

Kajian Singkat

Perkembangan Pasar Surat Utang Indonesia dan Peran *Asian Bond Market Initiative* (ABMI)

A. Ringkasan Eksekutif.

Kajian ini bertujuan untuk melihat perkembangan pasar surat utang Indonesia dan peran kerja sama ASEAN+3 berupa *Asian Bond Market Initiative* (ABMI) selama 20 tahun terakhir. Program pengembangan ABMI telah mencakup aspek-aspek penting dalam pasar obligasi, yaitu dukungan aspek penawaran, permintaan, regulasi dan infrastruktur, serta bantuan teknis dan tim koordinasi. Dari sisi pengembangan regulasi dan infrastruktur pasar keuangan, program asistensi ABMI cukup relevan untuk meningkatkan kemudahan transaksi dan standarisasi internasional. Namun demikian, hal ini sangat susah dijustifikasi secara kuantitatif besaran dampaknya, mengingat banyak faktor perbaikan regulasi dan infrastruktur di luar program ABMI, yang juga dikembangkan Indonesia. Oleh karena itu, hal yang paling relevan untuk mengukur peran ABMI dalam perkembangan pasar Indonesia adalah melalui dukungan *Credit Guarantee and Investment Facility* (CGIF) dalam mempromosikan obligasi perusahaan swasta Indonesia. Pada kajian ini, diketahui bahwa besaran dukungan CGIF masih kecil dan terbatas dalam 12 tahun masa operasinya. Penerbitan surat utang perusahaan swasta Indonesia yang mendapat dukungan penjaminan dan investasi oleh CGIF hanya 14 instrumen dengan 12 instrumen yang terbit dalam mata uang rupiah di Indonesia, sementara 2 instrumen lainnya terbit dalam dolar Singapura pada pasar modal Singapura. Selain itu, dari segi nilai juga sangat kecil dibandingkan dengan total obligasi swasta yang terbit di Indonesia. Dalam 20 tahun terakhir, penerbitan obligasi swasta di Indonesia juga tidak banyak berkembang dan berkisar di bawah 3% PDB. Sebaliknya penerbitan dan kapitalisasi obligasi pemerintah jauh mendominasi pasar obligasi Indonesia dengan 28% PDB dan menarik banyak investor asing, serta memiliki likuiditas yang baik.

B. Pendahuluan.

Krisis keuangan Asia atau lebih di kenal dengan krisis moneter tahun 1997/1998 merupakan krisis ekonomi terdalam yang dialami Indonesia, dimana indikator fundamental seperti pertumbuhan ekonomi, cadangan devisa dan jumlah utang luar negeri berada dalam kondisi sangat rapuh. Secara umum, krisis ekonomi 1997/1998 di Indonesia disebabkan oleh tingginya tingkat utang luar negeri Indonesia yang berasal dari pemerintah dan sektor swasta. Tingginya utang luar negeri pada era sebelum krisis, disebabkan oleh suku bunga pinjaman luar negeri yang jauh lebih rendah dari dalam negeri, di samping kebijakan nilai tukar mengambang terkendali yang membuat kurs nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat cenderung stabil. Permasalahan tingginya utang luar negeri juga diperburuk dengan tenor pinjaman yang didominasi pinjaman dalam jangka pendek pada sektor perbankan di luar negeri. Oleh karena itu, ketika terjadi pembalikan arus modal secara masif ke luar negeri, pinjaman jangka pendek tersebut membengkak akibat terdampak langsung oleh depresiasi yang signifikan pada nilai tukar rupiah jangka pendek dan menyebabkan banyak gagal bayar. Memuncaknya permasalahan tersebut juga diikuti penarikan besar-besaran tabungan oleh nasabah bank yang pada akhirnya menyebabkan kehancuran sistem keuangan¹.

Belajar dari pengalaman krisis 1997/1998, baik Pemerintah Indonesia dan sektor swasta mulai menerapkan pengelolaan utang yang lebih *prudent*. Salah satu kebijakan penting Pemerintah Indonesia adalah menerapkan batasan utang maksimal sebesar 60% dari produk domestik bruto (PDB) dan defisit anggaran kurang dari 3%. Dalam rangka mengurangi

¹ Goldstein, M., 1998. *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*. Institute for International Economics, Washington, DC.

ketergantungan utang luar negeri, Pemerintah berupaya mengembangkan instrumen pembiayaan baru yang lebih aman dari tekanan nilai tukar, yaitu surat utang/obligasi dalam mata uang rupiah. Pengembangan surat utang/obligasi dalam mata uang rupiah juga sangat penting bagi sektor swasta sebagai upaya diversifikasi untuk mengurangi ketergantungan sumber pembiayaan dari bank. Selain kebijakan dalam negeri, Pemerintah Indonesia juga menyadari pentingnya kerja sama internasional untuk dapat mengelola pergerakan arus modal masif baik masuk dan keluar yang berpotensi menyebabkan gangguan stabilitas ekonomi dan keuangan.

Pengalaman krisis moneter Asia 1997/1998 mendorong negara-negara di Asia untuk berkolaborasi dalam upaya pencegahan krisis ekonomi. Inisiatif kolaborasi pencegahan krisis telah dimulai sejak 1997, dalam kerangka kerja sama ASEAN Plus Three (APT) yang melibatkan negara anggota *The Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) dengan tiga negara Asia Timur yakni Tiongkok, Jepang, dan Korea Selatan. Kerja sama APT diwujudkan dalam bentuk *Joint Statement on East Asia Cooperation* (1997), yang meliputi bidang perdagangan, investasi, keuangan dan perbankan, transfer teknologi, teknologi telematika, *e-commerce*, industri, pertanian, usaha kecil dan menengah, pariwisata, pengembangan wilayah pertumbuhan, jejaring dunia usaha, dan ilmu pengetahuan dan teknologi (IPTEK). Dalam bidang ekonomi dan moneter, secara khusus APT mengembangkan kerja sama dalam manajemen risiko makro ekonomi, pemantauan aliran modal kawasan, memperkuat sistem keuangan dan perbankan, dan reformasi arsitektur keuangan internasional.

Sebagai salah satu wujud kerja sama ekonomi APT, *Asian Bond Markets Initiative* (ABMI) dibentuk pada Desember 2002 oleh negara anggota ASEAN bersama dengan Tiongkok, Jepang, dan Republik Korea, dengan tujuan untuk memperkuat stabilitas keuangan dan mengurangi kerentanan kawasan terhadap pembalikan arus modal secara mendadak. Pada tahun 2022, ABMI telah mencapai umur sekitar 20 tahun dan penting bagi Indonesia untuk melakukan revaluasi atas program-program ABMI dan manfaatnya bagi Indonesia. Sehubungan dengan hal tersebut, kajian ini bertujuan untuk membahas manfaat ABMI dan peluang dukungan ABMI ke depan terhadap perkembangan pasar surat utang di Indonesia.

C. Studi Literatur.

1. *The Determinants of Bond Market Development: Further Evidence from Emerging and Developed Countries.*

Penelitian ini dilakukan oleh Smaoui H., Grandes M., dan Akindede A. pada tahun 2017. Penelitian ini bertujuan untuk mencari bukti empiris dari faktor struktur, keuangan, pembangunan, institusional dan makroekonomi dari pengembangan pasar obligasi (surat utang) pada 22 negara berkembang pada periode tahun 1990-2013. Pendekatan Prais-Winston dan model *generalize method of moment* (GMM) digunakan untuk mengeliminasi masalah endogenitas antar variabel independen. Penelitian ini menunjukkan bahwa kombinasi faktor struktural, keuangan, dan institusional berpengaruh signifikan terhadap pasar obligasi. Selain itu, ukuran ekonomi, keterbukaan perdagangan, profil investasi, PDB per kapita, kualitas birokrasi, ukuran dan tingkat konsentrasi bank juga berhubungan positif dengan pengembangan pasar obligasi. Sementara itu volatilitas dan keseimbangan fiskal berpengaruh negatif.

2. *Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?*

Paper ini ditulis oleh Barry Eichengreen dan Pipat Luengnaruemitchai pada tahun 2004, dengan tujuan untuk mencari faktor lambatnya perkembangan pasar obligasi di Asia. Besarnya ukuran negara, institusi yang kuat, nilai tukar yang stabil, dan sektor perbankan yang kompetitif berhubungan positif dengan pengembangan pasar surat utang. Sementara itu, keseimbangan fiskal yang positif sangat diinginkan namun berhubungan

negatif dengan pengembangan pasar surat utang. Secara umum, perbedaan perkembangan pasar surat utang di antara negara Asia dan di luar Asia adalah terletak pada karakteristik struktur, makroekonomi dan kebijakan keuangan.

3. *Foreign participation in local currency government bond markets in emerging Asia: Benefits and pitfalls to market stability*. Makalah ini dipublikasikan oleh Edmund Ho dan Cheung Ho, tahun 2022, dengan tujuan untuk menguji efek kepemilikan asing pada obligasi (surat utang) mata uang lokal terhadap *yield spread*. Hasil menunjukkan bahwa pada saat pasar kondisi stabil, tingginya partisipasi kepemilikan asing membantu mengurangi *yield spread*. Namun demikian, pada saat terjadi guncangan ekonomi, kepemilikan asing akan memperburuk pelebaran *yield spread* sebagai dampak dari peningkatan risiko mata uang.

D. Metodologi Penelitian.

Kajian peran *Asian Bond Market Initiative* (ABMI) dan perkembangan pasar surat utang Indonesia dilakukan dengan menggunakan pendekatan deskriptif kualitatif dan kuantitatif. Pada pendekatan kuantitatif, kajian ini diarahkan untuk menggunakan metode ekonometrika, sebagai sarana untuk mengetahui hubungan kausal di antara peran ABMI dan perkembangan pasar surat utang Indonesia. Namun demikian, kajian ini menghadapi banyak keterbatasan dan kendala untuk menggunakan model ekonometrika, antara lain

1. Dukungan ABMI pada pengembangan pasar surat utang Indonesia banyak yang berbentuk kualitatif seperti pengembangan regulasi dan infrastruktur berupa pengembangan sistem standarisasi, pengembangan jenis produk obligasi baru (obligasi hijau, obligasi sosial dan berkelanjutan), reformasi dan efisiensi sistem transaksi yang dapat dijangkau antar negara, serta *technical assistant* dan *capacity building*;
2. Keterbatasan jumlah data kuantitatif penjaminan CGIF, dimana CGIF hanya mendukung 14 obligasi perusahaan swasta Indonesia dari total 56 penjaminan, dimana 12 obligasi dalam mata uang rupiah di pasar modal Indonesia. Jumlah ini jauh di bawah minimum penggunaan distribusi normal sebesar 30 observasi. Selain itu, dari segi nilai penerbitan obligasi yang dijamin oleh CGIF sangat kecil dibandingkan nilai total penerbitan obligasi swasta di Indonesia.
3. Penjaminan obligasi juga tidak tersedia setiap tahun dan hanya terbatas pada obligasi swasta.

Berdasarkan ketiga faktor di atas, metode analisa yang akan digunakan adalah lebih banyak menggunakan analisa kualitatif dan deskriptif kuantitatif, berupa perkembangan data dan indikator dari pasar surat utang, dengan mengacu studi literatur dari penelitian lain yang memuat indikator-indikator penentu perkembangan pasar surat utang.

E. Pembahasan

Krisis keuangan Asia 1997/1998 menjadi pemicu kesadaran akan kerja sama regional untuk meningkatkan ketahanan ekonomi terhadap pergerakan arus modal besar yang menyebabkan instabilitas pasar keuangan. Sejak dibentuknya ASEAN+3 pada akhir 1997, Pemerintah Indonesia terus aktif dalam forum internasional dan pada bulan Desember tahun 2002 dibentuklah *Asian Bond Market Initiative* (ABMI), yang merupakan inisiatif dalam kerja sama ASEAN+3 yang beranggotakan 10 negara ASEAN, Tiongkok, Jepang, dan Korea Selatan. Inisiatif ini bertujuan untuk mengembangkan pasar obligasi mata uang lokal yang efisien dan likuid di Asia, serta memungkinkan sebagai sarana instrumen investasi yang lebih baik. Untuk mencapai tujuan tersebut, ABMI mengembangkan 5 gugus tugas (*task force*) untuk mengembangkan pasar obligasi dari faktor penawaran, permintaan, regulasi dan infrastruktur, serta bantuan teknis dan tim koordinasi. Mengacu pada beberapa literatur di

atas, faktor-faktor tersebut diidentifikasi sebagai faktor struktural, keuangan dan institusional yang berpengaruh signifikan terhadap pengembangan pasar obligasi. Selain itu, kemajuan pasar obligasi juga diidentifikasi dari stabilitas imbal hasil,

Asian Bond Market Initiative (ABMI) memiliki tujuan umum antara lain untuk mempromosikan pengembangan pasar obligasi mata uang lokal sebagai upaya untuk mengurangi kerentanan kawasan terhadap pembalikan arus modal yang tiba-tiba, dan memperkuat ketahanan serta stabilitas keuangan. Secara rinci, tujuan ABMI dijabarkan sebagai berikut:

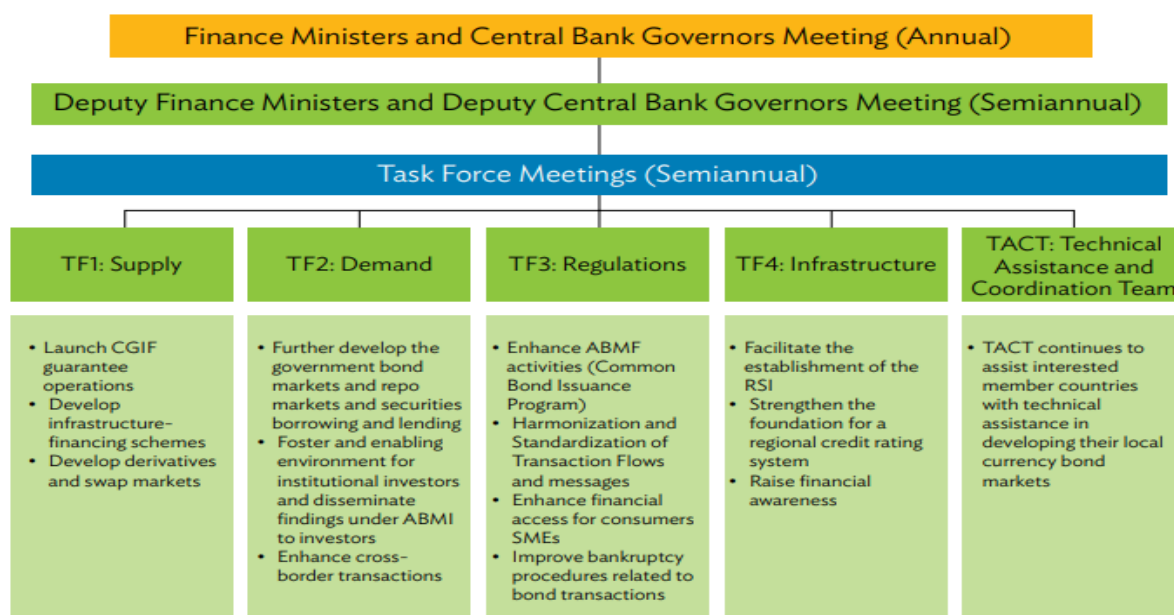
- (i) mempromosikan penerbitan obligasi mata uang lokal (sisi penawaran);
- (ii) memfasilitasi permintaan obligasi mata uang lokal (sisi permintaan);
- (iii) meningkatkan basis peraturan; dan
- (iv) meningkatkan infrastruktur terkait untuk pasar obligasi.

Secara umum, obligasi/surat utang dalam mata uang lokal memiliki banyak manfaat, diantaranya adalah (i) dapat mengurangi masalah *mismatch currency* dan syarat pemberi kredit pada mata uang asing., (ii) pengembangan pasar obligasi dapat menjadi pesaing bank agar tingkat suku bunga semakin kompetitif, (iii) obligasi dapat menyediakan tenor jangka panjang, (iv) sebagai alternatif investasi yang menghasilkan imbal hasil yang tinggi, dan (v) pasar obligasi menyediakan informasi tentang kelayakan kredit dari lembaga *rating* independen yang tidak dimiliki sistem perbankan.

E.1. Perkembangan Kebijakan *Asian Bond Market Initiative* (ABMI).

Gambar di bawah ini menunjukkan perkembangan awal dari kerja sama ABMI sejak 2008-2016. Dari sisi penawaran (*supply*), ABMI berusaha untuk mengembangkan produk surat utang untuk pembiayaan infrastruktur dan pengembangan pasar derivatif dan *swap*. Sebagai contoh, ABMI pernah mendorong Thailand untuk meniadakan sovereign rating agar obligasi negara infrastruktur Laos dapat di jual di Thailand. Prestasi terbesar ABMI adalah berhasil meluncurkan *credit guarantee & investment facility* (CGIF) di November 2010.

Gambar 1. Perkembangan Forum *Asian Bond Market Initiative* Tahun 2008 - 2016



ABMF = Asian Bond Market Forum, ABMI = Asian Bond Markets Initiative, CGIF = Credit Guarantee and Investment Facility, RSI = regional settlement intermediary, SMEs = small and medium-sized enterprises.

Sumber: Asian Development Bank (ADB), 2017.

Dari sisi permintaan, ABMI berusaha mengembangkan pasar permintaan obligasi pemerintah, dan likuiditas pasar obligasi melalui pengembangan pasar repo (*repurchasing order*) obligasi dan peningkatan transaksi pinjam meminjam dengan jaminan surat utang. Dalam rangka meningkatkan permintaan obligasi mata uang lokal Indonesia, ABMI aktif melakukan diseminasi terutama kepada institutional investor dengan memberikan informasi perkembangan penting terkait kinerja pasar obligasi di Indonesia. Diseminasi informasi yang diberikan antara lain berupa kinerja obligasi pada pasar sekunder, rating obligasi, perkembangan stabilitas makroekonomi. Selain diseminasi informasi, ABMI juga mendorong kemudahan transaksi keuangan lintas negara dan mendorong penurunan biaya transaksi untuk menarik minat investor asing.

Beberapa pengembangan sistem regulasi yang di dorong oleh ABMI untuk mendorong transaksi lintas negara antara lain implementasi standarisasi ISO20022 untuk menurunkan biaya transaksi *Real Time Gross Settlement Systems* (RTGS) dan kliring, dan pengembangan prosedur perpajakan surat utang lintas negara. Untuk memudahkan dan meningkatkan pemahaman investor, ABMI juga mengembangkan *platform* yang memuat profil peraturan dimasing-masing negara ASEAN+3. Aspek lain yang juga dikembangkan ABMI adalah penanganan prosedur kebangkrutan dan akses kepada usaha kecil menengah.

Pada *task force* (TF) 4, ABMI berusaha mendorong pengembangan infrastruktur melalui wacana pendirian *Regional Settlement Intermediary*, yang akan mengkoneksikan RTGS bank sentral dengan lembaga kustodian efek agar transaksi jual beli obligasi lintas negara menjadi lebih aman, efisien dan memenuhi standar internasional. Untuk mendiskusikan hal tersebut, ABMI membuat *Establishment of Cross-border Settlement Infrastructure Forum* (CSIF) pada tahun 2014 yang melibatkan bank sentral dan lembaga kustodian efek. Untuk meningkatkan tingkat kepercayaan investor, ABMI mendorong perbaikan sistem lembaga rating regional dan dalam beberapa diskusi yang diinisiasi Thailand untuk meningkatkan kesadaran investasi yang ditujukan untuk investor retail. Sementara itu, *technical assistance dan coordination team* (TACT), merupakan sarana bantuan teknis dan pengembangan kapasitas bagi negara-negara yang masih dalam tahap awal pengembangan pasar obligasi (gambar 1).

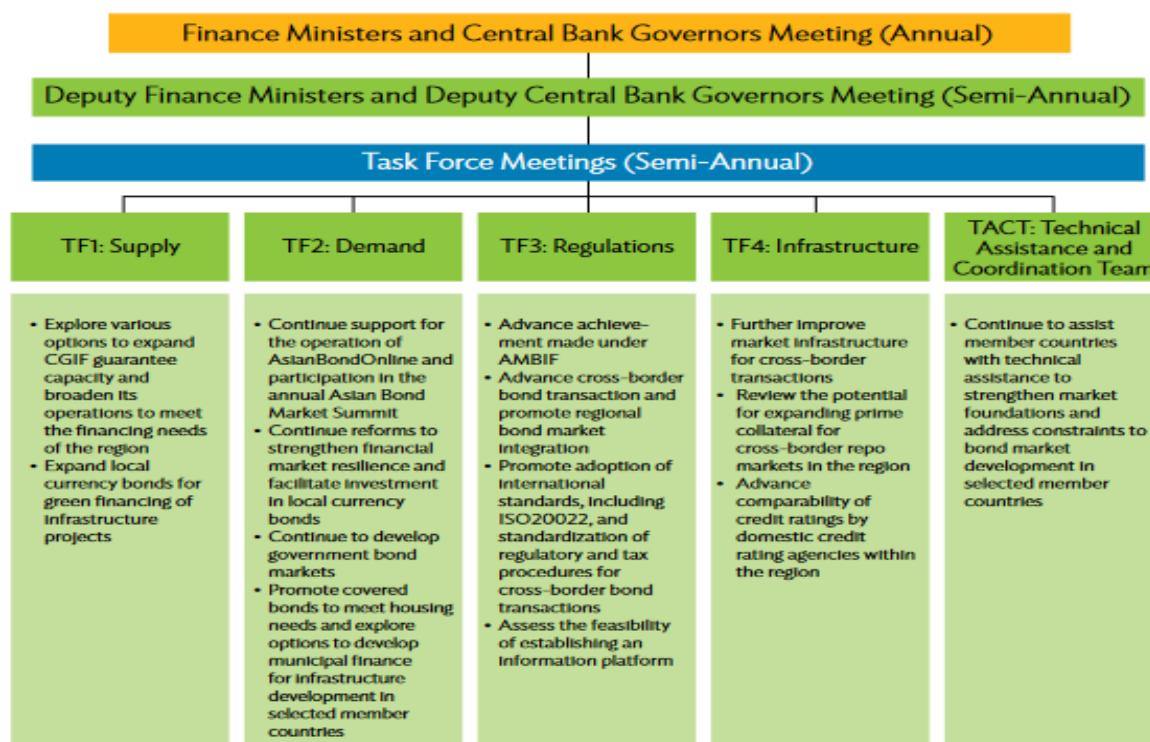
Pada gambar 2, fokus pengembangan ABMI masih tetap sama dengan periode sebelumnya, yaitu sisi penawaran obligasi mata uang lokal, sisi permintaannya, pengembangan regulasi dan pengembangan instrumen pembiayaan infrastruktur. Beberapa pencapaian penting yang berhasil diraih pada tahun 2016 - 2018 adalah sebagai berikut:

Pada kelompok kerja (*task force*, TF) 1 mengenai promosi penawaran obligasi mata uang lokal, TF1 berhasil memutuskan untuk peningkatan modal *credit guarantee and investment facility* (CGIF) pada tahun 2017 dari USD700 juta menjadi USD1,2 miliar. Selain itu, CGIF bersama ADB berhasil mempublikasikan laporan yang berisi penilaian atas status obligasi hijau di negara ASEAN+3 yang mencakup identifikasi hambatan dan masukan untuk meningkatkan kapasitas pasar obligasi hijau untuk pengembangan infrastruktur.

Pada TF2, untuk memfasilitasi permintaan obligasi dalam mata uang lokal, ABMI melakukan diseminasi informasi tentang pasar obligasi mata uang lokal (LCY) negara-negara anggota ASEAN+3 yang terus mengalami peningkatan dengan menambah data indikator pasar obligasi dalam *platform Asian Bonds Online* (ABO) pada Juli 2018. Asian Bond Markets Summit juga diselenggarakan secara regular setiap tahunnya untuk meningkatkan *awareness* dan basis investor surat utang mata uang lokal.

Pada TF3, mengenai perbaikan sistem regulasi dilakukan pembentukan *platform ASEAN+3 bond market forum* (ABMF) untuk mempertemukan pakar sektor swasta dan publik di kawasan untuk membahas standarisasi, harmonisasi, dan integrasi pasar regional. Kemudian, juga dibentuk *The ASEAN+3 multi-currency bond issuance framework* (AMBIF) untuk mempromosikan penerbitan dan investasi surat utang lintas negara.

Gambar 2. Perkembangan Forum *Asian Bond Market Initiative* Tahun 2016-2018.



AMBIF = ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework, CGIF = Credit Guarantee and Investment Facility, ISO = International Organization for Standardization.

Sumber: Asian Development Bank (ADB), 2017.

Pada TF4, mengenai perbaikan infrastruktur pasar obligasi, ABMI berhasil merumuskan proyek awal untuk menghubungkan *central securities depositories* (CSDs) dengan siste *real-time gross settlement* (RTGS) antara Bank Sentral Jepang dan Hong Kong Monetary Authority. Untuk meningkatkan *awareness* CSD-RTGS, ABMI menerbitkan laporan berjudul *A Common Understanding on Cross-Border Business Continuity Planning and Cybersecurity* pada Mei 2018 dalam *Cross Border Settlement Infrastructure Forum* (CSIF).

Perkembangan Forum *Asian Bond Market Initiative Road Map* Tahun 2019-2022.

Pada rencana perkembangan tahun 2019-2022, fokus utama masih pada kelanjutan dan pengembangan TF1-TF4 dari periode 2016-2018, yang antara lain berisi:

- TF1 melanjutkan promosi penerbitan obligasi melalui CGIF, dengan memperdalam pembiayaan infrastruktur melalui pendirian CGIF *Infrastructure Investment Partnership* (IIP) untuk persiapan dan dukungan pengembangan pasar obligasi hijau. Namun demikian, berdasarkan perkembangan terakhir, pendirian IIP dipastikan tidak akan dicapai sampai akhir 2022. Pengembangan pasar obligasi hijau dapat membantu investasi infrastruktur karena dapat mendukung obligasi proyek dan memperluas basis investor.
- TF 2. ADB terus meningkatkan diseminasi informasi tentang kegiatan ABMI melalui Asian Bond Online (ABO) sebagai platform informasi obligasi utama di ASEAN+3. Asian Bond Markets Summit juga terus berbagi informasi mengenai perkembangan pasar obligasi ASEAN+3.
- TF3. ADB dan CGIF harus terus menciptakan lebih banyak obligasi AMBIF untuk mendukung pengembangan pasar. Ini juga terus mendukung penciptaan penerbitan

dan investasi obligasi lintas batas. ABMF akan mendukung standarisasi dan harmonisasi pasar obligasi di ekonomi ASEAN+3.

- Pada TF3, ABMF akan mempromosikan teknologi untuk meningkatkan kualitas sistem pelaporan dan mengurangi beban sistem (misalnya, prosedur *know your customer*). ABMF akan membahas teknologi baru untuk mendukung transaksi lintas batas guna meningkatkan pasar obligasi. ABMF juga dapat mempertimbangkan untuk memperluas diskusi ke instrumen pasar valuta asing dan *swap* mata uang, serta pembayaran dan transaksi antar mata uang lokal
- TF4 terus mendukung terciptanya CSD-RTGS untuk meningkatkan efisiensi dalam transaksi lintas batas dan memfasilitasi transaksi antar mata uang lokal di kawasan. CSIF terus membahas spesifikasi teknis untuk mendukung keterkaitan ini. TF4 akan mendukung studi tentang teknologi baru untuk pembayaran dan penyelesaian, dan berbagi pengalaman dan pengetahuan di antara anggota.

E.2. Analisa Kualitatif Perkembangan Peta Kebijakan Asian Bond Market Initiative.

Dengan membandingkan perkembangan peta kebijakan ABMI dari 2008-2016, 2016-2018, dan 2019-2022, maka terdapat beberapa karakteristik yang berkembang selama 15 tahun terakhir, antara lain:

1. Kelompok kerja berjumlah 5 *task force* yang mencakup sisi penawaran, sisi permintaan, perbaikan regulasi, infrastruktur, dan bantuan teknis. Kelima aspek kelompok kerja tersebut sangat ideal dalam mengembangkan pasar obligasi, yang dalam studi literatur *The Determinants of Bond Market Development: Further Evidence from Emerging and Developed Countries* (2017) digambarkan sebagai faktor struktural, keuangan, dan institusional. Fokus dalam 5 *task force* tersebut terus dikembangkan secara bertahap, walaupun terkesan lamban atau tidak banyak kemajuan yang signifikan.
2. Perlu dipahami bahwa terdapat perbedaan tingkat kemajuan pasar obligasi, infrastruktur institusi keuangan dan kebijakan keuangan antar negara-negara ASEAN, terutama dengan negara Tiongkok, Jepang dan Korea Selatan yang jauh lebih maju di depan. Keberagaman tingkat kemajuan ini yang membuat beberapa *road map* kebijakan terkesan *generic*, dan pada beberapa poin belum dapat dikembangkan pada negara yang tertinggal. Sebagai contoh, dalam mempromosikan suatu standarisasi sistem transaksi seperti ISO 20022 memerlukan diskusi internal dan *technical assistant & capacity building* yang tidak sebentar pada suatu negara, agar dapat mengadopsi sistem tersebut. Pada studi kasus di Indonesia, terkait ISO 20022, Bank Indonesia pada tahun 2019 menerbitkan *blue print* menavigasi sistem pembayaran di era digital sampai tahun 2025², padahal sistem ini sudah diperkenalkan ke Indonesia sejak tahun 2015.
3. Pengembangan obligasi mata uang lokal suatu negara, tidak hanya terkait dengan pasar obligasi saja, melainkan juga infrastruktur institusi keuangan. Dalam hal ini, sistem transaksi keuangan lintas batas harus melibatkan regulator perbankan, yaitu Bank Sentral. Hal ini terkait, standar sistem transaksi seperti kliring dan RTGS yang mencakup tingkat keamanan, efisiensi dan efektivitas transaksi pendukung lintas negara.
4. Kemajuan pasar obligasi suatu negara juga di dukung oleh kedalaman pasar keuangan dan sektor keuangan seperti perbankan yang kompetitif menjadi sarana pengembangan pasar obligasi seperti yang diulas dalam studi literatur *Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?* (2004).

² Bank Indonesia, 2019. Blue print Sistem Pembayaran Indonesia 2025.

<https://www.bi.go.id/id/publikasi/kajian/Documents/Blueprint-Sistem-Pembayaran-Indonesia-2025.pdf>

5. Berdasarkan poin 2, 3 dan 4 di atas, dapat disimpulkan bahwa program ABMI sangat baik dalam mendukung pengembangan pasar modal, namun susah untuk menghitung besaran (*magnitude*-nya). Hal ini disebabkan faktor lainnya seperti kebijakan dalam negeri dalam pengembangan pasar modal secara *tailor made* yang tidak tercakup pada ABMI, selain kondisi institusi keuangan seperti perbankan dan asuransi, serta tingkat kedalaman pasar yang sangat berpengaruh terhadap pasar obligasi.
6. Mengacu pada 5 *task force* ABMI di atas, sekilas terlihat bahwa fokus pengembangan surat utang obligasi dilakukan secara menyeluruh baik untuk obligasi swasta maupun Pemerintah. Sebagai contoh pengembangan permintaan obligasi yang menyasar investor institusional melalui diseminasi informasi baik melalui seminar maupun *platform* Asian Bond Online. Namun demikian, apabila melihat *task force* 1 secara rinci, terlihat jelas bahwa terdapat *platform* kunci dalam pengembangan penawaran obligasi, yaitu *credit guarantee and investment facility* (CGIF) beroperasi khusus untuk mendukung penerbitan obligasi swasta dan bukan obligasi Pemerintah.

E.3. Perkembangan *Credit Guarantee and Investment Facility* (CGIF)

Sebagai dukungan pengembangan dari sisi penawaran, ABMI secara khusus mendirikan *Credit Guarantee and Investment Facility* (CGIF) pada November 2020 dengan tujuan untuk mempromosikan surat utang perusahaan swasta dalam mata uang lokal di negara ASEAN+3. Dalam hal ini, Asian Development Bank (ADB) turut bergabung untuk memberikan modal dan asistensi dalam rangka mempertemukan pemilik modal (khususnya institusi keuangan) sebagai investor surat utang yang diterbitkan perusahaan swasta. Selain memberikan jaminan, CGIF juga melakukan investasi langsung pada beberapa surat utang perusahaan yang diterbitkan untuk memberikan kepercayaan pasar. Peran *credit guarantee and investment facility* (CGIF) lebih mudah untuk diukur mengingat institusi ini menyediakan penjaminan dan investasi pada penerbitan surat berharga mata uang lokal dengan nilai nominal.

CGIF didirikan pada November 2010 untuk mempromosikan stabilitas keuangan dan untuk mendorong investasi jangka panjang di kawasan ASEAN+3. CGIF memberikan jaminan untuk obligasi berdenominasi mata uang lokal yang diterbitkan oleh perusahaan di berbagai wilayah yang memberi akses bagi perusahaan untuk menerbitkan obligasi mata uang lokal dengan manfaat jatuh tempo yang lebih lama. Hal ini tentu saja akan membuat sistem keuangan kawasan Asia lebih tahan terhadap gejolak arus modal global dan guncangan eksternal serta membantu mengurangi *mismatch* mata uang dan jatuh tempo yang menyebabkan krisis keuangan Asia 1997-1998.

Secara khusus, CGIF membantu perusahaan yang mengalami kesulitan memanfaatkan pasar obligasi lokal, mengamankan pembiayaan jangka panjang dan mengurangi ketergantungan pada pinjaman mata uang asing jangka pendek, serta untuk mengurangi ketidaksesuaian mata uang dan jatuh tempo. Secara umum, dukungan CGIF dalam peningkatan penerbitan obligasi mata uang lokal sektor swasta pada akhirnya akan mendorong stabilitas keuangan di kawasan dan membantu pengembangan pasar obligasi ASEAN.

Jaminan yang diterbitkan oleh CGIF merupakan komitmen yang tidak dapat ditarik kembali dan tanpa syarat untuk membayar pemegang obligasi setelah tidak terbayar oleh penerbit selama jangka waktu obligasi. Komitmen ini didukung oleh modal ekuitas CGIF yang telah disetor penuh oleh seluruh kontributornya. CGIF telah menerima kontribusi modal awal sebesar USD700 juta dari negara anggota ASEAN, Republik Rakyat Tiongkok, Jepang, Republik Korea dan Asian Development Bank (ADB). Seiring dengan meningkatnya kebutuhan penjaminan dan investasi, pada 18 Januari 2022 dilakukan peningkatan modal CGIF menjadi USD1,1451 miliar.

Tabel1. Kontribusi Modal CGIF.

Negara	Kontribusi (USD)	Persentase
Tiongkok	342,800,000	29.94%
Jepang	342,800,000	29.94%
Asian Development Bank	180,000,000	15.72%
Korea Selatan	171,400,000	14.97%
Filipina	21,600,000	1.89%
Singapura	21,600,000	1.89%
Thailand	20,727,389	1.81%
Indonesia	18,600,000	1.62%
Malaysia	17,600,000	1.54%
Brunei Darussalam	5,600,000	0.49%
Vietnam	1,900,000	0.17%
Kamboja	200,000	0.02%
Laos	200,000	0.02%
Myanmar	100,000	0.01%
TOTAL	1,145,127,389	100%

Sumber: *Credit Guarantee and Investment Facility, 2022.*

Setelah mengalami peningkatan modal, pada Tabel 1 terlihat bahwa porsi kepemilikan ASEAN hanya sebesar 9,44%, di bawah Tiongkok dan Jepang sebesar 29,94%, ADB sebesar 15,72%, dan Korea Selatan sebesar 14,97%. Kondisi ini tentunya sangat ideal, dimana yang banyak membutuhkan promosi penerbitan obligasi swasta mata uang lokal adalah negara-negara ASEAN yang didominasi negara berkembang. Sementara itu, negara Jepang, Korea Selatan dan Tiongkok sebagai negara dengan surplus modal juga memerlukan instrumen investasi yang aman di luar negaranya. Peran negara Jepang, Korea Selatan, dan ADB yang memiliki rating tinggi, juga sangat besar dalam menentukan rating CGIF yang baik (Tabel 2). Dalam beberapa waktu ke depan, Indonesia masih memiliki komitmen peningkatan sampai USD30 juta dan akan membuat Indonesia menjadi negara dengan kontributor CGIF terbesar di ASEAN pada tahun 2023.

Tabel 2. Peringkat *Rating Credit Guarantee and Investment Facility*

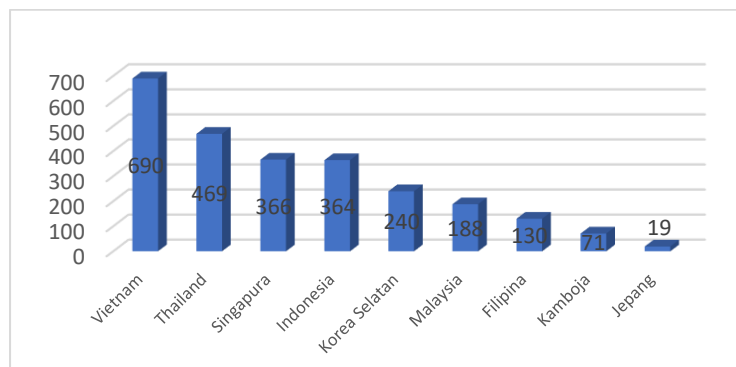
CREDIT RATING AGENCY	SCALE	RATING	OUTLOOK	DATE ISSUED
Standard & Poor's	Global (Long Term & Short Term)	AA / A-1+	Stable	24 February 2022
RAM Ratings	Global / ASEAN / National	gAAA / seaAAA / AAA	Stable	21 January 2022
TRIS Ratings	National	AAA	Stable	28 October 2021
Fitch Ratings Indonesia	National	AAA	Stable	28 May 2021
Pefindo Credit Rating Agency	National	idAAA	Stable	26 July 2022

Sumber: <https://www.cgif-abmi.org/guarantee-portfolio/>

Kebijakan *Credit Guarantee and Investment Facility*.

Dalam mengelola bisnis penjaminan, CGIF menerapkan *Risk Management Framework* berupa *country limit*, *currency limit*, dan *sectoral limit*. *Country limit* diperlukan guna ntuk memastikan adanya: (i) akses yang adil kepada semua negara anggota, dan (ii) keragaman risiko dalam portofolio. Sementara itu, *sectoral limit* diperlukan untuk mengurangi tekanan terhadap faktor-faktor pada industri tertentu seperti fluktuasi permintaan, perubahan biaya input, perubahan peraturan dan penyebaran krisis keuangan. Sementara itu, *currency limit* juga diperlukan untuk manajemen risiko nilai tukar yang terukur. Dalam implementasi *Risk Management Framework*, penetapan ketiga indikator pembatasan tidak dipengaruhi oleh kontribusi modal per negara pada CGIF.

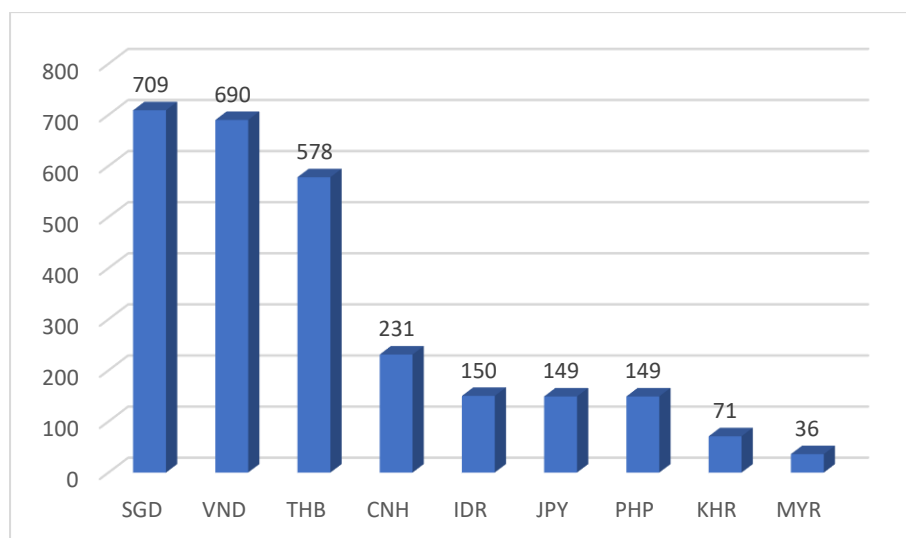
Grafik 1. Penjaminan Per Negara (USD Juta)



Sumber: Asian Bond Online, 2022

Selama 12 tahun beroperasi, penjaminan CGIF terbesar dinikmati oleh Vietnam dengan porsi sebesar 31,7%, padahal pada saat yang sama kontribusi modal Vietnam pada CGIF hanya sebesar 0,17%. Hal menarik lainnya yang menjadi catatan adalah Vietnam belum memiliki lembaga *rating agency*. Dengan demikian, CGIF secara independen mengukur ulang risiko jaminan atas penerbitan obligasi swasta di Vietnam. Sementara itu, Indonesia hanya menempati posisi keempat dengan penjaminan CGIF sebesar USD364 juta atau 16,75%. Ke depan sudah sepatutnya meningkatkan utilitasnya pada CGIF, mengingat komitmen Indonesia untuk menjadi kontributor modal terbesar di ASEAN (Grafik 2).

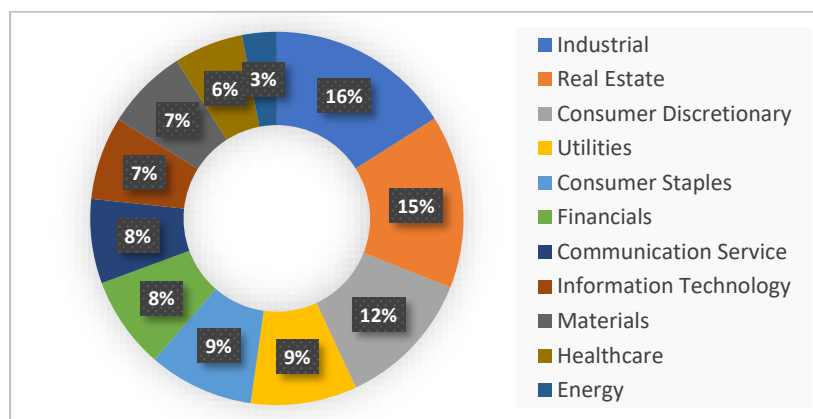
Grafik 2. Penjaminan Per Mata Uang (USD Juta)



Sumber: Asian Bond Online, 2022

Sementara itu, apabila dilihat dari segi nilai mata uang yang diterbitkan, Singapura menikmati benefit paling tinggi penerbitan obligasi dalam mata uang SGD setara sebesar USD709 juta atau 27,1%. Walaupun tingginya penerbitan dalam mata uang SGD berasal dari obligasi perusahaan swasta di luar Singapura, pasar keuangan Singapura diuntungkan dengan penerbitan obligasi tersebut yang akan meningkatkan *market capital* dan likuiditas. Indonesia pada 2 instrumen obligasinya juga diterbitkan dalam mata uang SGD di bursa Singapura. Salah satu pertimbangan perusahaan swasta Indonesia adalah untuk mendapatkan reputasi internasional. Namun demikian, hal ini tentunya tidak menguntungkan bagi pengembangan likuiditas pasar obligasi Indonesia. Indonesia secara keseluruhan mendapatkan penjaminan dari CGIF untuk 14 instrumen dengan 12 instrumen yang terbit dengan total USD150 juta dalam mata uang rupiah di Indonesia, sementara 2 instrumen lainnya terbit dalam dolar Singapura pada pasar modal Singapura.

Grafik 3. Penjaminan Per Sektor.



Sumber: Asian Bond Online, 2022

Berdasarkan sektoral, penjaminan CGIF didominasi oleh sektor manufaktur (industrial) sebesar 16%, yang diikuti oleh sektor properti sebesar 15% dan konsumsi sebesar 12%. Secara umum, penjaminan per sektor cukup merata (Grafik 3).

Pada tabel 3 di bawah ini, memperlihatkan portofolio penjaminan yang diterima Indonesia sejak tahun 2013-2022. Dari tabel tersebut terlihat bahwa terdapat 14 instrumen yang mendapatkan penjaminan CGIF, namun tidak rutin setiap tahunnya. Jumlah perusahaan yang menerima benefit jaminan CGIF juga masih terbatas hanya 6 perusahaan. Dari segi tenor, obligasi swasta banyak terbit dalam jangka pendek berkisar 3-5 tahun, sementara hanya 1 perusahaan saja yang menerima penjaminan selama 10 tahun. Secara sektoral, Indonesia mendapatkan penjaminan terbesar pada sektor pembiayaan dan telekomunikasi. Hal menarik yang perlu digarisbawahi adalah total penjaminan yang didapatkan Indonesia hanya USD364 juta, terdapat 2 perusahaan yang tidak memiliki *rating* dan tidak ada obligasi Indonesia yang mengalami masalah pembayaran atau bahkan gagal bayar (*default*).

Tabel 3. Portofolio Penjaminan *Credit Guarantee and Investment Facility* 2022.

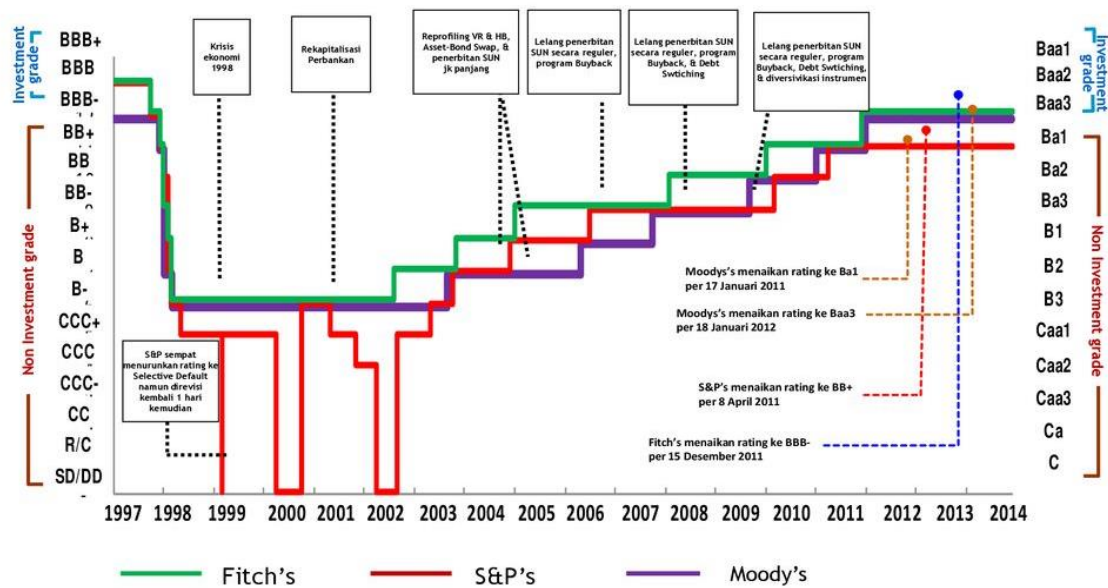
Guarantee Issue Date	Bond Issuer	Bond Issuance Venue	Bond Issue Size	% Guaranted by CGIF	Issue Rating Agency	Tenor	Status
March 4, 2022	PT Polytama Propindo	Indonesia	Indonesia Rupiah 110.25 billion**	100%	AAA (Pefindo)	3 years	Issued
March 4, 2022	PT Polytama Propindo	Indonesia	Indonesia Rupiah 110.25 billion**	100%	AAA (Pefindo)	5 years	Issued
September 8, 2021	PT Polytama Propindo	Indonesia	Indonesia Rupiah 96.5 billion	100%	AAA (Pefindo)	3 years	Issued
September 8, 2021	PT Polytama Propindo	Indonesia	Indonesia Rupiah 223 billion	100%	AAA (Pefindo)	5 years	Issued
September 8, 2021	PT Polytama Propindo	Indonesia	Indonesia Rupiah 104 billion**	100%	AAA (Pefindo)	3 years	Issued
September 8, 2021	PT Polytama Propindo	Indonesia	Indonesia Rupiah 56 billion**	100%	AAA (Pefindo)	5 years	Issued
January 8, 2021	PT Ketrosden Triasmitra	Indonesia	Indonesia Rupiah 415 billion	100%	AAA (Pefindo)	3 years	Issued
January 8, 2021	PT Ketrosden Triasmitra	Indonesia	Indonesia Rupiah 168 billion	100%	AAA (Pefindo)	5 years	Issued
April 28, 2016	PT Mitra Pinasthika Mustika Finance	Indonesia	Indonesia Rupiah 160 billion	100%	Unrated	3 years	Matured
March 11, 2016	PT Mitra Pinasthika Mustika Finance	Indonesia	Indonesia Rupiah 140 billion	100%	Unrated	3 years	Matured
December 18, 2014	PT Astra Sedaya Finance	Singapore	Singapore Dollar 100 million	100%	Unrated	3 years	Matured
November 27, 2014	Protelindo Finance BV*	Singapore	Singapore Dollar 180 million	100%	AA (S&P)	10 years	Issued
March 18, 2014	PT BCA Finance	Indonesia	Indonesia Rupiah 120 billion	100%	Unrated	3 years	Matured
December 4, 2013	PT BCA Finance	Indonesia	Indonesia Rupiah 300 billion	100%	Unrated	3 years	Matured

Sumber: CGIF, 2022.

E.4 Perkembangan Pasar Surat Utang Indonesia.

Seiring dengan pertumbuhan dan stabilitas makroekonomi Indonesia, perkembangan surat utang, khususnya penerbitan surat utang negara terus meningkat. Setelah krisis 1998/1998, Pemerintah Indonesia menerapkan kebijakan berupa batas tingkat defisit anggaran 3% dan tingkat utang maksimal sebesar 60% yang tertuang dalam UU no.1 tahun 2003 tentang keuangan negara. Meskipun demikian, Pemerintah melalui Kementerian Keuangan terus berupaya menurunkan rasio tingkat utang terhadap produk domestik bruto (PDB) guna meningkatkan kepercayaan pasar. Hal tersebut, tercermin dari grafik peningkatan *credit rating* di bawah ini. Sejak tahun 2011, *credit rating* Indonesia telah kembali ke masa sebelum krisis 1997/1998 dan pada tahun 2017 Standard and Poor's memberikan peringkat layak investasi (*investment grade*). Hal ini pernah diraih Indonesia sebelumnya pada sekitar Juli 1992-Oktober 1997, yakni peringkat BBB-. Secara umum, kondisi makroekonomi yang stabil menjadi modal penting untuk menarik minat investor internasional.

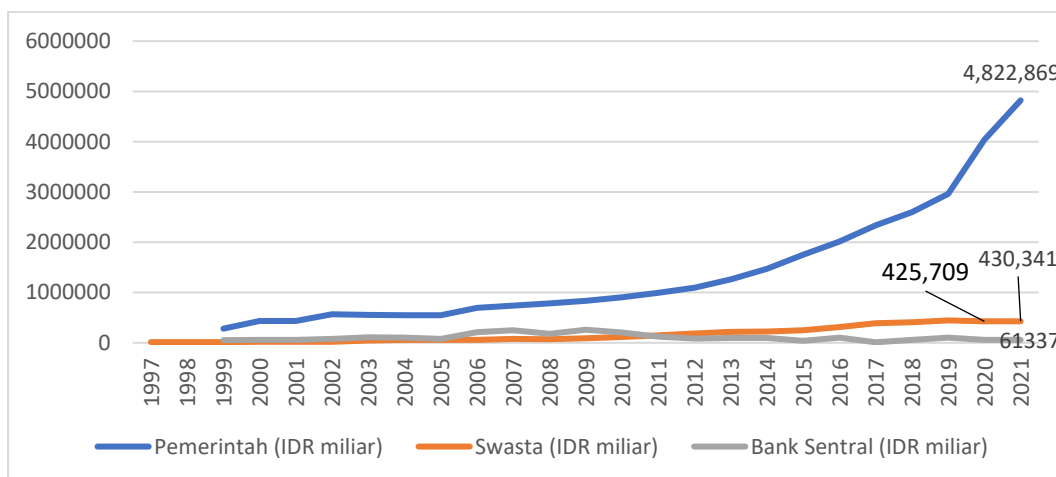
Gambar 3. Perkembangan *Credit Rating* Indonesia



Sumber: DJPPR Kementerian Keuangan, 2015.

Perkembangan penerbitan obligasi Pemerintah sangat dipengaruhi oleh perbaikan rating pada gambar 3. Terlihat dengan jelas, setelah lembaga rating Fitch's dan Moody's menaikkan *rating* Indonesia menjadi *investment grade* pada tahun 2011 (Gambar 3), peningkatan tajam penerbitan surat utang terjadi sejak tahun 2012. Hal ini mengindikasikan bahwa *rating* investasi sangat signifikan mempengaruhi perkembangan pasar obligasi Pemerintah.

Grafik 4. Pasar Obligasi (nominal)

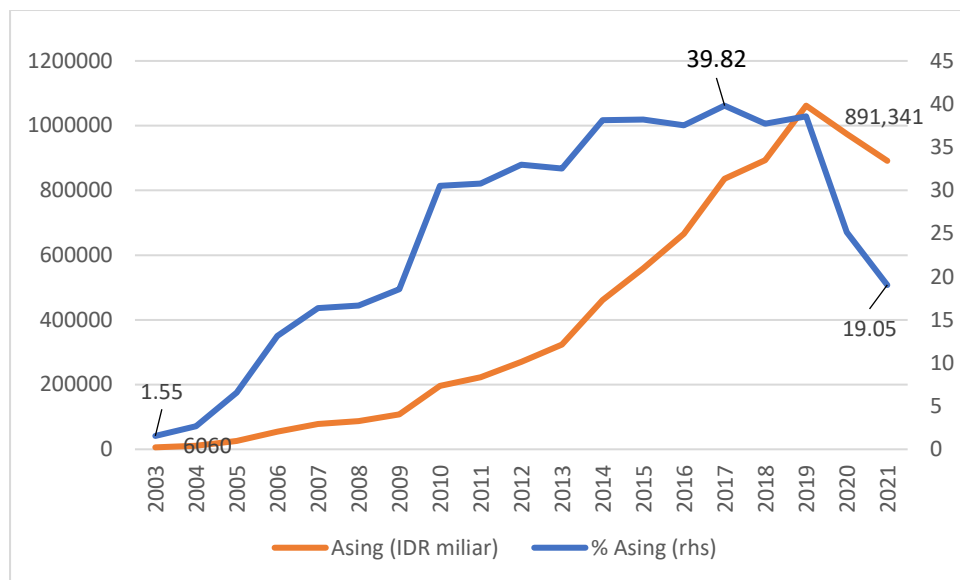


Sumber: Asian Bond Online. 2022.

Secara umum, pertumbuhan surat utang Pemerintah secara nominal mengalami pertumbuhan eksponensial, sementara obligasi swasta cenderung stabil, dan obligasi bank sentral mengalami penurunan. Mengacu pada tabel 3 di atas, pada tahun 2021 CGIF memberikan jaminan terbesar untuk Indonesia,) yang mencapai IDR1,06 triliun pada 5 instrumen dan 2 perusahaan. Nilai penjaminan CGIF ini jauh lebih kecil dari ukuran pasar obligasi swasta di Indonesia yang mencapai IDR 430,4 triliun dengan net penambahan dari tahun sebelumnya sebesar IDR4,6 triliun. Dengan demikian, peran penjaminan CGIF pada obligasi swasta masih sangat rendah dan terbatas.

Apabila diteliti lebih lanjut, perkembangan nilai obligasi Pemerintah juga diikuti oleh kenaikan partisipasi asing dalam pasar obligasi Pemerintah Indonesia. Sejalan dengan pemberian *investment grade rating* dari Fitch's dan Moody's pada tahun 2011, kepemilikan asing di Indonesia secara nominal meningkat pesat yang diikuti oleh persentase kenaikan kepemilikan asing sampai tahun 2017. Secara umum, kepemilikan asing meningkat tajam dari 1,55% tahun 2003 menjadi 19,05% tahun 2021, walaupun sempat mengalami penurunan tajam dari tahun 2019 (Grafik 5).

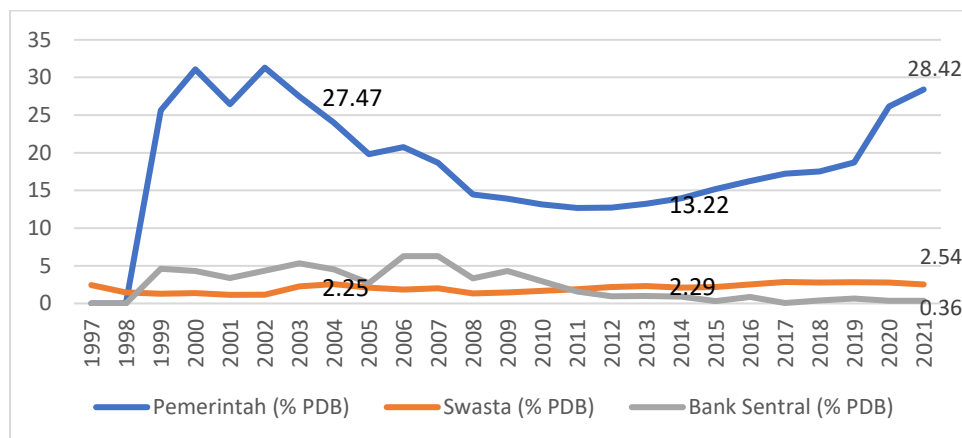
Grafik 5. Kepemilikan Asing Dalam Mata Uang IDR.



Sumber: Asian Bond Online. 2022.

Perbandingan besaran obligasi swasta dan pemerintah, secara umum tidak mengalami perubahan antara tahun 2003 dan tahun 2021. Sejak inisiasi ABMI dimulai pada Desember tahun 2002, pasar obligasi Pemerintah mendominasi pasar dengan mencapai 27,47%PDB pada tahun 2003, sementara sektor swasta hanya 2,25%PDB. Perkembangan selanjutnya adalah pada saat CGIF didirikan pada November 2010 dan Indonesia mendapat penjaminan pertama kali pada tahun 2013. Pada periode tahun 2013-2021, peran obligasi Pemerintah mengalami kenaikan dari 13,22%PDB menjadi 28,42%PDB. Pada saat yang sama obligasi swasta relatif stabil dari 2,29%PDB menjadi 2,54%PDB.

Grafik 6. Pasar Obligasi Indonesia (% PDB).



Sumber: Asian Bond Online. 2022.

Selain dominasi pasar obligasi dan kepemilikan asing, aspek likuiditas juga merupakan indikator penting untuk melihat kemajuan pasar obligasi suatu negara. Tingginya rasio likuiditas menunjukkan pasar obligasi yang semakin mapan. Pada tabel 4, rasio perputaran transaksi perdagangan obligasi Pemerintah di pasar Sekunder berkisar antara 1,3x pada tahun 2005 lalu tumbuh perlahan dan mencapai 3,2x pada tahun 2021. Hal ini mengindikasikan bahwa obligasi Pemerintah sangat likuid, sehingga memungkinkan pemegang obligasi untuk dapat menjual sewaktu-waktu apabila dibutuhkan. Sebaliknya rasio perputaran obligasi swasta sangat buruk dan di bawah 1. Selama tahun 2005-2021, rasio perputaran swasta tumbuh dari 0,4x menjadi 0,8x. Apabila mengacu pada dukungan CGIF kepada Indonesia pertama kali pada tahun 2013, maka kinerja likuiditas obligasi swasta memburuk dari 0,91x pada tahun 2013 menjadi 0,8x pada tahun 2021. Dampak rendahnya rasio perputaran secara tidak langsung memaksa pemegang obligasi swasta untuk bersedia memegang instrumen sampai jatuh tempo.

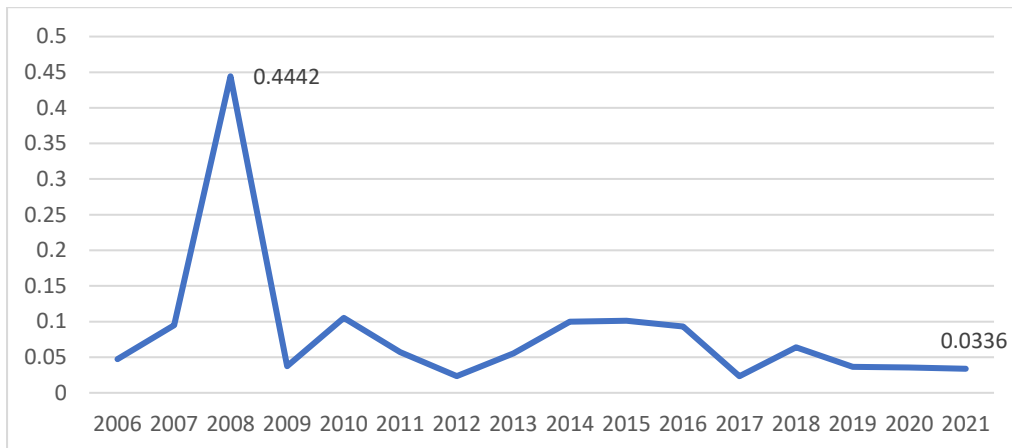
Tabel 4. Tingkat Likuiditas Obligasi di Indonesia.

Tahun	Pemerintah (Perdagangan, IDR miliar)	Pemerintah (Penerbitan, IDR miliar)	Rasio Perputaran Pemerintah	Swasta (Perdagangan, IDR miliar)	Swasta (Penerbitan, IDR miliar)	Rasio Perputaran Swasta
2005	521005.24	399571.78	1.303909	23946.63	58276.65	0.410913
2006	715896.31	409295.28	1.749095	33162.23	59633.66	0.556099
2007	1282232.11	448248.89	2.860536	69014.57	70285.24	0.981921
2008	956896.36	501720.65	1.907229	53181.06	76037.37	0.699407
2009	800193.9	553721.31	1.44512	38855.32	80730.64	0.481296
2010	1437342.71	611481.25	2.350592	90009.15	101634.29	0.885618
2011	1963761.17	682410.21	2.877684	125853.8	130892.75	0.961503
2012	1995877.95	771935.95	2.585549	159959.05	167214.84	0.956608
2013	1877736.68	907759.01	2.068541	185336.17	202840.35	0.913705
2014	2837543.68	1102606.45	2.573487	167674.46	220520	0.760359
2015	3399935.82	1335903.42	2.545046	187654.36	236350.15	0.793968
2016	3649061.79	1617562.25	2.255902	224317.98	280779.23	0.798912
2017	3842419.91	1936522.3	1.984186	325133.27	349504.03	0.93027
2018	5025798.53	2234108.24	2.249577	327616.9	399593.46	0.819876
2019	6902507.25	2560595.72	2.695665	388435.42	428479.38	0.906544
2020	9657256.42	3311748.88	2.916059	377544.62	435405.11	0.867111
2021	13794702.27	4274867.13	3.226931	342987.08	428024.79	0.801325

Sumber: Asian Bond Online. 2022.

Selain dari rasio perputaran, tingkat likuiditas juga dideskripsikan dengan volatilitas imbal hasil yang rendah. Pada Grafik 8, indikator volatilitas imbal hasil menggunakan standar deviasi imbal hasil selama 21 hari perdagangan dari instrumen obligasi Pemerintah dengan tenor 10 tahun. Mengacu pada krisis financial global pada tahun 2008, pasar keuangan internasional tertekan termasuk pada pasar obligasi. Pada saat itu, tingkat volatilitas *yield* obligasi meningkat signifikan mencapai 0,44 atau tertinggi dalam 15 tahun terakhir. Namun demikian, pada tahun 2010 tingkat volatilitas turun signifikan kelevel 0,1 dan relatif bertahan sampai tahun 2016, sebelum akhirnya kembali menurun dan stabil pada level 0,03.

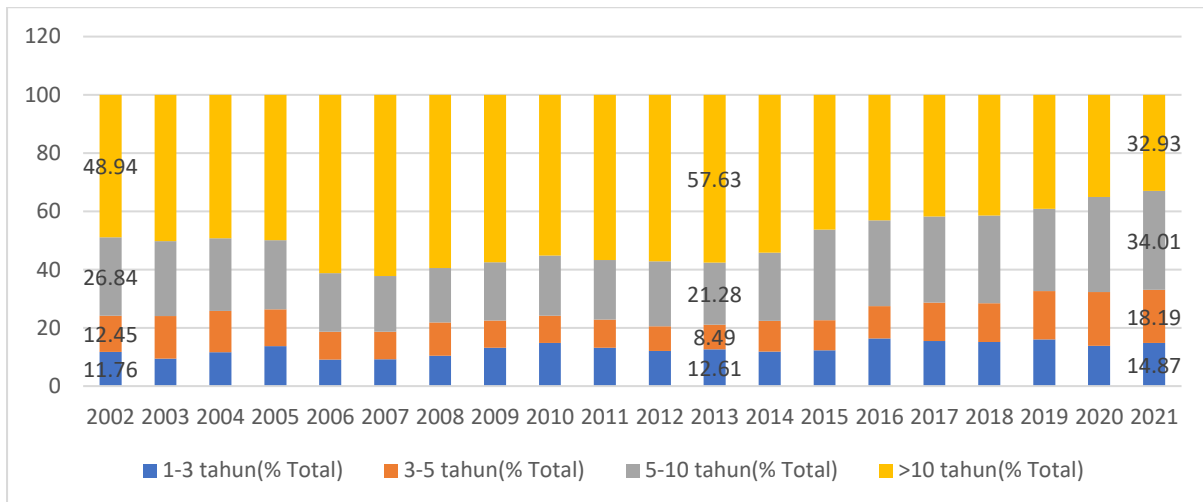
Grafik 8. Volatilitas Imbal Hasil



Sumber: Asian Bond Online. 2022.

Berdasarkan Grafik 4 kepemilikan asing dan Grafik 8 volatilitas imbal hasil, dapat ditarik kesimpulan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan asing, maka tingkat kestabilan imbal hasil di pasar obligasi akan terjaga. Hal ini sesuai dengan bagian studi literatur yang menyatakan kepemilikan asing pada obligasi mata uang lokal di masa stabil akan meningkatkan kestabilan pasar.

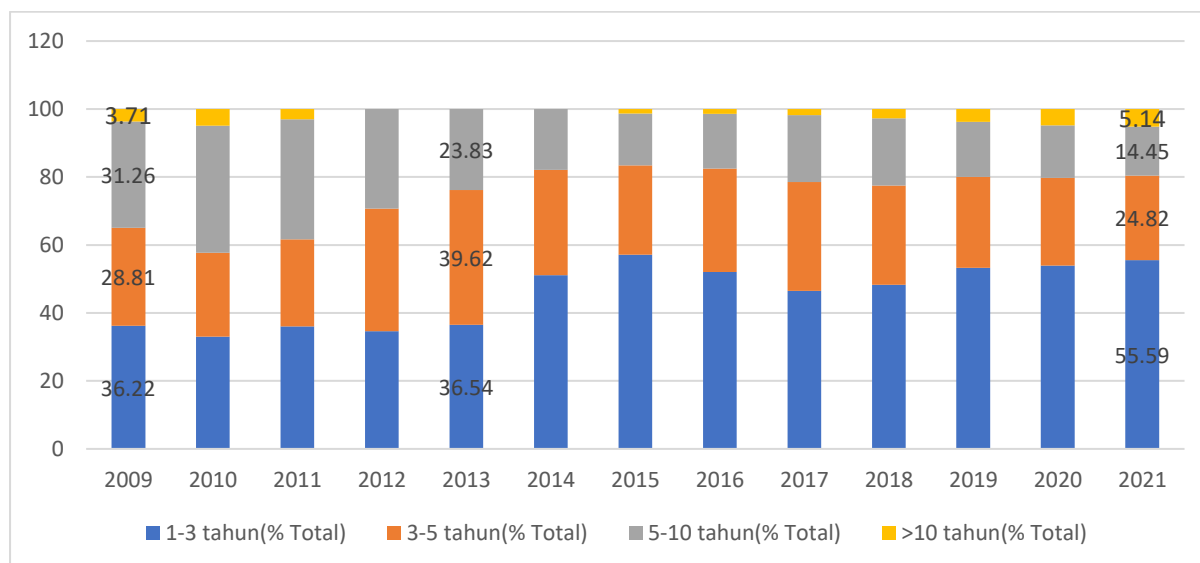
Grafik 9. Tenor Obligasi Pemerintah



Sumber: Asian Bond Online. 2022.

Grafik 9 menunjukkan bahwa tenor obligasi Pemerintah sejak tahun 2002-2021 didominasi oleh obligasi 5-10 tahun dan 10 tahun. Kondisi ini tentunya sangat ideal, terlebih jika penerbitan obligasi ditujukan untuk membiayai pembangunan infrastruktur yang memang memiliki tenor panjang. Selain itu, tenor yang panjang juga relatif aman dari gangguan ekonomi jangka pendek. Dalam rangka pengembangan pasar modal, tenor obligasi yang lebih panjang dibutuhkan sebagai diversifikasi dari pinjaman sektor perbankan. Namun demikian, perkembangan obligasi swasta Indonesia belum menunjukkan perkembangan signifikan (Grafik 10). Pada tahun 2021, obligasi swasta lebih banyak didominasi oleh tenor jangka pendek hanya 1-3 tahun sebesar 55,59%, lalu kontribusi tenor yang lebih panjang semakin menurun secara bertahap.

Grafik 10. Tenor Obligasi Swasta



Sumber: Asian Bond Online. 2022.

F. Penutup: Kesimpulan dan Saran.

Berdasarkan pendekatan kualitatif dan deskriptif kuantitatif pada bagian pembahasan, diketahui bahwa *Asian Bond Market Initiative* (ABMI) merupakan program yang ideal yang mencakup perbaikan pada 5 aspek yaitu perbaikan sisi permintaan obligasi, sisi penawaran, perbaikan regulasi, perbaikan infrastruktur dan juga bantuan teknis untuk mempromosikan obligasi mata uang lokal. Faktor-faktor tersebut dalam studi literatur lain digambarkan sebagai faktor struktural, keuangan dan institusional yang diperlukan untuk dapat mendorong perkembangan pasar obligasi.

Perbedaan tingkat kemajuan pasar obligasi, infrastruktur dan institusi keuangan yang mapan, menyebabkan ketimpangan implementasi *road map* ABMI yang diadopsi oleh setiap negara anggota. Pada dasarnya pengembangan pasar obligasi juga mencakup institusi keuangan lain seperti perbankan. Sistem perbankan yang *mature* tentunya akan lebih mudah untuk mengadopsi standarisasi baru yang lebih efisien dan efektif untuk memfasilitasi transaksi jual beli obligasi lintas negara. Selain itu, tingkat kedalaman pasar dan sektor perbankan yang kompetitif juga akan menunjang likuiditas dan pengembangan pasar obligasi yang lebih baik.

Sehubungan dengan berbagai faktor lain yang mempengaruhi perkembangan pasar obligasi, besaran pengaruh inisiatif ABMI terhadap perkembangan pasar modal menjadi kabur dan susah di ukur. Oleh karena itu, kajian ini mencoba melihat pengaruh dari inisiatif ABMI yang terukur seperti *Credit Guarantee and Investment Facility* (CGIF). CGIF ditujukan khusus untuk pengembangan obligasi swasta dalam mata uang lokal.

Selama 12 tahun beroperasi, penjaminan yang diberikan oleh CGIF relatif masih sangat kecil dan terbatas. Pada tahun 2021, ketika Indonesia mendapat banyak fasilitas penjaminan CGIF, nilai surat utang yang dijamin hanya sebesar IDR1,06 triliun pada 5 instrumen dan 2 perusahaan. Nilai yang jauh dibawah kapitalisasi pasar obligasi swasta Indonesia yang mencapai IDR430,4 triliun. Sejalan dengan aktivitas CGIF, perkembangan obligasi swasta tidak mengalami kemajuan berarti. Obligasi swasta masih didominasi oleh tenor jangka pendek dengan tingkat likuiditas yang rendah. Walaupun secara nominal mengalami peningkatan, namun secara proporsi terhadap PDB hanya di bawah level 3%. Sebaliknya, obligasi Pemerintah terus mendominasi dengan kapitalisasi pasar yang mencapai 10x dari obligasi swasta. Peningkatan obligasi Pemerintah juga lebih banyak dipengaruhi oleh

perkembangan *credit rating*, yang menyebabkan pertumbuhan eksponensial sejak tahun 2012 pasca pemberian *investment grade* dari Fitch's dan Moody's. Hal ini juga mendorong peningkatan kepemilikan asing dan tingkat likuiditas obligasi Pemerintah. Indikator peningkatan likuiditas tercermin dari peningkatan rasio perputaran dan volatilitas imbal hasil yang rendah.

Ke depan, bentuk dukungan ABMI berupa konsep sistem standarisasi, pengembangan produk baru, *technical assistant*, dan penjaminan (CGIF), secara kualitatif masih diperlukan dalam pengembangan basis investor baru dan pasar obligasi di Indonesia. Sebagai pemilik modal terbesar di ASEAN, Indonesia perlu meningkatkan utilisasi CGIF seperti yang dilakukan Vietnam dan Singapura. Dengan modal yang relatif kecil, optimalisasi CGIF diarahkan untuk pengembangan penjaminan instrumen obligasi baru, seperti obligasi hijau dan obligasi sosial serta asistensi pengembangan infrastruktur yang diperlukan. Dengan demikian, pengembangan produk baru diharapkan akan menarik berbagai pihak untuk berpartisipasi dalam pengembangan pasar obligasi swasta. Pengembangan obligasi swasta diperlukan, mengingat peran swasta dalam perekonomian yang tinggi dan akan mendorong kedalaman sektor keuangan untuk stabilisasi industri keuangan Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Asian Bond Online Data Portal, 2022. <https://asianbondsonline.adb.org/>
- Asian Development Bank (ADB), 2022. The Asian Bond Markets Initiative Policy Maker Achievements and Challenges. https://asianbondsonline.adb.org/documents/abmi_achievements_and_challenges.pdf
- Bank Indonesia, 2019. Blueprint Sistem Pembayaran Indonesia 2025. <https://www.bi.go.id/id/publikasi/kajian/Documents/Blueprint-Sistem-Pembayaran-Indonesia-2025.pdf>
- CEIC, 2022. Statistical Data Centre. <https://www.ceicdata.com/>
- Credit Guarantee and Investment Facility, 2022. <https://www.cgif-abmi.org/guarantee-portfolio/>
- Edmund Ho, Cheung Ho, 2022. Foreign participation in local currency government bond markets in emerging Asia: Benefits and pitfalls to market stability, Journal of International Money and Finance (online).
- Eichengreen B. and Luengnaruemitchai P., 2004. Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?. NBER Working Paper Series no. 10576. <http://www.nber.org/papers/w10576>
- Goldstein, M., 1998. The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications. Institute for International Economics, Washington, DC.
- Kementerian Luar Negeri, 2022. Sinopsis ASEAN+3. https://kemlu.go.id/ptri-asean/id/pages/asean_plus_three/978/etc-menu
- Smaoui, H., Grandes, M., Akindede A., 2017. The Determinants of Bond Market Development: Further Evidence from Emerging and Developed Countries, Emerging Market Review.