *financing source* bagi suatu pemerintah dan perusahaan, yang diperoleh dari pasar modal. Sederhananya, obligasi ini merupakan surat berharga yang nantinya dikeluarkan oleh *issuer* kepada investor/pemegang obligasi, dan penerbit tentunya akan memberikan suatu imbal hasil yakni berupa kupon yang akan dibayarkan secara berkala nantinya dan juga nilai pokok obligasi ketika obligasi tersebut nantinya jatuh tempo (Adler, Desmon, Wilson; 2007).

Obligasi merupakan sebuah instrumen hutang (biasanya) jangka panjang yang menunjukkan bahwa suatu perusahaan telah meminjam sejumlah tertentu uang dan berjanji akan membayarnya di masa depan tentunya dengan syarat-syarat yang telah ditentukan diawal. Syarat yang telah ditentukan pada awalnya terdiri dari waktu jatuh tempo, Tingkat bunga kupon, dan juga pembayaran bunganya. (Gitman, 2003). Bodie, Kane, dan Marcus (2005) berpendapat bahwa obligasi dapat pula disebut sebagai *fixed-income securities*, hal ini dikarenakan bahwa obligasi menawarkan pendapatan kas yang tetap atau dengan formula

yang telah ditentukan sebelumnya. Obligasi ini relatif lebih mudah dipahami karena besaran pembayaran nantinya yang akan diterima sudah ditentukan sedari awal dan juga risiko yang ditanggung menjadi relatif kecil selama *bond issuer* dapat dipercaya kemampuannya untuk membayar kembali hutangnya.

2.2.1 Penerbitan Obligasi

Menurut Ross, *et al.* (2008), pada umumnya tatacara yang dilakukan kurang lebih hampir sama dengan prosedur penerbitan saham. Untuk yang pertama kali persyaratan penerbitan obligasi ini tentunya harus disetujui oleh dewan direksi. Yang kedua, perusahaan harus menyiapkan *registration statement* yang nantinya akan diperiksa oleh lembaga terkait. Yang ketiga, persetujuan lembaga terkait jika diperoleh, *registration statement* berlaku 20 hari setelahnya dan obligasi nantinya dapat diperjualbelikan. Perbedaan *registration statement* saham dan obligasi berbeda, obligasi membutuhkan *indenture* yaitu merupakan perjanjian tertulis perusahaan peminjam dan perusahaan *trust*, dan umumnya perusahaan *trust* tersebut adalah bank. Bank tersebut kemudian bertugas (1) memastikan keseluruhan aturan didalam *indenture* dipatuhi, (2) pengelolaan *sinking fund*, dan (3) sebagai wakil dari pemegang obligasi jika nantinya perusahaan tersebut terjadi *default*. Dokumen *indenture* obligasi tersebut jumlahnya dapat mencapai ratusan halaman dan mencantumkan *provisi* sebagai berikut:

a) Aturan dasar dari obligasi

Indenture obligasi haruslah mencantumkan beberapa *rule base* seperti nilai denominasi obligasi, tingkat bunga yang ditawarkan, waktu jatuh tempo dan juga aturan pembayaran bunga tersebut. Transaksi antara penjual obligasi dan pembeli obligasi nantinya akan menentukan *market price* dari obligasi tersebut. *Market price* obligasi tergantung oleh beberapa faktor termasuk

juga tingkat bunga yang ditawarkan. *Market price* obligasi bisa jadi tidak sama dengan nilai denominasinya.

b) Properti yang digunakan sebagai jaminan

Adapula jenis dari obligasi yang menggunakan aset sebagai jaminannya. *Property* atau *real estate* merupakan aset yang biasa digunakan sebagai jaminan. Nilai dari jaminan tersebut juga tergantung dari harga pasar terhadap aset yang dijamin. Jika perusahaan terjadi *default*, maka aset yang dijamin itu dapat dijual untuk menutupi kerugian dari pemegang obligasi.

c) Detail dari perjanjian perlindungan / *protective covenants*.

Protective covenant merupakan bagian dari *indenture* yang nantinya akan membatasi kegiatan dari perusahaan untuk melindungi hak pemegang obligasinya. *Protective covenant* ini dapat dibedakan menjadi 2, *positive* dan *negative covenant*. *positive covenant* mencantumkan kegiatan-kegiatan yang seharusnya dilakukan oleh peminjam, sebagai contoh, (1) peminjam harus menjaga *working capital* di level-level tertentu dan (2) peminjam juga harus menyerahkan laporan keuangan secara periodik pada pemberi pinjaman. Sedangkan *Negative covenant* akan membatasi kegiatan apa saja yang boleh dilakukan oleh perusahaan, sebagai contohnya, (1) pembatasan jumlah dividen yang boleh dibayarkan dividennya, (2) perusahaan tidak diperkenankan menerbitkan hutang jangka panjang lagi, (3) Aset yang besar nilainya tidak dapat dijual oleh perusahaan tanpa adanya persetujuan pemberi pinjaman, dan (4) Merger dengan perusahaan lain juga tidak boleh dilakukan.

d) Pengaturan *sinking fund*

Sinking fund ini merupakan akun yang dikelola oleh bank untuk mengelola pembayaran obligasi. Pembayaran obligasi tersebut dapat dilaksanakan pada saat obligasi jatuh tempo dan sebelum obligasi jatuh tempo.

Perusahaan peminjam nantinya akan membayar kepada bank setiap tahunnya. *Sinking funds* ini merupakan perlindungan tambahan bagi pemegang obligasi. Selain itu, *sinking funds* dapat memberikan opsi yang menarik bagi perusahaan peminjam.

e) *Call provision*

Perusahaan peminjam dapat melakukan *Call Provision* merupakan pembelian kembali obligasi oleh perusahaan penerbit yang telah menerbitkan obligasi dengan harga yang telah disepakati sebelumnya setelah periode tertentu. Dengan adanya *call provision*, pembelian kembali obligasi tersebut dapat dengan harga yang lebih tinggi apabila tingkat bunga yang ditawarkan lebih kecil dan atau sebaliknya.

2.2.2. Karakteristik Obligasi

Obligasi secara umum dapat dibagi menjadi empat karakter berikut ini (Agus Salim; 2002):

a) Fitur Intrinsik (*Intrinsic Features*)

Tipe kepemilikan obligasi, Waktu jatuh tempo, dan juga kupon merupakan fitur intrinsik penting bagi sebuah obligasi. Tipe kepemilikan suatu obligasi terbagi menjadi obligasi *bearer bonds* (atas unjuk) hal ini yang berarti bahwa kepemilikan obligasi didasarkan atas siapa yang memegang obligasi tersebut dan selanjutnya obligasi *registered bonds* (tanpa warkat) yang berarti bahwa kepemilikan obligasi didasarkan atas siapa yang tercatat sebagai pemiliknya di kustodian sentral. Waktu jatuh tempo merupakan spesifik tanggal pada saat usia obligasi berakhir. Pada tanggal tersebut si *emiten* wajib untuk membayar pokok beserta kupon terakhir obligasinya. Nilai pokok obligasi adalah nilai sebenarnya dari suatu obligasi. Kupon obligasi akan mengindikasikan pendapatan periodik yang nantinya diperoleh

oleh investor selama masa dari obligasi tersebut atau periode kepemilikan. Kupon juga dikenal sebagai *interest income* atau pendapatan bunga.

b) Tipe Emisi

Tipe emisi obligasi berbeda dengan saham dimana sebuah perusahaan dapat memiliki berbagai macam jenis obligasi dengan *outstanding* yang berbeda-beda pula pada saat bersamaan. Tipe obligasi ini dapat dibedakan berdasarkan klaim yang lebih dahulu dari obligasi tersebut dimulai dari yang paling aman yakni *secured bond*/obligasi senior, *unsecured / debenture bonds* atau obligasi paripassu, hingga *junior bonds* atau obligasi subordinate yang memiliki hak klaim atas pendapatan ataupun pembayaran pokok yang paling terakhir.

c) *Provisi Indenture*

Provisi Indenture merupakan kontrak antara investor dan emiten yang berkaitan dengan *legal aspect* dari obligasi. *Trustee*, yang pada umumnya bank, dan juga bertindak mewakili pemegang obligasi agar memastikan bahwa kesemua provisi *indenture* agar dipenuhi oleh *emiten*, termasuk pembayaran bunga didalamnya dan pembayaran pokok obligasi tepat waktu.

d) Fitur yang Mempengaruhi Jatuh Tempo

Investor haruslah sadar terhadap adanya fitur yang dimiliki oleh obligasi dimana fitur tersebut dapat mengakibatkan jatuh tempo obligasi sebelum waktunya, yaitu opsi *call* untuk memberikan hak ke penerbit obligasi untuk melunasi obligasinya sebelum waktu jatuh tempo. Selain dari itu juga terdapat opsi *put* yang akan memberikan hak ke pemegang obligasi untuk dapat meminta pelunasan lebih cepat obligasi sebelum waktu jatuh tempo serta adanya *sinking Fund* secara spesifik dapat membuat obligasi tersebut

dilunasi secara sistematis, bertahap dan periodik sesuai dengan jadwal yang telah ditetapkan sebelumnya.

Menurut Gitman (2003), Penerbit obligasi biasanya mengeluarkan biaya yang lebih besar daripada biaya yang dikeluarkan untuk *short term loan*.

Adapun Faktor-faktor yang mempengaruhi biaya tersebut adalah :

1. Waktu jatuh tempo

Pembayaran hutang jangka panjang pada umumnya akan membayar *interest rate* yang lebih tinggi daripada *short term loan*. Semakin lama waktu jatuh tempo maka semakin rendah tingkat keakurasian untuk dapat memperkirakan *interest rate* di masa depan, sehingga semakin besar pula nantinya risiko yang harus ditanggung oleh pemegang obligasi.

2. Besarnya obligasi yang ditawarkan

Biaya bagi penerbit obligasi juga dipengaruhi oleh besarnya nilai obligasi yang ditawarkan. Tentunya semakin besar nilai obligasi ditawarkan, tentunya akan semakin rendah pula biayanya. Penyebabnya adalah biaya administrasi per *dollar* yang dipinjam akan menurun pula seiring dengan peningkatan nilai dari obligasi yang ditawarkan.

3. Risiko *default* penerbit obligasi

Pada penerbit obligasi, semakin besar risiko *default-nya* dari penerbit obligasi, maka akan semakin tinggi juga tingkat bunga obligasinya. Pemegang obligasi tentunya ingin mendapatkan kompensasi dengan pengembalian yang lebih tinggi pula jika nantinya menanggung risiko yang lebih tinggi. Investor biasanya akan percaya pada peringkat obligasi perusahaan yang juga untuk menentukan risiko *issuer* obligasi.

2.2.3 Jenis-Jenis Obligasi

Secara umum, berdasarkan penerbitannya obligasi dapat dibedakan menjadi obligasi pemerintah dan juga obligasi korporasi. Obligasi pemerintah itu sendiri terbagi menjadi dua, yaitu *Treasury Bonds* atau obligasi pemerintah pusat dan juga *Municipal Bonds* atau obligasi pemerintah daerah. Sedangkan, berdasarkan strukturnya, dapat dibedakan menjadi:

a) Obligasi dengan suku bunga tetap (*Fixed Rate or Straight Bonds*)

Obligasi dengan suku bunga tetap ini mempunyai kupon bunga dengan besarannya yang tetap yang dibayarkan secara berkala kepada investor, sepanjang jangka waktu berlakunya obligasi.

b) Obligasi mengambang (*Floating Rate Notes*)

Obligasi mengambang merupakan obligasi yang memiliki kupon dengan perhitungan bunganya mengacu pada indeks pasar uang contohnya *LIBOR* atau *Euribor*. Obligasi mengambang ini populer digunakan ketika tingkat inflasi dan tingkat suku bunga di masa depan sulit untuk diprediksi. Biasanya obligasi jenis ini dijual mendekati *par price* karena secara otomatis menyesuaikan sesuai dengan kondisi pasar.

c) Obligasi tanpa kupon (*Zero Coupon Bonds*)

Obligasi tanpa kupon atau *Zero Coupon Bonds* ini merupakan obligasi yang pembayaran bunganya tidak diberikan. Obligasi ini diperdagangkan dengan memberikan potongan harga / *discount* dari *par price* nya. Pemegang obligasi akan menerima secara penuh pokok hutang ketika obligasi jatuh tempo.

d) Obligasi *Convertible* dan *Exchangeable*

Obligasi ini merupakan jenis obligasi yang bisa ditukarkan dengan *common stock* atau saham biasa dari perusahaan penerbit obligasi dan hal ini disebut dengan *convertible bonds*. Sedangkan *exchangeable bonds* merupakan *bonds* yang bisa ditukarkan dengan saham biasa perusahaan lainnya

Menurut Gitman (2003) Obligasi dapat diklasifikasikan juga menjadi 2 (dua), yaitu *unsecured bonds* dan *secured bonds* :

1. *Unsecured bonds*

- *Debentures*, hanya dapat diterbitkan oleh perusahaan yang sudah terpercaya, dan biasanya *convertible bonds* merupakan *debentures*.
- *Subordinated debentures*, merupakan jenis obligasi yang jika obligasi senior belum dibayarkan maka obligasi ini tidak akan dibayarkan.
- *Income bonds*, merupakan jenis obligasi yang bunganya hanya dibayarkan apabila perusahaan penerbit dapat menghasilkan laba. Pada umumnya obligasi diterbitkan untuk reorganisasi perusahaan yang kurang berhasil. Penerbit obligasi ini tidak dianggap *default* apabila gagal membayar bunga.

2. *Secured bonds*

- *Mortgage bonds*, merupakan obligasi yang biasanya menggunakan bangunan atau gedung sebagai jaminannya.
- *Collateral trust bonds*, penjaminan atas obligasi ini dengan menggunakan saham atau bisa juga dengan obligasi yang dimiliki oleh *issuer* atau penerbit obligasi. Biasanya, nilai jaminannya berkisar 25% sampai dengan 35% lebih tinggi dari nilai obligasi yang diterbitkan.
- *Equipment trust certificates*, merupakan jenis obligasi yang biasanya dipergunakan untuk membiayai *asset* seperti kapal, pesawat, kereta api, truk, dan sebagainya. *Trustee* akan membeli sebuah *asset* yang didanai dari perolehan penjualan obligasi kemudian meminjamkan *asset* yang diperoleh tersebut ke perusahaan.

2.2.4. Risiko Obligasi

Di dalam investasi pada obligasi ini tentunya terdapat risiko-risiko yang nantinya dapat timbul, diantaranya adalah :

1. *Credit Risk or Default Risk*

Credit risk merupakan resiko dimana emiten nantinya tidak dapat membayarkan bunganya maupun pokok hutang. Alat ukur dari resiko ini adalah menggunakan peringkat dari emiten obligasi. Umumnya, peringkat tersebut didefinisikan sebagai suatu opini tentang kemampuan sebuah perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya yaitu dengan mempertimbangkan faktor-faktor resiko yang relevan.

2. Resiko Pasar / *Market Risk*

Adalah sebuah resiko yang berasal dari turun naiknya harga suatu instrumen dan resiko dari *re-investasi* kupon yang telah diterima akibat pergerakan suku bunga. Alat ukur yang digunakan untuk melihat *price sensitivity* terhadap pergerakan suku bunga umumnya dengan menggunakan *duration* dan *convexity*.

3. *Liquidity Risk*

Resiko ini merupakan risiko dari pemegang instrument yang ketika menemui kesulitan untuk menjual obligasi di harga yang wajar ketika pemegang instrument terpaksa harus menjualnya.

4. *Foreign Exchange Risk*

Resiko ini merupakan resiko yang muncul dikarenakan naik turunnya kurs mata uang yang terjadi pada investasi obligasi yang mempunyai mata uang yang berbeda.

5. *Political (Country) Risk*

Merupakan resiko yang dapat timbul akibat adanya keputusan pemerintah, yaitu seperti adanya perubahan peraturan, restrukturisasi hutang dan juga penjadwalan.

2.3 Obligasi Daerah

Obligasi Daerah adalah salah satu sumber pendanaan (*financing*) yang dapat digunakan oleh pemerintah (baik pusat maupun daerah), yang dapat diperoleh dari pasar modal. Atau sederhananya, obligasi ini adalah suatu surat berharga yang diterbitkan oleh penerbit (*issuer*) untuk investor (*bondholder*), dan suatu imbal hasil (*return*) akan diberikan oleh penerbit tersebut yakni berupa kupon yang akan dibayarkan secara rutin dan nilai pokok nya (*principal*) ketika obligasi itu telah habis jatuh temponya (Adler, Desmon, Wilson; 2007).

Obligasi merupakan suatu sertifikat atau pengakuan yang diterbitkan oleh pemerintah (baik pusat maupun daerah) bahwa badan hukum tersebut telah meminjam/berhutang kepada pemegang sertifikat tersebut dan telah diketahui kapan hutang/pinjaman itu akan dibayarkan kembali sesuai jangka waktu dan juga persyaratan yang telah disetujui bersama. Secara umum obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah baik itu pemerintah pusat maupun pemerintah daerah, mempunyai ciri-ciri dan karakteristik sama namun terdiri dari berbagai jenis antara lain yakni obligasi umum (*General Obligation*), Obligasi Pendapatan (*Revenue Bond*) dan *Double Barrel Bond*.

Yani (2002 :143) mendefinisikan bahwa obligasi daerah adalah efek yang diterbitkan oleh Pemda dengan tidak adanya jaminan oleh pemerintah pusat. Hal ini menegaskan bahwa semua resiko yang akan timbul nantinya yang diakibatkan oleh penerbitan Obligasi Daerah ini akan menjadi tanggung jawab Pemda itu sendiri. Penerbitan surat utang oleh Pemda adalah bukti bahwa Pemda telah melakukan pinjaman kepada *bond holder* tersebut. Pinjaman ini nantinya akan dibayarkan kembali berdasarkan jangka waktu dan persyaratan yang telah

disepakati sebelumnya. Pemda yang menerbitkan obligasi daerah memiliki kewajiban untuk membayar bunga secara periodik berdasarkan jangka waktu yang telah ditetapkan. Pada saat jatuh tempo, Pemda memiliki kewajiban untuk mengembalikan pokok pinjaman.

Dalam Peraturan Pemerintah Nomor 30 Tahun 2011 Tentang Pinjaman Daerah, Obligasi Daerah merupakan Pinjaman Daerah yang ditawarkan kepada publik melalui penawaran umum di pasar modal. Obligasi Daerah ini merupakan jenis Pinjaman Daerah jangka panjang yang harus mendapatkan persetujuan dari anggota dewan. Adapun Penerbitan Obligasi Daerah ini hanya dapat dilakukan di pasar modal domestik dan dalam mata uang Rupiah. Penerbitan Obligasi Daerah ini hanya dapat digunakan untuk membiayai kegiatan investasi prasarana dan/atau sarana dalam rangka penyediaan Pelayanan Publik yang menghasilkan penerimaan bagi APBD yang diperoleh dari pungutan atas penggunaan prasarana dan/atau sarana tersebut.

2.3.1 Dasar Hukum Obligasi Daerah

1. Undang-Undang No. 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara
2. Undang-Undang No. 32 Tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah
3. Undang-Undang No. 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah
4. Peraturan Pemerintah No. 30 Tahun 2011 tentang Pinjaman Daerah
5. Peraturan Menteri Keuangan No. 111/PMK.07/2012 sebagaimana diubah dengan PMK 80/PMK.07/2015 tentang Tatacara Penerbitan dan Pertanggungjawaban Obligasi Daerah
6. Peraturan Pasar Modal

2.3.2 Ketentuan Umum Obligasi Daerah

Beberapa ketentuan umum penerbitan Obligasi Daerah diantaranya adalah:

1. Pemerintah daerah dapat menerbitkan Obligasi Daerah sepanjang memenuhi persyaratan pinjaman.
2. Obligasi Daerah merupakan efek berupa surat utang yang diterbitkan oleh pemerintah daerah dan tidak dijamin oleh pemerintah pusat.
3. Penerbitan Obligasi Daerah wajib dilaksanakan sesuai dengan ketentuan dalam PP 30 Tahun 2011 dan ketentuan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.
4. Penerbitan Obligasi Daerah hanya dapat dilakukan di pasar modal domestik dan dalam mata uang Rupiah.
5. Kegiatan harus sesuai dengan dokumen perencanaan daerah, dapat berupa kegiatan baru atau pengembangan kegiatan yang sudah ada, dan pembiayaan dapat sebagian atau sepenuhnya
6. Penerbitan Obligasi Daerah hanya dapat digunakan untuk membiayai kegiatan investasi prasarana dan/atau sarana dalam rangka penyediaan pelayanan publik yang menghasilkan penerimaan bagi APBD yang diperoleh dari pungutan atas penggunaan prasarana dan/atau sarana tersebut.

2.3.3 Persyaratan Umum

Adapun beberapa persyaratan umum dalam penerbitan obligasi daerah yang harus dipenuhi oleh Pemerintah Daerah adalah :

1. Penerimaan Umum APBD

Yaitu jumlah sisa pinjaman daerah ditambah dengan jumlah pinjaman yang akan ditarik (dilakukan pinjaman/penerbitan) tidak melebihi dari 75% jumlah Penerimaan Umum APBD di tahun anggaran sebelumnya.

2. *Debt Service Coverage Ratio (DSCR)*

Merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan keuangan daerah untuk dapat mengembalikan pinjaman seperti yang ditetapkan oleh Pemerintah sebesar 2,5.

3. Persetujuan DPRD

Berdasarkan Peraturan Pemerintah, persyaratan penerbitan APBD juga haruslah mendapatkan persetujuan (ijin prinsip) dari DPRD. Persetujuan prinsip yang diberikan oleh DPRD yang menangani bidang keuangan. Persetujuan DPRD atas setiap penerbitan Obligasi Daerah secara otomatis merupakan persetujuan atas pembayaran dan pelunasan segala kewajiban keuangan di masa mendatang yang timbul dari penerbitan Obligasi Daerah.

4. Laporan Keuangan Pemerintah Daerah

Audit terakhir dari Laporan Keuangan Pemerintah Daerah yang dilakukan oleh Badan Pemeriksa Keuangan mendapatkan opini Wajar Tanpa Pengecualian (WTP) selama 3 Tahun berturut-turut.

2.3.4 Regulasi Pasar Modal

1. Peraturan Bapepam-LK No.VIII.G.14 tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan Daerah
2. Peraturan Bapepam-LK No.VIII.G.15 tentang Pedoman Penyusunan *Comfort Letter* Dalam Rangka Penawaran Umum Obligasi Daerah
3. Peraturan Bapepam-LK No.VIII.G.16 tentang Pedoman Penyusunan Surat Pernyataan Kepala Daerah Dibidang Akuntansi Dalam Rangka Penawaran Umum Obligasi Daerah
4. Peraturan Bapepam-LK No.IX.A.1 tentang Ketentuan Umum Pengajuan Pernyataan Pendaftaran
5. Peraturan Bapepam-LK No.IX.A.2 tentang Tata Cara Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum

6. Peraturan Bapepam-LK No.IX.A.7 tentang Tanggung Jawab Manajer Penjatahan Dalam Rangka Pemesanan Dan Penjatahan Efek Dalam Penawaran Umum
7. Peraturan BAPEPAM-LK Nomor IX.C.12 tentang Pedoman Mengenai Bentuk Dan Isi Pernyataan Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum Obligasi Daerah
8. Peraturan BAPEPAM-LK Nomor IX.C.13 tentang Pedoman Mengenai Bentuk Dan Isi Prospektus Dalam Rangka Penawaran Umum Obligasi Daerah.
9. Peraturan BAPEPAM-LK Nomor IX.C.14 tentang Pedoman Mengenai Bentuk Dan Isi Prospektus Ringkas Dalam Rangka Penawaran Umum Obligasi Daerah.

2.3.5 Karakteristik Obligasi Daerah

Dalam Peraturan Pemerintah Nomor 30 Tahun 2011 tentang Pinjaman Daerah memberikan amanat bahwa obligasi daerah yang diterbitkan nantinya merupakan jenis obligasi pendapatan atau *revenue bonds*. Kegiatan yang nantinya dibiayai dari penerbitan obligasi daerah ini harus memberikan penerimaan bagi APBD, meskipun penerimaan tersebut tidak mencapai pengembalian biaya sepenuhnya (*full cost recovery*). Dalam peraturan tersebut juga mengamanatkan bahwa jika kegiatan tersebut belum mendapatkan dana yang cukup guna pembayaran pokok hutang berikut bunga dan juga denda, maka pembayarannya akan diambilkan dari APBD.

Secara khusus, Obligasi Daerah memiliki karakteristik sebagai berikut:

1. Merupakan pinjaman jangka panjang.

Karakteristik Obligasi Daerah salah satunya adalah pinjaman jangka panjang dari masyarakat (dengan jangka waktu lebih dari satu tahun berdasarkan

syarat-syarat perjanjian pinjaman bersangkutan). Obligasi di Indonesia ini secara umum memiliki jangka waktu sekitar 5 tahunan atau bisa juga lebih;

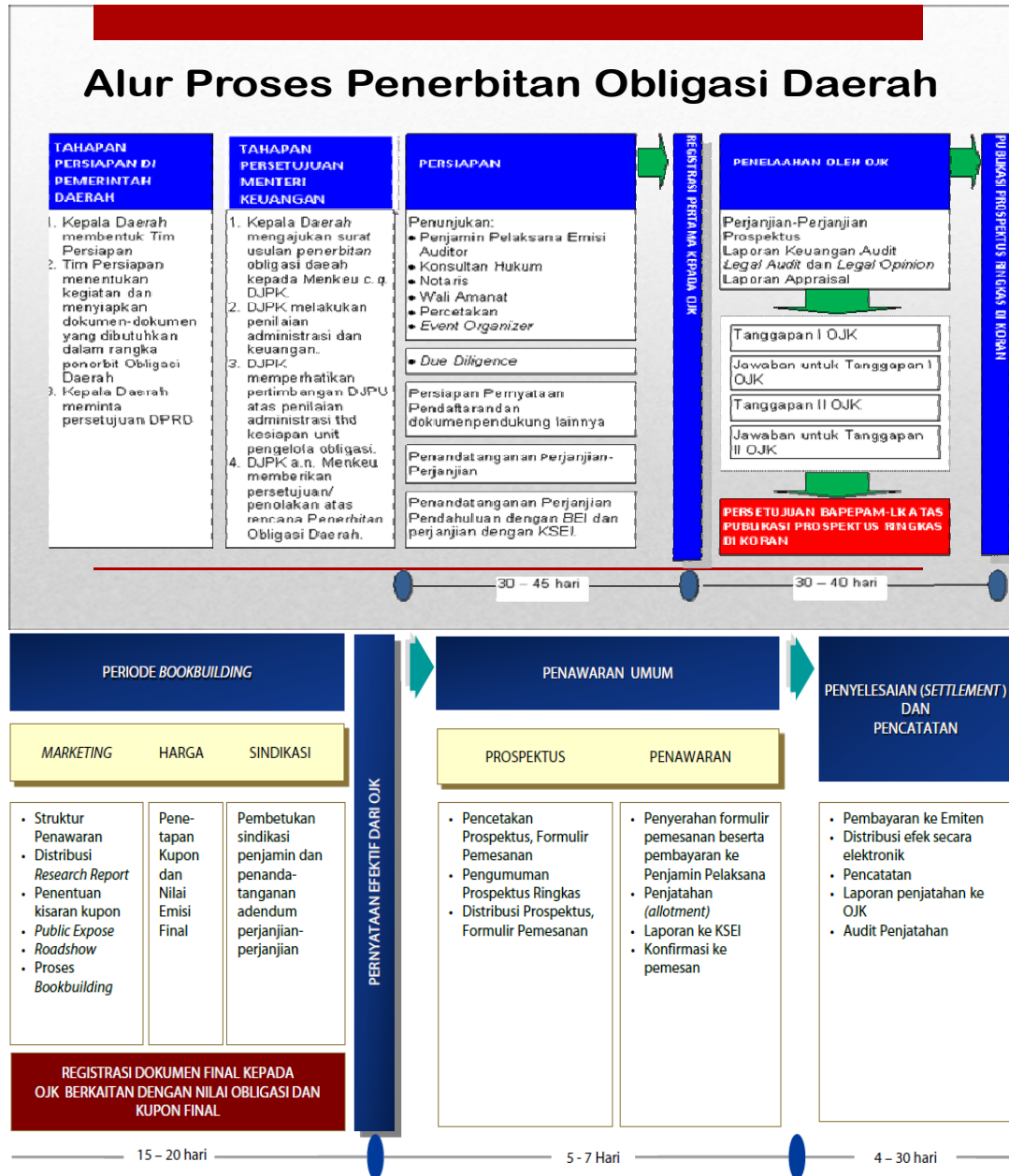
2. Obligasi daerah tersebut diterbitkan melalui penawaran umum di pasar modal di dalam negeri;
3. Dikeluarkan dalam mata uang rupiah;
4. Adapun hasil dari penjualan obligasi tersebut dipergunakan untuk mendanai investasi di sektor publik yang nantinya menghasilkan penerimaan dan juga memberi manfaat pada masyarakat;
5. Nilai obligasi daerah saat jatuh tempo nilainya sama dengan nilai nominal dari obligasi daerah tersebut pada saat diterbitkan.

Pemerintah Daerah dapat menerbitkan Obligasi Daerah hanya untuk membiayai kegiatan investasi sektor publik yang menghasilkan penerimaan dan memberikan manfaat bagi masyarakat yang menjadi urusan Pemerintah Daerah berdasarkan peraturan perundangan yang berlaku. Obligasi yang diterbitkan dapat digunakan untuk membiayai beberapa kegiatan yang berbeda.

2.3.6 Alur Proses Penerbitan Obligasi Daerah

Proses penerbitan obligasi daerah mulai dari tahap persiapan di pemerintah daerah sampai dengan penawaran umum, penyelesaian (*settlement*) dan pencatatan di bursa efek, dapat digambarkan dalam alur proses penerbitan obligasi daerah seperti dalam gambar 2.2 berikut:

Gambar 2.2
Alur Proses Penerbitan Obligasi Daerah



Berdasarkan gambar 2.2 diatas, dapat dilihat bahwa terdapat proses panjang untuk pemda agar dapat menerbitkan obligasi daerah. Mengingat keterbatasan waktu, penelitian ini akan membahas seputar proses persiapan penerbitan obligasi di daerah dan di Kementerian Keuangan saja.

Tahapan pertama dari proses penerbitan obligasi daerah ini adalah persiapan di pemerintah daerah. Kepala daerah (gubernur, bupati/walikota) dalam

melaksanakan persiapan penerbitan obligasi daerah, yakni dengan membentuk tim persiapan penerbitan obligasi daerah. Tim persiapan penerbitan obligasi daerah melakukan hal-hal sebagai berikut:

- a Menentukan kegiatan.
- b Membuat kerangka acuan kegiatan.
- c Menyusun studi tentang kelayakan kegiatan tersebut.
- d Terlebih dahulu membuat perhitungan batas kumulatif pinjamannya.
- e Membuat perhitungan rasio tentang kemampuan keuangan daerah untuk dapat mengembalikan / membayar pinjamannya atau bisa disebut juga *Debt Service Coverage Ratio (DSCR)*.
- f Kemudian mengajukan permohonan kepada DPRD mengenai persetujuan prinsip. Persetujuan prinsip dimaksud meliputi: (1) Jumlah maksimal nilai bersih obda yang akan diterbitkan oleh Pemda pada saat penetapan APBDnya ; (2) Kemudian bersedia melakukan pembayaran pokok hutang dan juga bunga dari penerbitan obligasi daerah ini; (3) Dan juga bersedia untuk membayar semua biaya-biaya yang nantinya akan timbul dari prose penerbitan obligasi daerah ini.

Tahap selanjutnya yaitu permintaan persetujuan kepada Menteri Keuangan. Pada tahap ini, Gubernur/Walkot/Bupati mengajukan surat usulan mengenai hal penerbitan obligasi daerah yang ditujukan kepada Menteri Keuangan c.q. Dirjen Perimbangan Keuangan. Dokumen yang harus dilengkapi pada saat mengajukan surat usulan tersebut yaitu (1) Kerangka acuan kegiatan; (2) Laporan tentang penilaian studi kelayakan yang telah dibuat oleh *appraiser* yang telah terdaftar di OJK; (3) Laporan keuangan pemerintah daerah tiga tahun terakhir; (4) Peraturan daerah mengenai APBD tahun berkenaan; (5) Perhitungan dari jumlah pinjaman pemerintah daerah secara kumulatif dan juga defisit APBD; (6) Kemudian perhitungan *DSCR* atau rasio kemampuan dari keuangan daerah untuk membayar kembali pinjaman; (7) surat persetujuan prinsip DPRD; (8)

Adanya perangkat kerja, struktur organisasi, dan SDM unit pengelola Obda nantinya. Apabila surat usulan beserta dokumen telah disampaikan secara lengkap, persetujuan atau penolakan terhadap usulan penerbitan obda oleh pemda akan diberikan dalam jangka waktu (2) dua bulan paling lama.

2.3.7 Pelaksanaan Penerbitan Obligasi Daerah di Indonesia

Seperti disampaikan pada pendahuluan bahwa sejak diundangkannya peraturan Pemerintah tentang Pinjaman Daerah dan Peraturan dari Menteri Keuangan mengenai Tata cara penerbitan dan pengelolaan Obligasi Daerah bahwa belum terdapat satupun pemerintah Daerah yang menggunakan obligasi daerah sebagai alternatif pembiayaannya.

Menurut Kepala Departemen Pengembangan Pasar Keuangan Bank Indonesia (2016) bahwa:

“hingga saat ini baru terdapat 2 (dua) pemda yang memenuhi syarat untuk menerbitkan Obligasi Daerah yakni Provinsi DKI Jakarta dan Provinsi Jawa Barat. Keduanya saat ini masih dalam proses administratif.” (tempo, 2016)

Hal tersebut sejalan dengan penelitian ini yang akan mengambil lokasi penelitian di Provinsi Jawa Barat dengan studi kasus pembangunan Bandara Internasional Jawa Barat.

Dari segi payung hukum, ketentuan yang mengayomi penerbitan obligasi daerah sudah ada sejak tahun 2000. Undang-Undang Nomor 22 Tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah dan Undang-Undang Nomor 25 Tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan antara Pusat dan Daerah telah mengatur pemanfaatan sumber daya potensial di daerah, termasuk menggali potensi pembiayaan dengan penerbitan obligasi. Selanjutnya, dalam Undang-Undang Nomor 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan Pemerintah Pusat dan Pemerintah Daerah diatur bahwa pinjaman daerah bersumber dari pemerintah, baik Pemerintah Daerah lain, lembaga keuangan bank, lembaga keuangan bukan

bank, dan masyarakat. Sumber pembiayaan dari masyarakat yang dimaksud dalam ketentuan tersebut diperoleh melalui instrumen penerbitan obligasi daerah. Dalam Pasal 51 Undang-Undang Nomor 33 Tahun 2004 disebutkan bahwa pinjaman daerah yang bersumber dari masyarakat sebagaimana dimaksud pada ayat 10 huruf e berupa obligasi daerah yang diterbitkan melalui pasar modal.

Sebagai pengganti peraturan tentang Pemerintah Daerah, Undang-Undang Nomor 32 Tahun 2004 tentang Pemerintah Daerah juga menampung beleid penerbitan obligasi daerah dan diperkuat dengan Peraturan Pemerintah Nomor 54 Tahun 2005 tentang Pinjaman Daerah sebagaimana diubah dengan Peraturan Pemerintah Nomor 30 Tahun 2011, serta Peraturan Menteri Keuangan Nomor 147/PMK.07/2006 tentang Tata Cara Penerbitan, Pertanggungjawaban, dan Publikasi Informasi Obligasi Daerah sebagaimana diubah dengan Peraturan Menteri Keuangan Nomor 111/PMK.07/2012 Tentang Tata Cara Penerbitan dan Pertanggungjawaban Obligasi Daerah.

Terakhir sebagai pengganti, Undang-Undang Nomor 23 Tahun 2014 tentang Pemerintah Daerah kembali mengakomodasi bolehnya Pemerintah Daerah membiayai pengeluarannya dengan menerbitkan obligasi. Dalam Pasal 300 Undang-Undang Nomor 23 Tahun 2014 disebutkan Kepala Daerah dengan persetujuan DPRD dapat menerbitkan obligasi daerah untuk membiayai infrastruktur dan/atau investasi yang menghasilkan penerimaan daerah setelah memperoleh pertimbangan dari Kementerian Dalam Negeri dan Kementerian Keuangan. Untuk memperkuat keyakinan daerah, Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional (RPJMN) 2015-2019 juga telah memasukkan obligasi daerah sebagai salah satu alternatif pembiayaan daerah selain *public private partnership*, pinjaman perbankan dan dana infrastruktur perkotaan *municipal development fund*.

2.3.8 Penerbitan Obligasi Daerah di Negara lainnya

Sebagai referensi atau perbandingan, penulis juga mencoba memaparkan tata cara penerbitan Obligasi Daerah di negara lain termasuk besarnya dana yang berhasil dikumpulkan dan penggunaan atau pemanfaatannya terkait dengan pembangunan infrastruktur. Dalam hal ini, penulis mencoba mengambil contoh penerbitan Obligasi Daerah di negara India, dan Vietnam. Hasil tinjauan ini dapat menjadi salah satu bahan referensi dalam pembahasan analisis penelitian yang akan dilakukan pada bab – bab selanjutnya.

2.3.8.1 India

India merupakan salah satu dari sekian banyak negara yang dinilai berhasil dalam melakukan penerbitan obligasi daerah. Investasi modal dengan jumlah sebesar 150 juta dolar amerika direncanakan oleh *Ahmedabad Municipal Corporation (AMC)* untuk periode 1996/97 – 2001/02. Adapun investasi dimaksud tersebut mencakup penyediaan *sewerage* dan penyediaan air minum. *AMC* merencanakan bahwa sebesar 30% dana dari total investasi dimaksud berasal dari pembiayaan internal, kemudian sisanya direncanakan berasal dari pinjaman dan penerbitan obda. Pada Januari 1998, *AMC* juga melakukan penerbitan obligasi sejumlah 25 juta dolar amerika untuk pembiayaan sebagian dari kebutuhannya, yakni untuk pendanaan penyediaan *sewerage* dan air minum. Hal tersebut merupakan pencapaian yang dapat dibanggakan mengingat penerbitan obligasi daerah ini merupakan penerbitan obligasi daerah yang pertama kali yang tidak mendapatkan jaminan oleh pemerintah pusat.

Hal ini juga mewujudkan langkah yang pertama kali menuju sistem keuangan daerah dengan menggunakan pasar modal sebagai basisnya. Keberhasilan penerbitan obda di India ini merupakan pencapaian yang maju karena penerbitan obda di India ini sebagaimana diungkap diawal adalah

penerbitan obda tanpa jaminan dari pemerintah pusat. Salah satu hal yang patut dicermati dalam obda di india ini adalah adanya pemberian intensif pajak yang diberikan oleh pemerintah pusat terhadap *buyer* obligasi.

Tata cara penerbitan Obligasi Daerah di India (*Guideline for Issue of Tax Free Municipal Bonds (Annexure – II), 2010*) sebagai berikut :

1. Penerbit suatu Obligasi Daerah merupakan suatu otoritas setempat. Otoritas setempat bisa seperti komite kota, dewan kota, badan komisaris pelabuhan, atau otoritas hukum yang berwenang lainnya atau yang dipercaya oleh pemerintah dalam pengendalian atau pengelolaan suatu dana kota atau daerah;
2. Dana yang didapatkan dari penerbitan Obligasi Daerah hanya dapat digunakan untuk investasi modal infrastruktur perkotaan seperti penyediaan air minum; pembuangan limbah atau sanitasi; drainase; pengelolaan limbah padat; jalan, jembatan, dan jembatan layang; dan transportasi kota (jika ini merupakan fungsi kota berdasarkan peraturan perundang – undangan negara). Investasi modal digunakan untuk tujuan berikut ini :
 - a. penyusunan proyek baru;
 - b. perluasan, penambahan, atau peningkatan sistem yang ada.
3. Kondisi Awal Utama
 - a. Proyek Pembangunan
 - 1) Penerbitan ditujukan untuk suatu proyek atau sejumlah proyek tertentu;
 - 2) Sebelum penerbitan Obligasi Daerah, sejumlah langkah berikut harus diikuti:
 - a) Rencana investasi proyek dan pembiayaannya harus disetujui oleh otoritas daerah atau dewan/lembaga tertentu;

- b) Identifikasi penentu permulaan dan penyelesaian proyek;
- c) Proses pra – kualifikasi harus sudah selesai dan dokumen lelang sudah dikeluarkan untuk seluruh peserta yang lolos pra-kualifikasi;
- d) Lahan yang dibutuhkan untuk proyek sudah dimiliki oleh pemerintah kota/daerah dan/atau proses pembebasan lahan dan penyelesaian status hukum lainnya sudah dimulai.

b. Kelayakan Finansial

- 1) Proyek atau proyek – proyek haruslah layak secara finansial;
- 2) Kelayakan finansial tersebut berarti bahwa proyek atau proyek – proyek haruslah menghasilkan pendapatan yang nantinya mampu menutup biaya operasional dan pemeliharaan;
- 3) Pemerintah daerah sebagai penerbit haruslah memiliki rekening *escrow* yang digunakan untuk proses pembayaran hutang obligasi daerah dan untuk memenuhi biaya operasional dan pemeliharaan yang diusulkan dengan pendapatan yang dialokasikan. Alokasi pendapatan ini diawasi oleh wali amanat independen seperti DFI (*Development Finance Institution*) atau bank – bank nasional

c. Reformasi

- 1) Jika penerbit adalah *Urban Local Body* (ULB) atau Badan Perkotaan Setempat, hal itu akan mendorong perubahan atau perbaikan dalam tata kelola keuangan seperti:
 - (a) Penerapan sistem akuntansi moderen (*accrual – based double entry*);

- (b) Pemanfaatan sistem *e – governance* berbasis aplikasi informasi teknologi seperti *GIS* dan *MIS* untuk berbagai layanan oleh *ULBs*;
 - (c) Reformasi pajak properti melalui *GIS* agar menjadi sumber utama pendapatan *ULB* dan pengaturan penerapan yang efektif agar efisiensi koleksi pajak dapat mencapai 85% untuk lima (5) tahun ke depan;
 - (d) Retribusi biaya pengguna oleh *ULB* bagi kepentingan pengumpulan biaya operasional dan pemeliharaan untuk lima (5) tahun berikutnya.
- 2) Jika penerbit adalah suatu perusahaan, bukan *ULB*, hal itu akan menjadi dorongan reformasi dalam lingkup kegiatan seperti:
- (a) penerapan sistem akuntansi moderen (*accrual – based double entry*);
 - (b) Retribusi biaya pengguna bagi kepentingan pengumpulan biaya operasional dan pemeliharaan untuk lima (5) tahun berikutnya;
 - (c) Efisiensi dalam kerja organisasi.
- d. Kondisi Lainnya
- 1) Penerbit akan tunduk pada aturan peminjaman berdasarkan peraturan kota sesuai peraturan perundang – undangan negara tentang total peminjaman;
 - 2) Hal – hal lainnya:
 - (a) Penerbit harus memenuhi persyaratan hutang dengan rasio cakupan layanan hutang (*Debt Service Coverage*

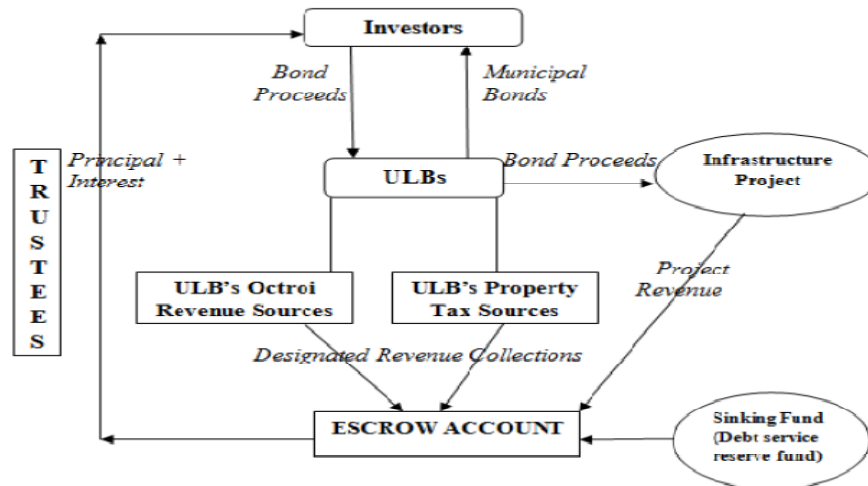
Ratio/DSCR) minimal 1,25 selama jangka waktu Obligasi Daerah;

- (b) *DSCR* didefinisikan sebagai rasio pendapatan bersih setelah memenuhi semua hutang dan kewajiban penerbit kecuali kewajiban hutang jangka panjang (pokok dan bunga) untuk pelayanan hutang obligasi jangka panjang;
 - (c) Untuk keperluan perkiraan pendapatan bersih, pendapatan dan belanja keseluruhan utilitas/perusahaan dapat dianggap di luar pendapatan dan belanja proyek;
 - (d) Seluruh hibah atau transfer negara kepada penerbit harus disimpan dalam rekening *escrow* dan obligasi yang ditawarkan haruslah jelas penetapan prioritasnya sehubungan dengan pendapatan yang dihasilkan perusahaan/layanan infrastruktur akan dialokasikan untuk berbagai keperluan;
 - (e) Perkiraan *DSCR* berdasarkan asumsi yang realistis.
- e. Perhitungan dan Pengawasan Proyek (*Project Account and Monitoring*)
- 1) Penerbit harus membuat rekening terpisah dana obligasi daerah digunakan hanya untuk pengeluaran proyek;
 - 2) Penerbit harus menetapkan Unit Pelaksanaan Proyek dan seorang Petugas Proyek untuk mengawasi kemajuan proyek dan bertanggung jawab memastikan dana Obligasi Daerah digunakan hanya untuk proyek sesuai dengan rencana penerbitan Obligasi Daerah;
 - 3) Penerbit akan memanfaatkan, sesuai waktu rencana, dana Obligasi Daerah misalnya minimal 50% untuk investasi proyek

selama dua belas (12) bulan pertama dan 85% untuk dua puluh empat (24) bulan pertama untuk memastikan kecepatan pelaksanaan proyek.

Gambar 2.3

Flow of fund of an Indian ULB's Municipal Bond Scheme



Sumber : Pradhan (2003)

2.3.8.2 Vietnam

Vietnam mulai menggunakan Obligasi Daerah untuk pembangunan kota pada tahun 2003 (Nguyen Van Dua, 2004). Saat itu Ho Chi Minh City mengeluarkan Obligasi Daerah Ho Chi Minh City (*Ho Chi Minh City Municipal Bond/HCMC*) dalam bentuk Obligasi Umum (*General Obligation Bond*) melalui Dana Infrastruktur Ho Chi Minh City (*Ho Chi Minh City Infrastructure Fund/HIFU*). Melalui HCMC terkumpul dana sebesar US\$ 127 juta (Gao Thi Yen, 2004). Hasilnya dipergunakan untuk membiayai proyek Pusat Pengolahan Air (*Water Treatment Plant*) yang membutuhkan biaya sekitar US\$ 100 juta (Alan Coulthart, Nguyen Quang, dan Henry Sharpe, 2006). Pada tahun 2006, Vietnam berhasil

mengumpulkan dana melalui Obligasi Daerah sebesar VND 9.600 miliar (US\$ 600,64 juta) (Nguyen Huang Duong, 2007).

Belum optimalnya peraturan yang mendukung perkembangan Obligasi Daerah di Vietnam menyebabkan jumlah tersebut turun menjadi VND 8.238,1 miliar (US\$ 467,9 juta) (Nguyen Ngoc Anh, 2009). Perkembangannya ke depan, Obligasi Daerah di Vietnam cukup menjanjikan. Tentang kerangka hukum (*legal framework*), kelembagaan, sistem pemeringkatan kredit/obligasi, lembaga pemeringkat kredit/obligasi, dan lembaga pengelola dana hasil Obligasi Daerah di Vietnam, dapat dilihat pada lampiran 2.1 dalam penelitian ini.

2.4 Kapasitas Fiskal

Salah satu syarat penerbitan Obligasi Daerah adalah Kapasitas Fiskal daerah yang akan melakukan penerbitan Obligasi Daerah. Kapasitas Fiskal ini akan mempengaruhi tingkat pengembalian pokok dan bunga Obligasi Daerah yang akan diterbitkan oleh Pemerintah Daerah yang bersangkutan.

Howard Chernick (1998), mendefinisikan Kapasitas Fiskal sebagai kemampuan pemerintah yang berwenang dalam menerjemahkan kegiatan ekonomi dalam wilayahnya secara geografis menjadi pembelanjaan publik. Berdasarkan website Direktorat Jendral Perimbangan Keuangan (DJPk) Kementerian Keuangan Republik Indonesia (<http://web.djpk.depkeu.go.id>). Kapasitas Fiskal merupakan gambaran dari kemampuan keuangan pemda yang dapat dilihat melalui penerimaan umum APBDnya (tidak termasuk didalamnya dana darurat, dana alokasi khusus, dana pinjaman lama/sebelumnya, dan juga penerimaan-penerimaan lainnya yang penggunaannya telah dibatasi untuk pendanaan pengeluaran tertentu) yang digunakan untuk pembiayaan tugas-tugas pemerintahan tentunya setelah dikurangi dengan belanja pegawai dan juga

perhitungan yang berkaitan dengan jumlah penduduk miskin. Kapasitas Fiskal Daerah ini merupakan sumber pembiayaan atau pendanaan daerah yang berasal dari PAD dan juga Dana Bagi Hasil (berdasarkan UU No. 33 /2004 Pasal 28 ayat (3)). Kapasitas Fiskal ini merupakan salah satu instrumen perhitungan perimbangan keuangan yaitu Dana Alokasi Umum (DAU) bagi daerah – daerah di Indonesia yang menggunakan teori *governmental transfer* (E.S. Astuti dan J.T.Haryanto, 2006).

Berdasarkan UU No. 33/ 2004 mengenai Perimbangan Keuangan antara Pempus dan Pemda, perhitungan DAU setiap pemerintah daerah dihitung berdasarkan Celah Fiskal (*Fiscal Gap*) dan Alokasi Dasar. Celah Fiskal ini dihitung yang berasal dari selisih Kebutuhan Fiskal (*Fiscal Need*) dan Kapasitas Fiskal, sedangkan Alokasi Dasar dihitung didasarkan pada jumlah gaji PNS Daerah (PNSD).

Kebutuhan Fiskal ini adalah kebutuhan pembiayaan pemda untuk dapat menjalankan fungsi layanan dasar umum. Kebutuhan Fiskal tiap daerah berbeda– berbeda tergantung jumlah penduduknya, IKK/ Indeks Kemahalan Konstruksi, luas wilayahnya, Produk Domestik Regional Bruto/ PDRB per kapita, dan juga Indeks Pembangunan Manusia.

Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 245/PMK.07/2010 tentang Peta Kapasitas Fiskal Daerah, perhitungan Kapasitas Fiskal tiap – tiap daerah dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$KF = \frac{(PAD + DBH + DAU + LP) - BP}{\text{Jumlah Penduduk Miskin}}$$

KF = Kapasitas Fiskal

PAD = Pendapatan Asli Daerah

DBH = Dana Bagi Hasil

DAU = Dana Alokasi Umum

LP = Lain – lain Pendapatan Daerah Yang Sah

BP = Belanja Pegawai

Jumlah Penduduk Miskin yang digunakan pada Peraturan Menteri ini menggunakan data Biro Pusat Statistik (BPS) tahun 2015. Berdasarkan Peraturan Menteri ini, setelah mendapatkan Kapasitas Fiskal, Indeks Kapasitas Fiskal dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{IKFD} = \frac{\text{KFD}}{\text{TKFD}}$$

IKF = Indeks Kapasitas Fiskal Daerah (Provinsi atau Kota/Kabupaten)

KFD = Kapasitas Fiskal Daerah (Provinsi atau Kota/Kabupaten)

TKFD = Total Kapasitas Fiskal seluruh Daerah di Indonesia (Provinsi atau Kota/Kabupaten)

Angka-angka Indeks Kapasitas Fiskal berdasarkan Peraturan Menteri ini sebagai berikut :

1. Daerah yang indeks kapasitas fiskalnya lebih dari atau sama dengan 2 (indeks ≥ 2) merupakan Daerah yang termasuk kategori Kapasitas Fiskal sangat tinggi;
2. Daerah yang indeks kapasitas fiskalnya antara lebih dari atau sama dengan 1 sampai kurang dari 2 ($1 \leq$ indeks < 2) merupakan Daerah yang termasuk kategori Kapasitas Fiskal tinggi;
3. Daerah yang indeks kapasitas fiskalnya antara lebih dari 0,5 sampai kurang dari 1 ($0,5 <$ indeks < 1) merupakan Daerah yang termasuk kategori Kapasitas Fiskal sedang; dan

4. Daerah yang indeks kapasitas fiskalnya kurang dari atau sama dengan 0,5 (indeks $\leq 0,5$) merupakan Daerah yang termasuk kategori Kapasitas Fiskal rendah.

Faktor – faktor yang mempengaruhi Kapasitas Fiskal suatu daerah (E.S.

Astuti dan J.T. Haryanto, 2006) antara lain :

1. Pajak Daerah;
2. Retribusi Daerah;
3. Produk Domestik Regional Bruto jasa (PDRB);
4. Bagi Hasil Pajak.

Berdasarkan hasil penelitian itu (E.S. Astuti dan J.T. Haryanto, 2006), peningkatan Pajak Daerah dan Bagi Hasil Pajak memiliki pengaruh cukup signifikan terhadap peningkatan Kapasitas Fiskal daerah. Ini dapat menjadi referensi dalam meningkatkan Indeks Kapasitas Fiskal suatu daerah.

2.5 Rerangka Konseptual

Gambar 2.4
Rerangka Konseptual

