

ORI: Berinvestasi atau Berspekulasi?

Oleh: Sunaryati*

Abstrak

Di samping memberikan janji-janji kepada para investor, pemerintah juga harus menjamin pembayaran ORI. Hal ini menjadi salah satu daya tarik bagi para investor. Namun, ORI masih memiliki beberapa resiko dan biaya yang harus dibayar oleh para investor jika ada kesalahan. Jadi, akan lebih baik jika para bakal investor mempelajari ORI sebelum menjadi investasi spekulatif yang merugikan.

Kata kunci: *obligation, investment*

A. Pendahuluan

Dari tahun ke tahun, ketergantungan ekonomi Indonesia terhadap Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) semakin tinggi. Banyak masalah bermuara pada APBN, mulai dari biaya pembangunan, beban subsidi BBM, listrik serta bahan makanan, hingga biaya untuk program pengentasan kemiskinan dan mengurangi jumlah pengangguran. Masalahnya, ketergantungan itu kini menjadi bumerang. Pemerintah harus mencari uang untuk menutup defisit anggaran yang meningkat dari Rp. 73,3 triliun atau 1,7% dari produk domestik bruto (PDB), menjadi Rp. 95,5 triliun (2,1% dari PDB) pada tahun 2008 ini.

Lantas, dari mana pemerintah mencari dana untuk menutup defisit APBN? Yang sudah pasti, pemerintah kini sedang meningkatkan penerimaan pajak, misalnya dengan mengenakan setoran bea keluar ekspor produk pertambangan, setoran cukai serta menambah setoran bea keluar ekspor kelapa sawit. Masalahnya adalah tambahan setoran dari sektor pajak masih belum cukup untuk menutup defisit anggaran. Jadi, hutang masih menjadi andalan untuk menutup kekurangan APBN. Ada dua sumber hutang yang bisa diakses oleh pemerintah. Pertama, hutang luar negeri, tentu saja dengan tingkat bunga yang tinggi. Kedua, hutang domestik dengan menerbitkan surat hutang. Misalnya dengan menerbitkan Surat Utang Negara (SUN) serta menerbitkan Obligasi Ritel Indonesia (ORI).

Nampaknya pemerintah lebih memilih alternatif yang kedua, yaitu mencari sumber pembiayaan dari dalam negeri. Ini terlihat dari kebijakan yang diambil Pemerintah Republik Indonesia dengan menerbitkan

* Dosen Prodi Keuangan Islam Fakultas Syari'ah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

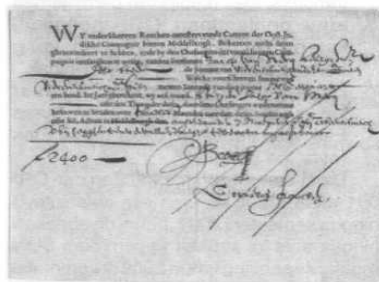
Obligasi Negara Ritel. Pada akhir Februari 2008 pemerintah kembali menerbitkan Obligasi Negara Ritel dengan nama ORI Seri 004, melanjutkan program diversifikasi sumber dana pembangunan setelah penerbitan ORI sebelumnya. Bagaimana prospeknya? Kesuksesan penerbitan ORI kali ini tergantung dari upaya pemerintah dan agen penjual mensosialisasikan dan memasarkan mengenai prospek kinerja ORI 004.

Bagi pemerintah, penerbitan ORI paling tidak memiliki dua tujuan utama. Pertama, instrumen ini merupakan sarana diversifikasi sumber dana dalam rangka menjalankan manajemen risiko keuangan negara yang lebih baik. Kedua bersifat idealistik, yakni memberi kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam pembangunan nasional, sesuai dengan jargon ORI yaitu berinvestasi membangun negeri. Agar kedua tujuan tersebut tercapai, ORI tentunya harus dikemas menarik untuk mengundang investor. Tidak kalah penting, persiapan matang dalam proses penerbitannya.

B. Apa Itu Ori?

Sebelum masuk pada pembahasan yang lebih jauh, tidak ada salahnya kita mengenal terlebih dahulu seperti apakah ORI itu? Apa bedanya dengan obligasi yang lain? Adapun keberadaan obligasi dalam iklim investasi di Indonesia ternyata sudah dikenal sejak jaman VOC pada tahun 1623, yang mana dalam bidang keuangan dan ekonomi, obligasi merupakan instrumen utang yang berisi janji dari pihak yang mengeluarkan obligasi untuk membayar pemilik obligasi sejumlah nilai pinjaman beserta bunga.

Gambar 1.
Obligasi Jaman VOC



Obligasi merupakan surat hutang bagi perusahaan yang hendak memperoleh modal. Obligasi termasuk salah satu jenis efek, di mana keuntungan dari membeli obligasi diwujudkan dalam bentuk kupon. Berbeda dengan saham, maka obligasi tidak mempunyai hak terhadap

manajemen dan kekayaan perusahaan, obligasi merupakan utang dari suatu perusahaan (atau negara), sehingga pemilik obligasi disebut sebagai kreditor. Perusahaan yang mengeluarkan obligasi hanya mengakui mempunyai hutang kepada si pemegang obligasi sebesar obligasi yang dimilikinya.

Selanjutnya obligasi merupakan instrumen keuangan yang cukup menarik, karena berbentuk surat utang jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu lembaga, dengan nilai nominal (nilai pari/*par value*) dan waktu jatuh tempo tertentu. Penerbit obligasi bisa perusahaan swasta, BUMN atau pemerintah, baik pemerintah pusat maupun daerah. Biaya investasi dalam obligasi sebesar Rp 1 miliar merupakan awal yang umum dibutuhkan, meskipun ada juga yang memecahnya menjadi satuan yang lebih kecil, misalkan Rp 50 juta.

Perusahaan meminjam dana dari kalangan investor untuk melakukan ekspansi usaha atau kebutuhan lain. Sebagai imbal balik, perusahaan akan memberikan tingkat bunga atau kupon yang akan dibayarkan 6 bulanan atau tahunan. Dari sisi prosedur, langkah ini dirasa lebih mudah dari pada proses peminjaman ke lembaga keuangan.

Salah satu jenis obligasi yang diperdagangkan di pasar modal kita saat ini adalah obligasi kupon (*coupon bond*) dengan tingkat bunga tetap (*fixed*) selama masa berlaku obligasi. Sedangkan terdapat beberapa jenis obligasi yang dilihat dari berbagai segi:

- a. Ditinjau dari segi penerbit
 1. Obligasi oleh pemerintah
Merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, baik pemerintah pusat, daerah atau perusahaan pemerintah.
 2. Obligasi oleh swasta
Merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pihak swasta.
- b. Ditinjau dari segi jatuh tempo
 1. Obligasi jangka pendek
Merupakan obligasi yang berjangka waktu tidak lebih dari 1 tahun.
 2. Obligasi jangka menengah
Yaitu obligasi yang memiliki jangka waktu antara 1 tahun sampai dengan 5 tahun.
 3. Obligasi jangka panjang
Merupakan obligasi yang memiliki jangka waktu lebih dari 5 tahun.
- c. Ditinjau dari segi jaminan yang diberikan atau hak klaim
 1. Obligasi dengan jaminan (*secured bonds*)

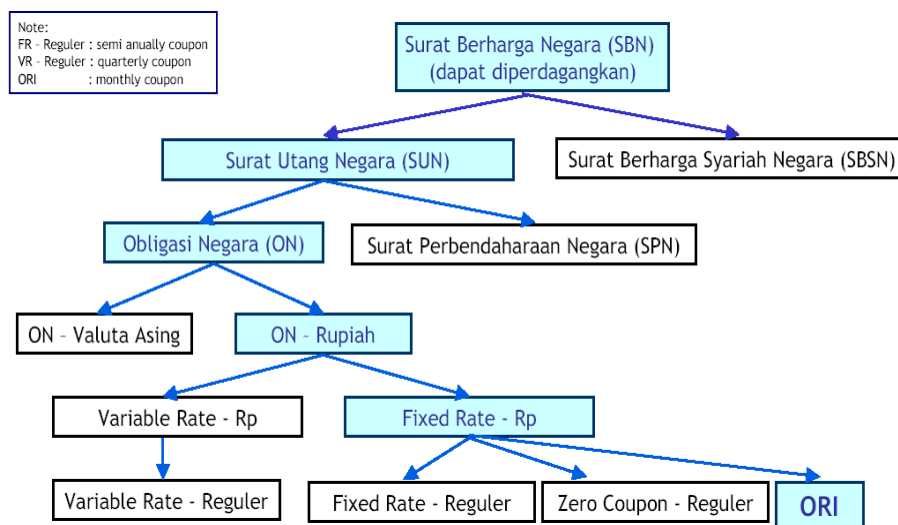
Merupakan obligasi yang dijamin dengan jaminan tertentu jenis obligasi ini antara lain, obligasi dengan garansi (*guaranteed bonds*), obligasi dengan jaminan harta (*mortgage bonds*), obligasi dengan jaminan efek (*collateral trust bonds*) dan obligasi dengan jaminan peralatan (*equipment bonds*).

2. Obligasi tanpa jaminan (*unsecured bonds*)

Pengertian tanpa jaminan, artinya obligasi yang diberikan hanya berbentuk kepercayaan semata, misalnya *debenture bonds* yang merupakan obligasi yang diterbitkan pemerintah dan *subordinate bonds*.¹

Adapun Obligasi Negara itu sendiri adalah surat pengakuan utang jangka panjang (di atas 12 bulan) dengan kupon atau tanpa kupon, dalam denominasi rupiah atau valuta asing yang dijamin pembayaran kupon dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya. Sedangkan ORI (Obligasi Negara Ritel) adalah Obligasi Negara yang dijual kepada individu atau perseorangan Warga Negara Indonesia melalui Agen Penjual di Pasar Perdana. ORI merupakan Obligasi Negara dengan kupon tetap. Secara skematis uraian di atas dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.
Skema Obligasi Negara



¹ Kasmir, *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*, (Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada, 2002), pp. 196–198.

Sampai dengan 31 Maret 2008, pemerintah Indonesia telah menerbitkan surat berharga negara senilai Rp. 47, 31 triliun. Adapun rinciannya dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel. 1
Realisasi Penerbitan SBN 2008.²

SBN jatuh tempo	8.259.847.375.705
SBN netto	39.049.917.624.295
Total Penerbitan	47.309.765.000.000
SBN Domestik	28.355.765.000.000
- Obligasi Negara	5.350.000.000.000
- SUN tanpa kupon	9.550.000.000.000
- ORI	13.455.765.000.000
- SBSN	-
SBN Internasional	18.954.000.000.000
- Valas	18.954.000.000.000
- SBSN Valas	-

Catatan:

- Realisasi penerbitan SBN sampai dengan 31 Maret 2008.
- Kurs realisasi penerbitan SBN Internasional = Rp. 9.447 per dollar AS

C. Perbedaan ORI dengan Saham, Deposito, dan Reksadana Terproteksi

Dari uraian di atas sudah kita dapatkan gambaran tentang obligasi. Selanjutnya akan dikaji perbedaan antara obligasi, saham, deposito, dan reksadana terproteksi. Terdapat banyak kesamaan antara ORI dengan deposito pada bank. Bila seorang investor membeli obligasi, maka ia akan memperoleh bunga/kupon yang tetap secara berkala, biasanya setiap 3 bulan, 6 bulan atau 1 tahun sekali sampai waktu jatuh tempo. Ketika obligasi tersebut jatuh tempo, maka penerbit harus membayar kepada investor sesuai dengan nilai pari dari obligasi tersebut beserta bunga/kupon terakhirnya.

Adapun menurut Undang-undang No. 10 tahun 1998 yang dimaksud dengan deposito adalah simpanan yang penarikannya hanya dapat dilakukan pada waktu tertentu berdasarkan perjanjian nasabah penyimpan dengan bank. Merupakan deposito yang diterbitkan menurut

² Orin Basuki, "Obligasi Negara: Masih Adakah Kepercayaan dari Investor?", Kompas, 4 April 2008.

jangka waktu tertentu. Bunga deposito dapat ditarik setiap bulan atau setelah jatuh tempo (jangka waktu) sesuai jangka waktunya. Penarikan sebelum jatuh tempo dikenakan *penalty fee* (denda).³ Sedangkan yang dimaksud dengan saham adalah suatu surat berharga yang bersifat kepemilikan, yang artinya pemilik saham merupakan pemilik perusahaan. Semakin besar saham yang dimilikinya, maka semakin besar pula kekuasaannya diperusahaan tersebut. Keuntungan yang diperoleh dari saham dikenal dengan nama deviden. Pembagian deviden ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).⁴

Reksadana terproteksi adalah Reksa Dana yang memberikan proteksi atas nilai investasi awal investor melalui mekanisme pengelolaan portofolio. Cara kerja Reksa Dana terproteksi dalam praktik yang lazim di pasar modal yang telah maju adalah manajer investasi akan menginvestasikan sebagian dana nasabah pada *zero coupon bond* sebagai alat proteksi nilai.⁵

Tabel 2.
Perbedaan ORI dengan Saham, Deposito dan Reksadana Terproteksi

	Saham	Deposito	Reksadana Terproteksi	ORI
Jatuh tempo	tidak ada	ada	ada	ada
Kupon/Bunga	tidak ada	ada, dapat berubah setiap saat	tidak ada	ada, jml tetap, di atas bunga deposito pada saat penerbitan
Dividen	ada	tidak ada	tidak ada	tidak ada
Potensi <i>capital gain</i>	ada	tidak ada	ada	ada
Jaminan Negara	tidak ada	ada (maks. Rp100 juta dengan syarat)	tidak ada	ada (tanpa batasan dan tanpa syarat)
Perdagangan di Pasar Sekunder	dapat	tidak dapat	dapat	dapat
Stand by buyer di Pasar Sekunder	tidak ada	tidak ada	tidak ada	Ada

³ Kasmir, *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*, (Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada, 2002). pp. 80–81.

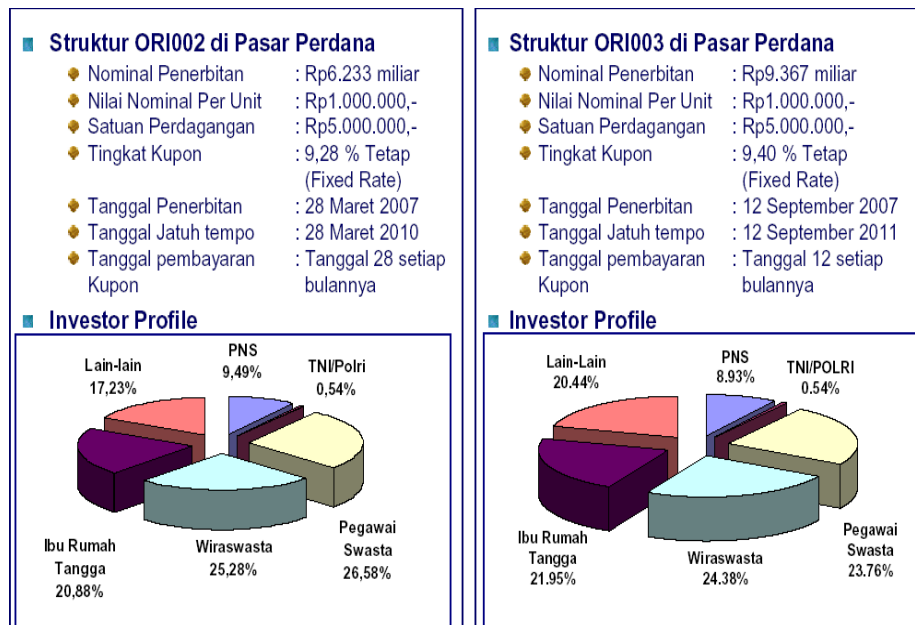
⁴ *Ibid.*, p. 195.

⁵ *Zero coupon bond* adalah obligasi tanpa bunga sehingga sebagai kompensasinya obligasi ini akan dijual dengan harga diskon. Misalnya jika ada *zero coupon bond* bernilai nominal Rp. 1 Milyar berjangka waktu 3 tahun ditawarkan dengan diskon 30%, maka ini berarti bahwa untuk memperoleh obligasi tersebut investor hanya perlu mengeluarkan Rp. 700 Juta dengan memperoleh pembayaran di akhir periode obligasi sebesar nilai nominal yaitu Rp. 1 Milyar.

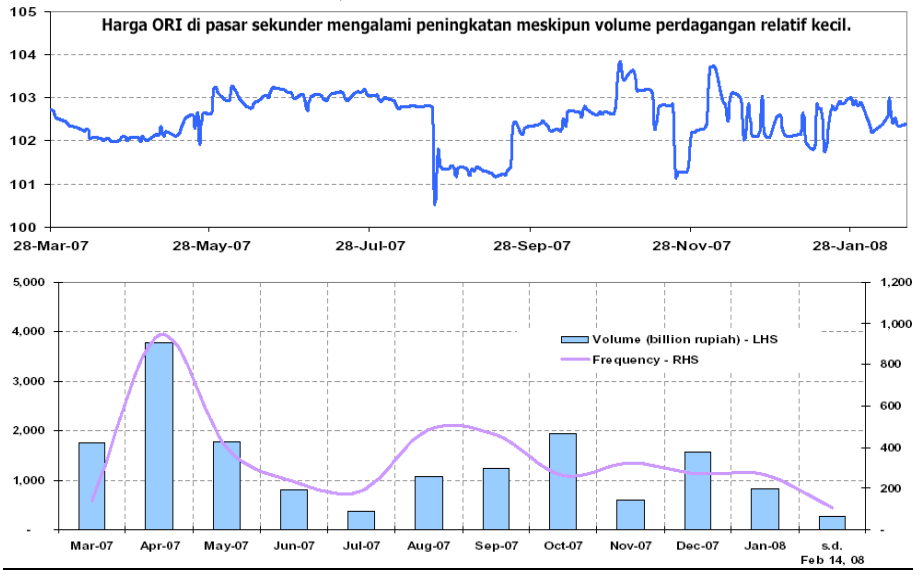
D. Kinerja ORI

Di tengah peliknya upaya pemerintah dalam memperbaiki perekonomian nasional, ditambah dengan bencana alam yang terus melanda di berbagai wilayah, ternyata pemerintah masih mampu memberikan kinerja yang lumayan baik dengan terlampauinya target penjualan obligasi negara ritel atau ORI-004 (ORI) sebesar Rp 13,46 triliun dari target awal sebesar Rp 10,24 trilun. Sampai saat ini pemerintah Republik Indonesia sudah menerbitkan empat seri ORI yaitu: ORI Seri 001, ORI Seri 002, ORI Seri 003 dan ORI Seri 004, yang mana untuk setiap kali penerbitannya selalu mendapatkan respon yang positif dari masyarakat. Hal ini dapat dilihat dari struktur maupun kinerja ORI di pasar perdana berikut ini.

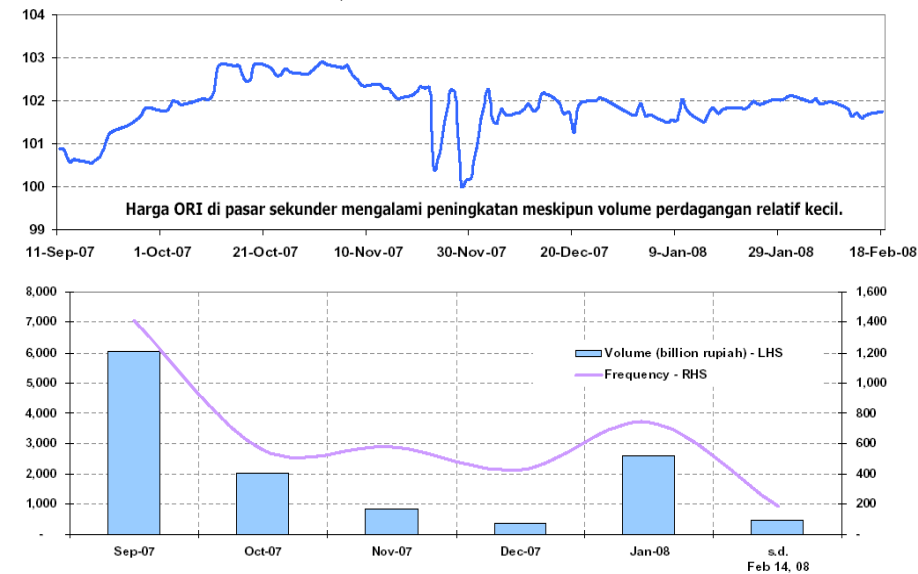
Tabel 3.
Struktur ORI di Pasar Perdana



Gambar. 2.
Kinerja ORI002 di Pasar Sekunder



Gambar. 3.
Kinerja ORI003 di Pasar Sekunder



Dengan melihat kinerja ORI sebelumnya, maka tidaklah mengherankan apabila penerbitan obligasi ritel Indonesia (ORI004) dinilai masih prospektif di tengah adanya kecenderungan penurunan suku bunga perbankan yang akan memicu orang untuk memilih obligasi untuk alternatif investasinya, meskipun masih ada gejolak pasar global. Pasar

global yang masih bergejolak, dan harga-harga saham yang masih terus fluktuatif akan mendorong investor untuk mengamankan investasinya. Salah satunya mereka akan mengalihkan investasinya ke obligasi ritel. Karena itu penerbitan ORI004 oleh pemerintah dinilai masih prospektif dan menjanjikan karena obligasi ORI004 akan lebih likuid di tengah volatilitas harga saham di bursa global maupun Indonesia.

Diminatnya ORI004 di pasaran karena investasi ini dikemas semenarik mungkin. Sebagaimana diketahui ORI004 mempunyai denominasi sebesar Rp. 1 juta, dengan jumlah pembelian minimal Rp. 5 juta dan maksimal Rp. 3 miliar. ORI 004 mulai ditawarkan kepada masyarakat pada 25 Februari-6 Maret. Dan untuk program ini pemerintah telah siap menawarkan Rp. 13.460.000.000.000,- (13,46 triliun) atau 13.460.000,- unit, sehingga diharapkan ORI dapat menembus sektor ritel dan terjangkau oleh masyarakat, kemudian turut membantu proses pertumbuhan perekonomian.

ORI004 pun menjanjikan tingkat bunga (*coupon bond*) yang tetap (*fixed*) selama 3 (tiga) tahun dengan nilai 9,5% pertahun, yang di atas rata-rata tingkat suku bunga deposito bank BUMN sebesar 6-8%. Dan pemerintah menjamin pembayaran kupon (bunga) dilakukan setiap bulan kepada pemilik ORI yang tercatat pada tanggal pencatatan kepemilikan (*record date*) dengan mengkredit rekening dana pemilik ORI. Adapun struktur Obligasi Negara Seri ORI004 yang dikeluarkan oleh pemerintah terlihat pada Tabel. 4.

Tabel 4.
Struktur Obligasi Negara Seri ORI004

Penerbit	: Pemerintah Pusat Negara Republik Indonesia
Masa Penawaran	: 25 Februari s.d 6 Maret 2008
Tgl Penjatahan	: 10 Maret 2008
Tgl Setelmen	: 12 Maret 2008
Tgl Pencatatan di Bursa	: 13 Maret 2008
Tgl Jatuh Tempo	: 12 Maret 2012
Minimum Pemesanan	: Rp. 5.000.000,00
Maksimum Pemesanan	: Rp. 3.000.000.000,00
Tingkat Kupon	: 9,50%
Pembayaran kupon	: setiap bulan pada tanggal 12
Agen Penjual	: Bank Umum dan Perusahaan Efek
Agen Pembayar	: Bank Indonesia

Untuk berinvestasi dalam ORI pun tidak sulit karena penjualan dilakukan serentak diseluruh Indonesia, dilaksanakan oleh agen penjual (Bank dan/atau perusahaan efek) yang ditunjuk oleh Menteri Keuangan

untuk melaksanakan penjualan ORI di pasar perdana. 18 (delapan belas) Agen Penjual yang ditunjuk Pemerintah untuk penjualan ORI004 adalah PT. Bank Mandiri (Persero), Tbk; PT. Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk; PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero), Tbk; PT. Bank Central Asia, Tbk; PT. Bank Permata, Tbk; PT. Bank Lippo, Tbk; PT. Bank Pan Indonesia, Tbk; PT. Bank Danamon Indonesia, Tbk; PT. Bank Internasional Indonesia, Tbk; PT. Bank Mega, Tbk; PT. Bank Bukopin, Tbk; PT. Bank NISP, Tbk; Citibank N.A; PT. Bank Niaga Tbk; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited; PT. Danareksa Sekuritas; PT. Trimegah Securities, Tbk; dan PT. Reliance Securities, Tbk. Adapun prosedur pembelian di pasar perdana adalah sebagai berikut:

1. Mendatangi kantor pusat/cabang Agen Penjual yang siap untuk melayani pemesanan pembelian ORI;
2. Membuka rekening dana (jika diperlukan) pada salah satu bank umum dan rekening surat berharga (jika diperlukan) pada salah satu Subregistry atau Partisipan/Nasabah Subregistry;
3. Menyediakan dana yang cukup sesuai jumlah pesanan untuk pembelian ORI melalui Agen Penjual;
4. Mengisi Formulir Pemesanan;
5. Menyampaikan Formulir Pemesanan, fotocopy KTP, dan bukti setor (jika diperlukan) kepada Agen Penjual dan menerima tanda terima bukti penyerahan dokumen tersebut dari Agen Penjual.

Dengan berbagai kemudahan yang dimilikinya, ORI ini baik untuk investor maupun pemerintah, karena bagi pemerintah investasi ini akan menjadi sumber pendanaan baru yang menambah devisa bagi negara sehingga mengurangi ketergantungan pada pihak asing, juga membudayakan masyarakat umum dari perilaku konsumtif menuju budaya menabung, hingga berinvestasi. Diharapkan dana yang diperoleh dapat menutupi kekurangan dana dalam pembangunan suatu proyek dan lain-lain, karena sebagian dari hasil penjualan ORI004 akan dipergunakan untuk memenuhi sebagian kebutuhan pembiayaan APBN 2008. Pengeluaran obligasi ini lebih murah jika dibandingkan bila pemerintah harus berhutang pada lembaga keuangan atau pemerintah asing, sehingga secara perlahan dapat mengurangi hutang negara ke lembaga asing.

Dari sisi agen penjual, emisi ORI mampu memperluas basis investor ritel sehingga memudahkan penambahan pendapatan dari bisnis lain yang dijalankan perusahaan agen. Agen penjualpun menilai pemasaran ORI lebih menguntungkan karena *fee* yang diperoleh lebih tinggi dari *fee underwriting* dan bebas dari skema *full commitment*.

Salah satu bentuk jaminan pemerintah terhadap pelaksanaan ORI adalah dikeluarkannya Undang-undang dan Peraturan Menteri Keuangan, seperti :

- a. Undang-Undang SUN⁶, yang mengatur hal-hal sebagai berikut:
 1. Pasal 2 ayat (1), Surat Utang Negara dapat diterbitkan dalam bentuk warkat atau tanpa warkat.
 2. Pasal 2 ayat (2), Surat Utang Negara dapat diterbitkan dalam bentuk yang diperdagangkan atau yang tidak diperdagangkan di Pasar Sekunder.
 3. Pasal 5, Menteri Keuangan berwenang untuk menerbitkan Obligasi Negara.
 4. Pasal 8 ayat (3), dana untuk pelunasan pokok Obligasi Negara disediakan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) setiap tahun.
 5. Pasal 9 ayat (2) Obligasi Negara dapat diterbitkan dari waktu ke waktu dengan cara lelang, dan/tanpa lelang.
- b. Peraturan Menteri Keuangan No. 36/PMK.06/2006 tentang Penjualan Obligasi Negara Ritel di pasar perdana.

Selain itu pemerintah pun mengeluarkan memorandum untuk merevisi dan memperjelas batas maksimal pemesanan ORI. Isi dari memorandum tersebut antara lain:

1. Pemerintah tidak membatasi batas maksimal pemesanan dari calon investor.
2. Pemerintah memberikan keleluasaan kepada agen penjual untuk menentukan penjatahan kepada nasabahnya untuk memenuhi target penjualannya masing-masing.
3. Pemerintah tetap berkomitmen untuk memberikan kepastian penjatahan terhadap pemesanan yang Rp. 5 juta sampai dengan Rp. 50 juta.

Dengan dikeluarkannya jaminan tersebut membuat ORI berbeda dengan instrumen investasi lainnya seperti deposito, saham dan reksadana. Di mana saham dan reksadana tidak ada jaminan, sedangkan deposito ada syarat dan maksimal 100 juta yang dapat dijamin, sedangkan ORI mendapat jaminan tanpa batasan serta tanpa syarat dari pemerintah. Selain

⁶ SUN adalah Surat Utang Negara, yang merupakan surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Nomor 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara.

itu ORI dapat diperdagangkan di pasar sekunder seperti saham, sementara deposito dan reksadana terproteksi tidak bisa diperjualbelikan di pasar sekunder.

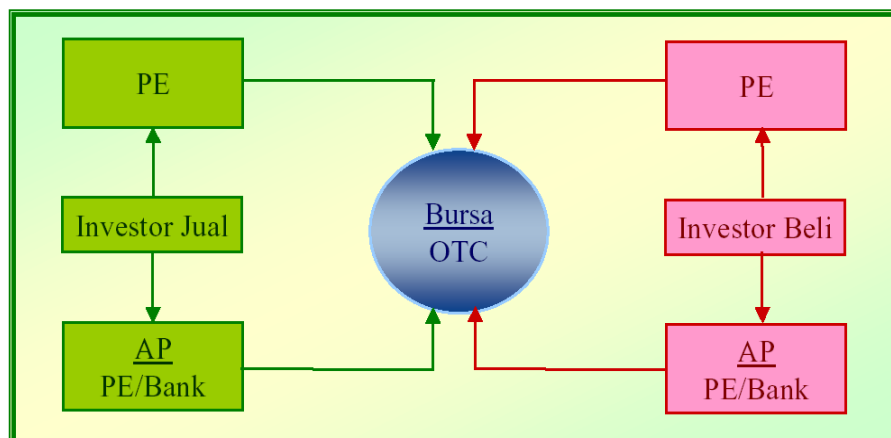
Maka secara keseluruhan *benefit* yang dapat diperoleh dengan bila berinvestasi di ORI adalah:

1. Pembayaran kupon dan pokok sampai dengan jatuh tempo dijamin oleh Undang-undang SUN dan Undang-undang APBN.
2. Pada saat diterbitkan (pasar perdana) kupon ditawarkan lebih tinggi dibandingkan rata-rata tingkat bunga deposito bank BUMN.
3. Kupon dengan tingkat bunga tetap sampai dengan waktu jatuh tempo.
4. Kupon dibayar setiap bulan.
5. Berpotensi memperoleh *capital gain* bila ORI dijual pada harga yang lebih tinggi dari pada harga beli setelah memperhitungkan biaya transaksi di pasar sekunder.
6. Tersedianya Kuotasi harga beli (*bid price*) dari Agen Penjual yang dapat dieksekusi kepada nasabahnya yang membeli di pasar perdana;
7. Dapat dipinjamkan atau dijaminakan kepada pihak lain, antara lain jaminan dalam pengajuan pinjaman pada bank umum atau jaminan dalam rangka transaksi efek (kebijakan peminjaman atau penjaminan ORI mengikuti ketentuan dan persyaratan yang berlaku pada masing-masing pihak).
8. Dapat digadaikan. Mulai pertengahan April 2008, Perum Pegadaian meluncurkan produk Kredit Gadai ORI (Kredori) untuk memberikan pilihan bagi nasabah ORI yang membutuhkan dana dalam waktu yang relatif cepat. Seluruh seri ORI dari ORI 001, ORI 002, ORI 003 hingga ORI 004 dapat digadaikan melalui produk gadai ini. Perum pegadaian menawarkan tingkat bunga sebesar 13% setahun untuk Kredori. Jumlah minimal ORI yang dapat digadaikan sebesar Rp. 10 juta per nasabah. Dengan adanya Kredori ini, resiko likuiditas ORI semakin kecil.⁷
9. Dapat diperdagangkan di pasar sekunder dengan mekanisme Bursa Efek atau transaksi di luar Bursa Efek (*over the counter*).⁸ Adapun mekanisme perdagangan ORI adalah sebagai berikut:

⁷ Magdalena Sihite, dkk, *Kantong lagi Gembos? Sekolahkan saja ORI Anda*, Tabloid Kontan No. 27-XII 2008, p. 14.

⁸ Memorandum Informasi, Obligasi Negara Republik Indonesia Seri 001, Departemen Keuangan RI, 2006.

Gambar. 4
Mekanisme Perdagangan ORI



Kehadiran ORI diharapkan dapat memperbaiki pasar sekunder obligasi yang belakangan dinilai kurang efisien karena masih munculnya praktik *concerning* dan persoalan transparansi harga. Bersamaan dengan emisi SUN ritel, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan menerbitkan regulasi wajib lapor *over the counter* (OTC) SUN ke Bursa Efek Surabaya. Keputusan tersebut penting untuk sentralisasi informasi harga SUN sehingga pelaku pasar dan penerbit setidaknya memiliki acuan harga yang jelas.

Karena memiliki sistem dan struktur yang tidak jauh berbeda dengan deposito, maka secara tidak langsung penjualan ORI dapat mempengaruhi nasabah bank yang menyimpan uangnya dalam bentuk deposito karena mereka akan memindahkannya mengingat berbagai kelebihan ORI, meski kemungkinan ini relatif kecil karena ORI pun tetap memiliki keterbatasan.

E. Tata Cara Pemesanan dan Penjatahan ORI⁹

1. Tata Cara Pemesanan Pembelian ORI di Pasar Perdana

1.1 Pemesan Yang Berhak

Individu atau perseorangan Warga Negara Indonesia yang ditunjukkan dengan bukti identitas Kartu Tanda Penduduk (KTP) yang masih berlaku.

1.2 Prosedur Pemesanan Pembelian ORI

- a. Mendatangi kantor pusat/cabang Agen Penjual yang siap untuk

⁹ Memorandum Informasi ORI004, Departemen Keuangan Republik Indonesia 2008.

- melayani Pemesanan Pembelian ORI;
- b. Membuka rekening dana (jika diperlukan) pada salah satu bank umum dan rekening surat berharga (jika diperlukan) pada salah satu *Subregistry* atau Partisipan/Nasabah *Subregistry*;
 - c. Menyediakan dana yang cukup sesuai jumlah pesanan untuk pembelian ORI melalui Agen Penjual;
 - d. Mengisi Formulir Pemesanan (FP-01);
 - e. Menyampaikan Formulir Pemesanan (FP-01), *fotocopy* KTP, dan bukti setor (jika diperlukan) kepada Agen Penjual dan menerima tanda terima bukti penyerahan dokumen tersebut dari Agen Penjual.

Pembukaan rekening dana di bank umum dimaksudkan untuk menampung dana tunai atas pembayaran kupon dan pokok ORI pada saat jatuh tempo.

Pembukaan rekening surat berharga di *Subregistry* atau Partisipan/Nasabah *Subregistry* dimaksudkan untuk mencatat kepemilikan ORI atas nama investor. Setiap Pemesanan Pembelian bersifat mengikat, tidak dapat dibatalkan dan ditarik kembali.

1.3 Masa Penawaran

Masa Penawaran ORI004 dimulai pada tanggal 25 Februari 2008 pukul 09:00 WIB dan ditutup pada tanggal 6 Maret 2008 pukul 09.00 WIB.

1.4 Penjatahan ORI

Seluruh Pemesanan Pembelian yang diterima sampai dengan akhir Masa Penawaran yang dilakukan sesuai dengan tata cara pemesanan pembelian yang ditetapkan akan diikutsertakan dalam proses penjatahan. Menteri Keuangan berhak menentukan jumlah emisi ORI sesuai dengan kebutuhan pembiayaan APBN. Penjatahan ORI akan dilakukan 1 (satu) hari kerja setelah akhir Masa Penawaran.

1.5 Pembayaran Pemesanan Pembelian ORI

Pembayaran pemesanan oleh investor kepada Agen Penjual dilakukan sejak dibuka Masa Penawaran sampai dengan akhir masa penawaran sesuai dengan kebijakan yang diatur oleh masing-masing Agen Penjual.

1.6 Distribusi ORI

Pemerintah Republik Indonesia akan menerbitkan ORI secara global (jumbo) dan menyerahkan kepada Bank Indonesia untuk didistribusikan kepada *Subregistry* pada tanggal 12 Maret 2008 yang akan diteruskan oleh masing-masing *Subregistry* kepada Pemesan.

1.7 Pencatatan ORI pada Bursa Efek Indonesia

Pencatatan ORI pada Bursa Efek Indonesia dilakukan pada tanggal 13 Maret 2008.

1.8 Lain-Lain

Agen Penjual berhak untuk menolak Pemesanan Pembelian yang tidak memenuhi syarat.

2. Jadwal Proses Penjatahan ORI

- a. Pada tanggal 6 Maret 2008 (di akhir Masa Penawaran), Agen Penjual menyampaikan seluruh Pemesanan Pembelian kepada Pemerintah.
- b. Pada Tanggal Penjatahan (10 Maret 2008), Pemerintah menetapkan hasil penjatahan kepada Agen Penjual.
- c. Pada Tanggal Setelmen di Pasar Perdana (12 Maret 2008) sampai dengan Pukul 10:00 WIB, Agen Penjual menyetorkan dana ke rekening Pemerintah di Bank Indonesia nomor 500.000003 "Menteri Keuangan c.q. Direktur Jenderal Perbendaharaan untuk pengelolaan Surat Utang Negara", sesuai dengan jumlah hasil penjatahan yang diperoleh. Pembayaran/transfer dana oleh Agen Penjual atau bank yang ditunjuk Agen Penjual ke rekening Pemerintah di Bank Indonesia dilakukan melalui sistem BI-RTGS.
- d. Pada Tanggal Setelmen di Pasar Perdana (12 Maret 2008) sampai dengan Pukul 14:00 WIB, Bank Indonesia mendistribusikan ORI kepada masing-masing *Subregistry* yang telah ditunjuk oleh Agen Penjual sesuai hasil penjatahan.
- e. Pada Tanggal Setelmen di Pasar Perdana (12 Maret 2008), *Subregistry* menyampaikan konfirmasi kepemilikan ORI secara langsung kepada investor atau melalui Agen Penjual dengan memuat informasi sekurang-kurangnya sebagaimana contoh Lampiran. Konfirmasi kepemilikan ORI diterima oleh investor selambat-lambatnya pada tanggal 19 Maret 2008.
- f. Paling lambat tanggal 13 Maret 2008, Agen Penjual mengembalikan sisa dana kepada masing-masing Pemesan dalam hal hasil pemesanan tidak seluruhnya mendapat penjatahan.

F. Perkembangan Perekonomian Indonesia

Berhasil atau tidaknya ORI diterima oleh pasar tidak lepas dari faktor makro ekonomi Indonesia dan perkembangan perekonomian internasional. Perubahan kebijakan perekonomian Indonesia seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi dan lain sebagainya memberikan dampak yang signifikan dalam penjualannya. Karena semakin tinggi tingkat inflasi akan berdampak semakin tinggi suku bunga perbankan, tapi

akan mengakibatkan semakin rendahnya nilai kupon dalam suatu obligasi, begitupun sebaliknya.

Dalam kaitannya dengan suku bunga perbankan, secara perlahan mulai terlihat kinerja pemerintah dalam memulihkan kondisi perekonomian nasional. Hal tersebut dapat dipantau dari hasil Rapat Dewan Gubernur (RDG) Bank Indonesia pada hari Kamis, 6 Desember 2007 memutuskan untuk menurunkan BI *rate* sebesar 25 bps dari 8,25% menjadi 8%.¹⁰ Pengambilan keputusan tersebut didasarkan pada evaluasi menyeluruh terhadap perekonomian nasional yang terus mengalami peningkatan, arah perkembangan laju inflasi, serta prospek perekonomian ke depan. Penurunan BI *rate* tersebut diyakini tidak mengganggu pencapaian sasaran inflasi, terutama dalam jangka menengah panjang. Bank Indonesia mengharapkan penurunan BI *rate* mampu memberikan stimulus dan menjaga momentum pencapaian pertumbuhan ekonomi Indonesia yang lebih tinggi dengan kestabilan makro ekonomi yang terus terjaga pada tahun-tahun mendatang. Keputusan ini juga memperhatikan faktor-faktor risiko yang ada, terutama terkait dengan tingginya harga minyak dunia.

Hasil penilaian Bank Indonesia menunjukkan bahwa gejala eksternal dan dampak meningkatnya harga minyak saat ini terhadap ekspansi perekonomian dan inflasi masih dapat dikendalikan. Langkah-langkah kebijakan Pemerintah dalam menyikapi kenaikan harga minyak tersebut, diharapkan mampu meredakan tekanan terhadap kesinambungan fiskal sekaligus menjaga momentum pertumbuhan ekonomi guna mengurangi pengangguran dan kemiskinan. Kebijakan tersebut akan dibarengi dengan langkah-langkah Bank Indonesia yang terukur dan tepat waktu dalam menjaga volatilitas nilai tukar Rupiah. Bank Indonesia akan mengoptimalkan piranti-piranti kebijakan yang dimiliki guna mengarahkan inflasi pada sasaran yang telah ditetapkan. Bank Indonesia juga akan berupaya mendukung pencapaian sasaran inflasi ke depan melalui transparansi serta komunikasi yang efektif kepada masyarakat. Dengan sinergi kebijakan antara Pemerintah dan Bank Indonesia tersebut, kondisi fundamental perekonomian Indonesia yang membaik, ketahanan yang semakin tinggi, diharapkan proses peningkatan pertumbuhan ekonomi masih stabil dan tetap berjalan.

Secara umum, perkembangan perekonomian sepanjang tahun 2007 memberikan keyakinan bahwa stabilitas makro ekonomi semakin menunjukkan penguatan. Target inflasi selama dua tahun berturut-turut

¹⁰ Bank Indonesia, Laporan Bulanan Ekonomi Moneter dan Perbankan, Desember 2007.

pun telah berhasil dicapai, yaitu sebesar 6,60% pada tahun 2006 (dari target 8%+1%) dan 6,59% pada tahun 2007 (dari target 6%+1%). Masih tingginya harga komoditas internasional yang berdampak pada harga pangan domestik serta kelangkaan minyak tanah terkait konversi minyak tanah ke LPG merupakan salah satu faktor yang menjadi perhatian Bank Indonesia dalam menetapkan kebijakannya. Secara umum, keputusan Bank Indonesia untuk menahan BI *rate* pada level 8,0% direspon positif oleh mayoritas pelaku pasar keuangan. Pelaku pasar menilai keputusan BI untuk menahan BI *rate* tepat diambil di tengah tingginya resiko global dan adanya tekanan inflasi domestik yang cukup besar. Ke depan, kegiatan ekonomi diharapkan akan terus meningkat meskipun terdapat beberapa faktor risiko yang perlu diwaspadai. Sinergi kebijakan antara Bank Indonesia dan pemerintah diperlukan untuk menjaga stabilitas makro ekonomi dan keberlanjutan pertumbuhan ekonomi. Langkah-langkah di bidang moneter yang dilaksanakan oleh Bank Indonesia merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari kebijakan stabilisasi makro ekonomi secara keseluruhan. Demikian pula, upaya mendorong perekonomian menuju keseimbangan internal dan eksternal perlu diprioritaskan dengan menerapkan kebijakan fiskal dan moneter secara lebih konsisten. Baik kebijakan moneter Bank Indonesia maupun kebijakan fiskal dari pemerintah perlu terus diarahkan untuk menjaga stabilitas makro ekonomi guna mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Tabel. 5

BI Rate (Berdasarkan keputusan Rapat Dewan Gubernur)

Periode	BI Rate
8 Maret 2008	8 %
6 Februari 2008	8 %
8 Januari 2008	8 %
6 Desember 2007	8,25%
6 November 2007	8,25%
8 Oktober 2007	8,25%
6 September 2007	8,25%

Sumber: Bank Indonesia¹¹

Sementara itu Inflasi IHK Januari 2008 tercatat cukup tinggi dan meningkat dibanding bulan sebelumnya sebelumnya yaitu mencapai 1,77% (mtm) atau 7,36% (yoy). Inflasi IHK Januari 2008 terutama bersumber dari inflasi inti yang meningkat cukup tinggi dibanding bulan sebelumnya

¹¹ <http://www.bi.go.id/web/id/indikator+moneter+dan+perbankan/birate/>

dari 6,29% (yoy) menjadi 7,11% (yoy). Peningkatan tersebut disebabkan oleh meningkatnya tekanan dari faktor eksternal berupa peningkatan inflasi impor akibat kenaikan beberapa harga komoditas internasional. Terkait dengan kenaikan harga komoditas tersebut dan kelangkaan minyak tanah, ekspektasi inflasi masyarakat meningkat. Di sisi lain, meskipun pemerintah telah melakukan operasi pasar, harga beras masih mengalami peningkatan akibat terbatasnya pasokan. Untuk keseluruhan tahun 2008, inflasi IHK 2008 berpotensi di atas kisaran sasaran inflasi 2008 sebesar 5,0%+1%.¹²

Nilai tukar rupiah sepanjang Januari 2008 terdepresiasi terhadap dollar Amerika Serikat, namun pada akhir periode laporan bergerak menguat. Tekanan depresiasi rupiah dipengaruhi gejolak di pasar keuangan global terkait ancaman resesi ekonomi Amerika Serikat dan efek lanjutan dari krisis *sub prime mortgage*. Namun, kebijakan stabilisasi nilai tukar yang ditempuh Bank Indonesia serta penurunan suku bunga Fed mampu mendorong mata uang global (non-dollar Amerika Serikat) kembali menguat. Secara rata-rata, rupiah melemah 0,54% dari Rp. 9.354/USD menjadi Rp. 9.405/USD. Ke depan, faktor eksternal diperkirakan masih akan mempengaruhi pergerakan rupiah. Faktor-faktor eksternal yang perlu dicermati antara lain adalah adanya ancaman resesi ekonomi Amerika Serikat sehingga mempengaruhi peningkatan *risk aversion* dan efek lanjutan krisis *sub prime mortgage*. Selain itu, berlanjutnya laporan kerugian perusahaan-perusahaan yang terkait *sub prime mortgage* serta tingginya permintaan valas domestik yang terutama ditujukan untuk kegiatan impor turut menimbulkan sentimen negatif di pasar keuangan global terutama pasar saham. Namun demikian, faktor fundamental domestik yang masih kuat, tercermin dari pertumbuhan ekonomi yang solid, surplus neraca pembayaran dan terjaganya risiko diperkirakan dapat menjaga stabilitas pergerakan rupiah ke depan.

G. ORI: Berinvestasi atau Berspekulasi?

Harga ORI sebagaimana harga obligasi lainnya merupakan *present value* dari seluruh *cash flows* ORI di masa mendatang. Adapun *discount rate* yang digunakan untuk mem-*present value*-kan *future cash flows* tersebut ialah *yield to maturity* atau tingkat bunga pasar. Jadi, jika ketika tingkat bunga turun, maka harga ORI akan naik, begitu juga sebaliknya.

Jika diamati perkembangan perekonomian akhir-akhir ini berdasarkan data mengenai inflasi, nilai tukar rupiah, penurunan tingkat

¹² *Ibid.*

suku bunga (*BI rate*), hingga kemampuan dalam mengendalikan gejolak bahan bakar minyak internasional, maka diduga nilai kupon obligasi akan meningkat untuk beberapa periode ke depan, sehingga ORI akan tampil “seksi” hingga diminati oleh masyarakat. Diharapkan ORI dapat menjadi salah satu alternatif investasi yang menguntungkan, bukannya spekulasi yang merugikan. Sebagaimana Poerwadarminta mendefinisikan investasi sebagai suatu kegiatan dalam penanaman modal (uang, dan sebagainya) yang diharapkan memberikan keuntungan yang besar di kemudian hari. Sedangkan spekulasi sebagai perihal (hal) dalam membeli atau menjual sesuatu di suatu keadaan yang mungkin menyebabkan untung besar atau bahkan rugi besar.¹³ Berikut ini akan disajikan simulasi perdagangan ORI004.

Tabel 5.
Simulasi Perdagangan ORI004

<u>SIMULASI PERDAGANGAN ORI004</u>	
A. Spesifikasi	
▪	Tanggal Penerbitan: 12 Maret 2008
▪	Tanggal Jatuh Tempo: 12 Maret 2012
▪	Tingkat Kupon: 9,50 % per tahun
▪	Frekuensi Pembayaran Kupon: bulanan
▪	Basis Perhitungan Kupon (<i>accrued interest</i>): Harian (<i>actual per actual</i>)
▪	Harga Penerbitan per unit : Rp1.000.000,00 dengan satuan perdagangan minimal Rp5.000.000,00
▪	Harga di Pasar Perdana: 100%
B. Perdagangan	
▪	Narti membeli ORI pada tanggal 12 Maret 2008 sebanyak 5 unit atau Rp 5.000.000,00 (1 unit = Rp1.000.000,00)
▪	Narti menjual ORI dan tanggal setelmen adalah 15 Juni 2008.
▪	Terdapat 3 kemungkinan tingkat harga, yaitu: Pada level harga :
•	Par (100%)
•	Discount (<100%, misalnya harga 99,95%)
•	Premium (>100%, misalnya harga 100,05%)
Kupon (<i>accrued interest</i>) dan Harga Bersih	
A. Kupon (<i>accrued interest</i>)	
1.	Jumlah hari dari tanggal 12 Juni 2008 (tanggal pembayaran kupon terakhir) s/d 12 Juli 2008 (tanggal pembayaran kupon berikutnya) adalah = 30 hari
2.	Jumlah hari dari tanggal 12 Juni 2008 s/d 15 Juni 2008 (tanggal setelmen penjualan) adalah = 3 hari

¹³ W.J.S. Poerwadarminta, *Kamus Umum Bahasa Indonesia* (Jakarta, PN Balai Pustaka, 1985). P. 385.

- Kupon (*accrued interest*) 1 unit = $\frac{3\text{Hari}}{30\text{Hari}} \times \frac{9,5}{100} \times \frac{1}{12} \times \text{Rp.}1000.000$
= Rp 792,-
- Kupon (*accrued interest*) 5 unit = 5 x Rp792,- = Rp3.960,-

B. Harga Bersih

1. Apabila par
= 100 % x Rp. 1.000.000,00 x 5
= Rp. 5.000.000,00
2. Apabila Discount
= 99,5 % x Rp. 1.000.000,00 x 5
= Rp. 4.997.500,00
3. Apabila Premium
= 100,05 % x Rp. 1.000.000,00 x 5
= Rp. 5.002.500,00

C. Jumlah dana yang diterima oleh Narti sebagai penjual

- = harga bersih + Kupon (*accrued interest*)
1. Jika harga Par (100%)
= Rp. 5.000.000 + Rp. 3.960,- = Rp. 5.003.960,-
 2. Jika harga Discount (misalnya 99,95%)
= Rp. 4.997.500 + Rp. 3.960,- = Rp. 5.001.460,-
 3. Jika harga Premium (misalnya 100,05%)
= Rp. 5.002.500 + Rp. 3.960,- = Rp. 5.006.460,-

Catatan: belum memperhitungkan biaya-biaya transaksi dan pajak

Namun bagi investor yang akan berinvestasi dalam ORI tidak ada salahnya mengamati lebih mendalam, karena ORI pun tetap dibayangi oleh adanya risiko yang kemungkinan timbul, dan secara umum kemungkinan risiko yang perlu diperhatikan adalah:

1. Risiko gagal bayar (*default risk*) yang merupakan risiko jika investor tidak dapat memperoleh pembayaran dana yang dijanjikan oleh penerbit pada saat produk investasi jatuh tempo. Investasi pada ORI terbebas dari resiko gagal bayar sebab pemerintah berdasarkan Undang-undang Surat Utang Negara dan Undang-undang APBN setiap tahunnya menjamin pembayaran kupon dan pokok SUN, termasuk ORI sampai dengan jatuh temponya.
2. Risiko pasar (*market risk*) merupakan potensi kerugian bagi investor karena adanya kecenderungan penurunan harga obligasi (ORI) di pasar sekunder akibat kenaikan tingkat bunga (misalnya tingkat bunga SBI). Kerugian (*capital loss*) dapat terjadi apabila investor menjual ORI

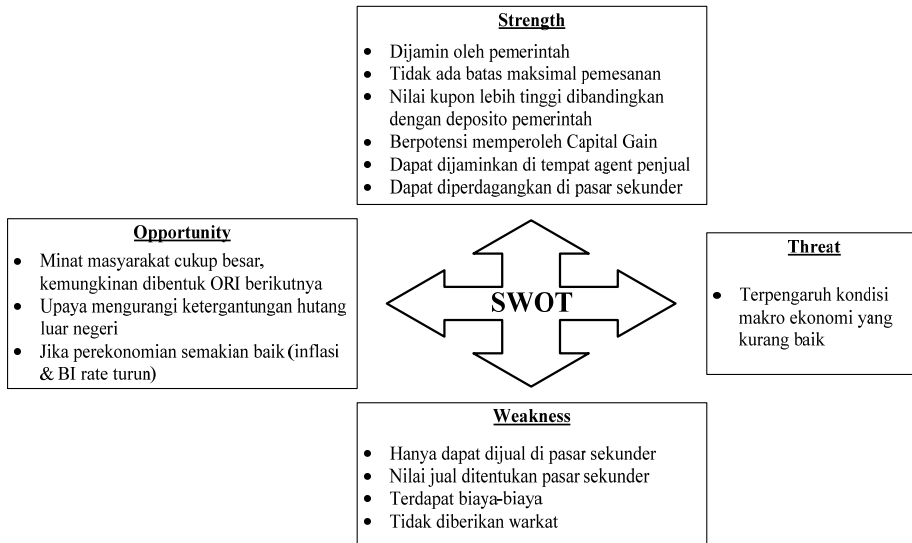
di pasar sekunder sebelum jatuh tempo pada harga jual yang lebih rendah dari harga belinya. Risiko pasar dalam investasi ORI dapat dihindari apabila pembeli ORI di pasar perdana tidak menjual ORI sampai dengan jatuh tempo dan hanya menjual ORI jika harga jual (pasar) lebih tinggi daripada harga beli setelah dikurangi biaya transaksi.

3. Risiko likuiditas (*liquidity risk*) merupakan potensi kerugian apabila sebelum jatuh tempo pemilik obligasi (ORI) yang memerlukan dana tunai mengalami kesulitan dalam menjual ORI di pasar sekunder pada tingkat harga (pasar) yang wajar. Apabila pemilik ORI membutuhkan dana, ORI dapat dijadikan sebagai jaminan dalam pengajuan pinjaman ke bank umum dalam transaksi efek di pasar modal atau digadaikan di Perum Pegadaian.

Selain itu meskipun dapat diperdagangkan di pasar sekunder dengan mekanisme Bursa Efek atau transaksi di luar Bursa Efek (*over the counter*), tetapi belum tentu nilai yang ada/ditawarkan di pasar sekunder sesuai dengan yang diharapkan. Bentuk ORI yang diterbitkan adalah tanpa warkat. Dari segi biaya ORI mengenai dua jenis pajak, yaitu 20% untuk kupon obligasi dan 20% lagi jika ada *capital gain* (tidak untuk *capital loss*). Terdapat biaya-biaya yang harus dikeluarkan oleh investor seperti: biaya administrasi ketika membeli/memesan ORI di Pasar Perdana, biaya penyimpanan surat berharga dan transfer bunga yang besarnya berbeda setiap agen, serta biaya transaksi di Pasar Sekunder. Maka teliti dahulu sebelum membeli, jangan sampai kupon yang diperoleh hanya cukup untuk membayar biaya-biaya.

Keberadaan ORI pada pasar investasi dapat dilihat melalui analisa SWOT dengan memetakan segala keadaan yang ada serta berbagai kemungkinannya, sehingga dapat ditarik keputusan sebelum berinvestasi.

Gambar 5.
Analisis SWOTH ORI



H. ORI Syari'ah (ORIS): Suatu Wacana Baru¹⁴

Sebagai salah satu jalan untuk menutup defisit APBN, terobosan ORI perlu diacungi jempol. Melihat sambutan positif dari pasar, tampaknya batasan indikatif sebesar Rp. 13,46 triliun perlu diperbesar. Tak kalah pentingnya, terobosan lain, seperti penerbitan ORI Syariah (ORIS), perlu dilakukan.

Satu langkah lagi yang harus dilakukan oleh pemerintah dalam rangka mengurangi ketergantungan ke luar negeri adalah dengan meluncurkan varian syari'ah ORI atau sebut saja ORIS. Dengan berbasis syari'ah, ORIS akan lebih menarik buat nasabah yang memiliki preferensi spiritual syari'ah, dengan semakin besar bekal pembangunan tentu saja akan mendorong sektor riil, dan pada gilirannya akan mengurangi ketergantungan nasional kepada pinjaman luar negeri. Pilihan skim di obligasi berbasis syari'ah pun variatif, tergantung kesesuaian dan kebutuhan pemerintah. ORIS juga bisa dikembangkan atas berbagai akad syari'ah baik dalam bentuk *mudharabah*, musyarakah maupun *ijarah* atau bahkan *murabahah* dan *istisna* atau kombinasi dari semuanya.

Produk sejenis ORIS pernah ditawarkan pemerintah Pakistan dalam bentuk *Mudharabah Contract Participation*. Di Indonesia khusus untuk produk ini MUI telah memberikan pedoman khusus bagi penerbitan

¹⁴ M Syafei Antonio, *Mengapa Harus ORI Syari'ah?*, Republika, 26 Agustus 2006.

obligasi syari'ah *mudharabah* yang tertuang dalam Fatwa No: 33/DSN-MUI/ IX/2002. Tak hanya itu, skim *mudharabah* pun memiliki beberapa keunggulan.

Pertama, paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka panjang. Kedua, dapat digunakan untuk pendanaan umum, seperti pendanaan modal kerja atau *capital expenditure*. Ketiga, *mudharabah* merupakan percampuran kerja sama antara modal dan jasa (kegiatan usaha) sehingga tidak memerlukan jaminan (*collateral*) atas aset yang spesifik.

Keunggulan pertama dari skim ini memungkinkan ORIS diterbitkan dengan jatuh tempo lima hingga sepuluh tahun. Ini lebih memudahkan pemerintah mengalokasikan dana dan memberikan kesempatan pemerintah menyusun skala prioritas dalam pendanaan.

Keunggulan kedua di atas akan lebih mendorong kinerja sektor riil. Dana yang terkumpul bisa dialokasikan pada modal kerja pembangunan infrastruktur atau penambahan modal sebuah BUMN. Sementara, keunggulan ketiga dari skim ini, akan membuat pemerintah lebih leluasa dalam menempatkan dananya. Sifat ORIS yang pro sektor riil ini akan memberikan *multiple profit* bagi pemerintah. ORIS pun tidak hanya menambal APBN dan mengurangi ketergantungan pada ULN, tapi juga mendongkrak pertumbuhan ekonomi. Dengan tumbuhnya sektor riil diharapkan juga bisa menyerap tenaga kerja. Bandingkan dengan ORI yang kini mulai dipertanyakan komitmennya terhadap sektor riil.

Dari sisi nasabah ORIS bisa lebih menguntungkan. Rasio atau persentase bagi hasil (*nisbah*) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (*revenue*) atau keuntungan. Acuan profit ini bisa diambil dari *operating profit*, EBIT, atau EBITDA dari perusahaan atau proyek penerima modal kerja dari ORIS. Bisa juga, bila pemerintah sebagai *mudharib*, maka keuntungan bisa dilihat dari pertumbuhan PDB. Pada titik inilah pemerintah bisa dianalogikan dengan perusahaan: PT Republik Indonesia atau Indonesia *incorporated*.

Meski *nisbah* ditentukan di awal, besarnya profit tergantung pada kinerja PT Republik Indonesia atau perusahaan lain yang ditunjuk pemerintah. ORIS dapat diterbitkan dengan denominasi Rp. 500 ribu hingga Rp. 1 juta. Sedangkan demi memperbesar sumbangsih terhadap pengurangan ULN, jumlah indikatif ORIS bisa antara Rp. 100 triliun dan Rp. 200 triliun. Pada saat yang sama juga pemerintah perlu menyusun mekanisme *market maker*. Belajar dari Obligasi Syari'ah *Mudharabah* Indosat, investor kebanyakan *buy and hold* dalam waktu jangka panjang. Kondisi itu di satu sisi cukup baik, karena meminimalisasi munculnya

spekulasi (*gharar*) akibat memburu *capital gain*. Namun, di sisi lain kebutuhan mendesak investor akan likuiditas dana pun perlu diakomodasi. Untuk itulah peran *market maker* demi menjaga likuiditas di pasar sekunder pun dibutuhkan.

I. Kesimpulan

Meskipun telah dijamin oleh pemerintah dan memiliki beberapa keunggulan bila dibandingkan dengan sistem investasi yang lainnya, tidak ada salahnya jika mempelajari berbagai risiko yang mungkin terjadi, serta biaya-biaya yang timbul.

Jika mengamati informasi yang didapat dari analisa SWOT, ORI mempunyai beberapa keunggulan dan peluang yang cukup baik, meskipun tetap terdapat beberapa kelemahan dan ancaman yang terdapat di sekitarnya. Maka sebelum melakukan investasi terhadapnya perlu mempelajari karakteristik instrument obligasi (ORI) dan tahap-tahap dalam berinvestasi obligasi (ORI). Hal ini perlu dilakukan agar niat berinvestasi tidak berubah menjadi kegiatan spekulasi yang berujung pada kerugian.

Dalam kaitannya dengan obligasi secara umum terdapat beberapa karakteristik instrumen yang perlu diperhatikan sebelum berinvestasi di dalamnya, yaitu:

1. Nilai Obligasi (Jumlah Dana yang Dipinjam); Dalam penerbitan obligasi perusahaan akan dengan jelas menyatakan jumlah dana yang dibutuhkan. Istilah ini dikenal dengan “jumlah emisi obligasi”.
2. Jangka Waktu Obligasi; Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau berakhimya masa pinjaman (*maturity*). Pada saat jatuh tempo, pihak penerbit berkewajiban untuk melunasi pokok investasi di dalam obligasi tersebut beserta bunganya.
3. Tingkat Suku Bunga/kupon; Untuk menarik minat para investor, perusahaan harus memberikan bunga / kupon yang relatif lebih besar dari pada tingkat suku bunga perbankan.
4. Jadwal Pembayaran; Kewajiban pembayaran kupon obligasi oleh perusahaan penerbit dilakukan secara berkala sesuai dengan kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan bulanan, triwulanan, semesteran atau tahunan.

Setelah mengetahui dengan pasti karakteristik obligasi yang akan dibeli (dalam hal ini ORI), selanjutnya yang harus diperhatikan adalah mempelajari beberapa tahapan dalam proses investasi obligasi, seperti:

1. Membuka Rekening; Tahap awal yang harus dilakukan adalah memilih perusahaan sekuritas yang memiliki divisi *fixed income* yang menangani

- pembelian dan penjualan obligasi. Pilih perusahaan dengan pengalaman, serta *fee* yang kompetitif.
2. Pahami Produk Obligasi; Investor dianjurkan untuk mempelajari seluk beluk informasi yang dibutuhkan mengenai obligasi, baik mengenai potensi risiko yang terkandung maupun potensi keuntungannya.
 3. Lakukan Analisis; Analisis dilakukan, agar keputusan yang diambil sesuai dengan apa yang diinginkan, yaitu kestabilan pendapatan. Aspek-aspek yang dibutuhkan seperti kupon, jangka waktu, nilai penerbitan dan peringkat. Latar belakang serta profil penerbit juga menjadi pertimbangan sendiri.
 4. Memberikan Amanat Beli; Tahap selanjutnya adalah memberikan amanat pembelian kepada trader atau broker obligasi yang telah kita pilih. Biasanya nilai pari atau nominal adalah sebesar Rp. 100.
 5. Siapkan Dana; Membeli obligasi membutuhkan dana yang tidak sedikit. Satuan pembelian obligasi biasanya bernilai Rp. 1 miliar, sehingga sulit bagi investor individu untuk dapat ikut berinvestasi dalam obligasi. Namun, ada juga yang menawarkan satuan bernilai Rp. 50 juta atau Rp. 100 juta. Setelah amanat pembelian di ajukan, sebaiknya dana tersebut sudah dialokasikan.
 6. Penyelesaian Pembayaran Obligasi; Obligasi yang telah dibeli akan tercantum di dalam rekening perusahaan sekuritas yang tercatat di KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia). Administrasi pembukuan akan dilakukan oleh bank kustodian perusahaan sekuritas.

ORI merupakan program yang sangat bagus untuk berinvestasi dan dapat menjadi salah satu andalan pemerintah dalam mengurangi ketergantungan pada hutang asing. Namun diharapkan pemerintah dapat menindak lanjuti program ini, yang tidak sekedar panas-panas tahi ayam, tetapi mempunyai *business plan* yang terencana dan berkesinambungan, agar para investor (khususnya masyarakat) tidak patah arang dengan berbagai program pemerintah, sehingga tumbuh *trust* terhadap kebijakan pemerintah.

Daftar Pustaka

- Bank Indonesia, Laporan Bulanan Ekonomi Moneter dan Perbankan, Desember 2007
<http://www.bi.go.id/web/id/indikator+Moneter+dan+Perbankan/birate/>
- Kasmir, *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*, Jakarta, PT. Raja Grafindo Persada, 2002.
- Magdalena Sihite, dkk, *Kantong lagi Gembos?Sekolahkan saja ORI Anda*, Tabloid Kontan No. 27-XII 2008.
- Memorandum Informasi, Obligasi Negara Republik Indonesia Seri 001, Departemen Keuangan RI, 2006.
- Memorandum Informasi, Obligasi Negara Republik Indonesia Seri 004, Departemen Keuangan RI, 2008.
- M. Syafei Antonio, *Mengapa Harus ORI Syari'ah?*, Republika, 26 Agustus 2006.
- Orin Basuki, *Obligasi Negara: Masih Adakah Kepercayaan dari Investor?*, Kompas, 4 April 2008.
- Presentasi Obligasi Negara Republik Indonesia Seri 004, Direktorat surat Berharga Negara, Direktorat jenderal Pengelolaan Utang, Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- W.J.S. Poerwadarminta, *Kamus Umum Bahasa Indonesia*, Jakarta, PN Balai Pustaka, 1985.