

BELAJAR DARI PENGALAMAN JEPANG DALAM MENERBITKAN OBLIGASI RETAIL

Oleh: Makmun dan Sigit Setiawan

Rekomendasi

Bedasarkan pengalaman pemerintah Jepang dalam menerbitkan Retail Government Bond (RGB), maka beberapa pelajaran yang dapat dipetik antara lain adalah sebagai berikut: *Pertama*, berdasarkan pola investasi masyarakat di Jepang RGB didesain dengan jangka waktu 10 tahun, namun pola investasi masyarakat di Indonesia sangat berbeda dengan Jepang, sehingga lebih baik untuk pengenalan awal obligasi retail didesain dengan jangka waktu 2-4 tahun. *Kedua*, masyarakat Indonesia pada umumnya menyenangi produk investasi yang sangat likuid, untuk itu pembayaran bunga sebaiknya tiga bulanan atau bulanan. *Ketiga*, Obligasi retail sebaiknya didesain dan dikelola *fully paperless* dan dideasin bersama-sama dengan pada dealer atau pelaku pasar. *Keempat*, masyarakat di Jepang umumnya memegang obligasi pemerintah hingga jatuh tempo (*hold until maturity*), dan untuk melakukan hal yang sama kepada masyarakat Indonesia, maka desain RGB mesti dibuat seatraktif mungkin untuk membuat masyarakat berminat dan mulai terbiasa untuk *hold until maturity* investasi pada RGB. *Kelima*, dalam penjualan RGB perlu melibatkan dealer seperti: bank dan lembaga keuangan non-bank, termasuk kantor pos. Insentif yang diberikan kepada dealer mesti cukup menarik. Bila di Jepang, insentif kepada dealer adalah sebesar 0,5% dari penjualan RGB, maka untuk kasus Indonesia pada awal peluncuran RGB besar insentif dianjurkan sebesar 1,0 - 1,5% , untuk kemudian pada tahap selanjutnya dapat diturunkan secara bertahap. *Keenam*,

karena RGB di Jepang didesain bagi investor untuk hold until maturity maka perdagangan RGB dalam secondary market tidak aktif. Untuk itu tidak diperlukan suatu sistem perdagangan spesifik bagi seluruh dealer dan tiap dealer bisa membangun sistem perdagangan masing-masing.

Permasalahan

Disadari bahwa keberadaan *Retail Government Bond* (RGB) di Indonesia sudah sangat mendesak. Hal ini dapat dilihat dari; (i) peran Surat Utang Negara (SUN) sebagai instrumen pembiayaan dalam kebijakan keuangan negara yang semakin meningkat, (ii) kebutuhan untuk meningkatkan kredibilitas SUN sebagai *benchmark* investasi di Indonesia melalui perluasan kepemilikan SUN di kalangan penduduk.

Beberapa bank rekap dewasa ini mengeksploitasi dana rekapitalisasinya, di antaranya melalui penerbitan produk investasi berbasis obligasi rekap. Sementara itu, perbankan pada umumnya juga akan memasuki pasar obligasi, baik obligasi korporasi maupun obligasi pemerintah, baik untuk penempatan dana maupun dengan penerbitan produk-produk investasi berbasis obligasi.

Terobosan yang dilakukan oleh bank-bank rekap ini merupakan suatu hal yang belum secara tegas diatur oleh pemerintah, sehingga dikhawatirkan akan dapat menimbulkan penyimpangan-penyimpangan yang dapat menurunkan kredibilitas pemerintah. Namun di sisi lain inisiatif tersebut sejalan dengan kepentingan pemerintah untuk memperkuat posisi SUN sebagai alternatif instrument investasi jangka panjang yang lebih atraktif.

Kredibilitas pemerintah merupakan unsur sangat penting untuk menjadikan obligasi pemerintah sebagai *benchmark* bagi

kegiatan investasi jangka panjang di Indonesia. Untuk mewujudkan *benchmarking* dimaksud antara lain diperlukan manajemen portofolio utang yang tepat, sehingga *risk-free value* yang melekat pada obligasi pemerintah dapat diakui oleh investor. Oleh sebab itu, pemerintah berencana akan mewujudkan keberadaan obligasi ritel di Indonesia dengan cara memperluas kepemilikan obligasi pemerintah.

Tujuan Penelitian

Studi banding ke Jepang ini bertujuan untuk a) mempelajari pengalaman Pemerintah Jepang dalam menerbitkan Retail Government Bond (RGB), dan b) dari hasil studi banding tersebut diharapkan dapat menjadi masukan bagi pemerintah Indonesia dalam mendisain RGB.

Metodologi Penelitian

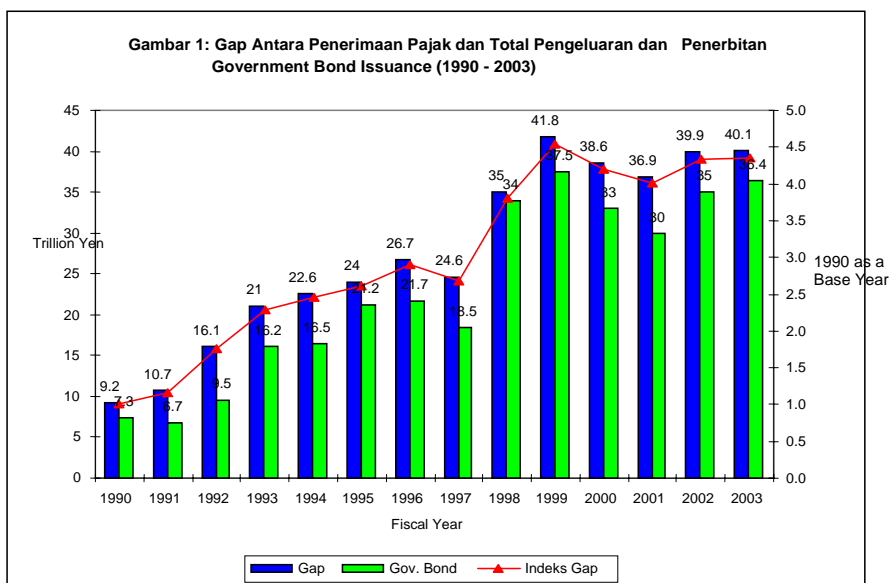
Metodologi yang digunakan adalah wawancara langsung dengan para pejabat di Departemen Keuangan Jepang yang terlibat langsung dalam penerbitan RGB. Disamping itu juga dilakukan wawancara terhadap lembaga Keuangan dan lembaga non Keuangan yang terlibat dalam pemasaran RGB.

Hasil Penelitian

Hasil Pengalaman Jepang Dalam Menerbitkan Retail Government Bond (RGB)

Adanya gap yang dalam antara pengeluaran pemerintah dengan penerimaan pajak di Jepang belakangan ini menyebabkan meningkatnya penerbitan obligasi pemerintah. Gap ini meningkat

secara significant dari ¥ 9.2 trillion Yen pada tahun 1990 menjadi ¥ 40.1 trillion pada tahun 2003. Penerimaan pajak mencapai puncaknya yakni sebesar ¥ 60 trillion pada tahun 1990, dan turun drastic menjadi ¥ 41.8 trillion pada tahun 2003. Kondisi ini menyebabkan ekonomi mengalami stagnan. Sementara itu total pengeluaran pemerintah Jepang naik dari ¥ 69.3 trillion pada tahun 1990 menjadi ¥ 81.9 trillion pada tahun 2003. Sebagai konsekuensinya pemerintah Jepang meningkatkan penerbitan Japanese Government Bond (JGBs) dari ¥ 7.3 trillion pada tahun 1990 menjadi ¥ 36.4 trillion pada tahun 2003.



Sumber: Retail Bond in Japan, Finance Bureau, Ministry of Finance, Japan, October 7, 2004.

Seiring dengan meningkatnya akumulasi penerbitan JGBs, kondisi ini menghadapkan pemerintah Jepang untuk menerapkan strategi pengelolaan utang yang baik (*good debt management strategy*). Dasar pemikiran dari penerapan *debt management strategy* adalah untuk menstabilkan pembiayaan dan untuk menekan biaya dalam jangka panjang. Di Jepang sebagian besar JGBs dipegang oleh investor institusi, dimana investor institusi ini kurang stabil dibandingkan dengan individual investor dalam jangka panjang. Dengan demikian meningkatkan posisi JGBs untuk individual investors merupakan salah satu jalan keluar untuk mencapai *debt management strategy*.

Pada umumnya dalam jangka panjang individual investors cenderung relative lebih stabil dalam memegang obligasi. Dengan demikian diversifikasi komposisi kepemilikan obligasi (*bondholder*) dengan menekankan pada individuals akan membuat pasar lebih stabil. Kondisi inilah yang menjadi alasan bagi pemerintah Jepang untuk menerbitkan JGBs khusus untuk individual investors pada bulan March 2003. Obligasi retail yang hanya diperuntukkan bagi kalangan individuals ini didesain lebih atraktif dengan berbagai cara.

Karakteristik Retail Government Bond (RGB)

RGB memiliki beberapa karakteristik, yaitu: *Pertama*, target RGB hanya individual investor only. *Kedua*, berjangka waktu 10 tahun. *Ketiga*, bunga obligasi bersifat variable (*floating rate bond*) yang ditentukan berdasarkan tingkat bunga fixed interest bearing JGBs berjangka waktu 10 tahun dan dibayarkan setiap enam bulan dengan garansi minimal tingkat suku bunga 0,05%. *Keempat*, pecahan obligasi adalah ¥ 100 dan minimal pembelian ¥ 10.000 (par). *Kelima* bunga dibayarkan setiap setengah tahun (*semiannually*) dan pajak atas bunga sebesar 20%. *Keenam*, satu

tahun setelah dipegang dapat dijual kembali (*redeemed*). Selengkapnya lihat Tabel 1.

Tabel 1: Karakteristik RGB

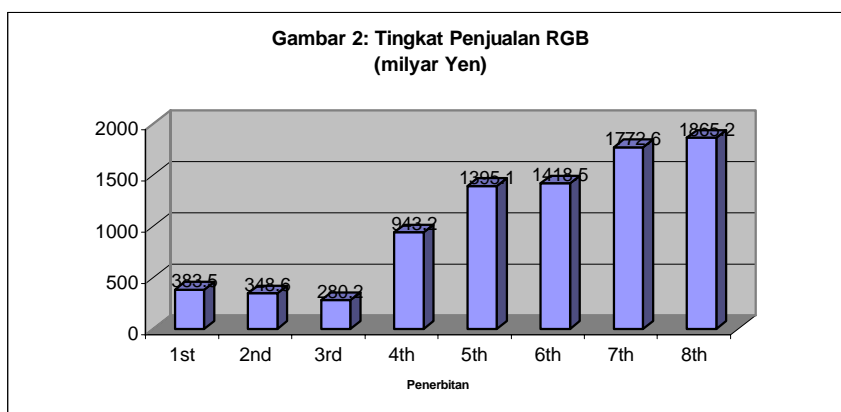
Target Investor	Individual investors
Jangka waktu	10 tahun
Tingkat bunga	Floating rate interest, tergantung pada interest-bearing JGBs dengan jangka waktu 10 tahun dan berubah semiannually, dengan minimal tingkat bunga 0,05%.
Pecahan	¥ 100 (par)
Pembelian minimal	¥ 10.000
Pembayaran bunga dan pajak	Semiannual, pajak 20% atas bunga.
Konversi dalam bentuk kas	Penjualan kembali RGB sangat dimungkinkan dengan minimal 1 tahun setelah dipegang sejak diterbitkan. Penjualan kembali terkena pinalti dalam bentuk pengembalian bunga RGB 2 kali yang telah diterima sebelumnya.

Sumber: RGB, Handled by Nikko Securities in October 5, 2004.

Gambaran Penjualan RGB

Sampai sekarang pemerintah Jepang telah menerbitkan RGB sebanyak delapan kali. Untuk pertama kali RGB diterbitkan pada bulan Maret 2003) sebesar ¥ 383,6 milyar atau 0,27 % dari total JGBs dan pada bulan Oktober 2004 meningkat menjadi ¥ 1.865,2 milyar atau 1,15 % dari total JGBs (lihat gambar) Total akumulasi RGB yang diterbitkan dari Maret 2003 sampai dengan Oktober 2004 telah mencapai ¥ 8.406,9 milyar atau 1,46% dari total JGBs. Lebih dari 50% RGB dipegang oleh para pensiunan dan ibu rumah tangga.

Tingkat bunga RGB ditentukan berdasarkan pada JGB berjangka waktu 10 tahun. Jika suku bunga pasar turun karena faktor ekonomi atau faktor lainnya, maka pemerintah Jepang menjamin minimum suku bunga RGB sebesar 0.05%. RGB diterbitkan setahun tiga kali, yaitu pada bulan April, Juli, dan Oktober. Perkembangan suku bunga RGB selengkapnnya dapat dilihat pada gambar 2.



Sumber: Retail Bond in Japan, Finance Bureau, Ministry of Finance, Japan, October 7, 2004

Potensi Obligasi Retail di Indonesia

Potensi pasar obligasi retail di Indonesia dapat diprediksikan dari dana pihak ketiga yang dihimpun oleh perbankan dan tabungan mas yang dilakukan oleh rumah tangga. Ketia jenis investasi ini sangat likuid dan dengan midah dapat dipindahkan kedalam obligasi retail. Pada tahun 2001, total tabungan masyarakat di lembaga perbankan mencapai Rp169,35 milyar dan per April 2004 meningkat menjadi Rp247,10 milyar. Dalam waktu yang sama total deposito yang berhasil dihimpun lembaga perbankan mengalami penurunan dari Rp250,76 milyar (2001) menjadi Rp231,87 milyar (April 2004). Meskipun tabungan yang

dihimpun lembaga pernakan meningkat, rasio total tabungan terhadap GDP dalam periode 2001-2004 (April) turun dari 24% menjadi 19,4%, dan rasio deposito terhadap GDP turun dari 16,7% menjadi 13,8%.

Tabel 2: Gambaran Tabungan dan Deposito yang Dihimpun Lembaga Perbankan

	Tabungan	Ratio thd GDP	Deposito	Ratio Thd GDP
2001	169.346	24,2%	250.759	16,7%
2002	189.421	21,7%	252.090	15,7%
2003	238.742	19,4%	243.621	13,8%
2004 (April)	247.103		231.865	

Sumber: Bank Indonesia

Desain Obligasi Retail di Indonesia

Ada dua alternative desain obligasi retail yang direkomendasikan yaitu: *pertama bersifat* konservatif dan *kedua* lebih bersifat atraktif. Obligasi retail yang konservatif akan didisain dengan tujuan untuk memperluas kepemilikan obligasi retail di kalangan investor individual atau rumah tangga. Dalam hal ini volume penjualan obligasi retail tidak menjadi target utama. Desain obligasi retail yang kedua tidak hanya dimaksudkan untuk memperluas kepemilikan obligasi di kalangan investor individual atau rumah tangga, tetapi juga dimaksudkan untuk mencapai target penjualan obligasi retail.

Sejalan dengan tujuan desain di atas, maka obligasi retail diusulkan didisain dengan karakteristik yang berbeda. Perbedaan dari kedua disain obligasi retail tersebut adalah dalam batas maksimum pembelian obligasi retail dan pembayaran bunga obligasi (lihat Tabel 3).

Tabel 3: Usulan Desain Obligasi Retail di Indonesia

	Alternatif 1	Alternatif 2
Karakteristik	Konservatif	Atraktif
Target investor	Individual investors	Individual investor
Tipe	Scriptless	Scriptless
Jangka waktu	3 - 4 tahun	2 - 3 tahun
Pecahan	Rp 250.000,-- dan kelipatannya atau Rp 500.000,--. Dan kelipatannya	Minimum Rp 250.000,- - atau Minimum Rp 500.000,- -
Maks. Pembelian	Maks. Rp 50.000.000,- -	maks. Rp 100.000.000,- -
Tingkat bunga	Floating interest rate, dengan mengacu pada SBI.	Floating interest rate, dengan mengacu pada pada SBI+1%
Interest payment	Tiga kali setahun	Bulanan
Pajak	20% dari tingkat bunga yang diterima	20% dari tingkat bunga yang diterima.
Penjualan kembali	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Penjualan kembali oleh investors diperbolehkan dengan minimal setelah satu tahun dipegang sejak siterbitkan. Dikenakan pinalti dalam bentuk pengembalian bunga satu tahun atau 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Penjualan kembali oleh investors diperbolehkan dengan minimal setelah satu tahun dipegang sejak siterbitkan. ▪ Dikenakan pinalti dalam bentuk pengembalian bunga satu tahun atau bunga yang

	bunga yang dibayarkan hanya dihitung sampai dengan waktu penjualan dikurangi 1%.	dibayarkan hanya dihitung sampai dengan waktu penjualan dikurangi 1%.
Buy back	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sangat dimungkinkan buy-back oleh government. ▪ Tidak ada pinalti pengembalian bunga. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sangat dimungkinkan buy-back oleh government. ▪ Tidak ada pinalti pengembalian bunga

Dasar Pertimbangan

Beberapa pertimbangan yang menjadi dasar desain obligasi retail, yaitu: *Pertama*, target investors obligasi retail adalah individu atau rumah tangga dengan tujuan untuk memberi kesempatan kepada individual atau rumah tangga untuk memiliki obligasi pemerintah. Disamping itu juga dimaksudkan untuk memperluas sumber-sumber pembiayaan negara.

Kedua, tipe obligasi adalah scriptless dengan pertimbangan system administrasinya sangat sederhana, biaya murah dan lebih aman. Disamping itu masyarakat Indonesia juga sudah terbiasa dengan bentuk scriptless, seperti buku tabungan.

Ketiga, jangka waktu dibuat pendek yaitu 2-4 tahun. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa obligasi ini baru akan diperkenalkan pada masyarakat, sehingga didesain dengan jangka waktu pendek. Disamping itu dasar pertimbangan lainnya masyarakat Indonesia pada umumnya telah terbiasa berinvest pada deposito yang berjangka waktu 12 bulan atau 24 bulan.

Keempat, pecahan obligasi retail adalah Rp250.000 atau Rp500.000. Hasil analisa sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 3 dapat dijadikan referensi. Dari hasil analisis diketahui bahwa rata-rata surplus pendapatan pada rumah tangga golongan paling bawah adalah Rp4,2 juta per tahun. Dengan asumsi bahwa 61% dari surplus akan diinvestasikan pada investasi yang likuid, maka potensi investasi likuid adalah Rp2,5 juta. Dengan asumsi 10% dari potensi ini akan diinvestasikan pada obligasi retail, maka pecahan yang mendekati adalah Rp250.000. Namun apabila kita asumsikan 20% dari potensi akan diinvestasikan pada obligasi retail, maka pecahan yang mendekati adalah Rp500.000.

Kelima, maksimum pembelian adalah Rp50.000.000. atau Rp100.000.000. Untuk menghindari kepemilikan obligasi retail pada sekelompok individu atau rumah tangga, maka pembelian obligasi retail perlu dibatasi.

Keenam, tingkat bunga. Pada umumnya individual investor tidak begitu perhatian pada perubahan suku bunga. Namun untuk mendorong individual investor atau rumah tangga agar mau berinvest pada obligasi retail, maka suku bunga didesain floating dengan mengacu pada SBI atau SBI + 1%. Suku bunga ini jauh lebih besar dibandingkan dengan suku bunga tabungan atau deposito. Tidak menutup kemungkinan suku bunga ini dibuat *fixed*. Sekiranya suku bunga bersifat *fixed*, sebaiknya tingkat suku bunga mengacu pada suku bunga obligasi pemerintah bukan retail yang akan diterbitkan bersamaan dengan obligasi retail yang akan diterbitkan dikurang 1,5%. Pengurangan ini sangat penting mengingat obligasi retail berjangka waktu lebih pendek, sehingga suku bunganya harus lebih rendah.

Saluran Distribusi

Dalam saluran distribusi obligasi ritel pemerintah, terdapat pasar primer dan pasar sekunder. Dalam kenyataannya, perdagangan RGB dalam pasar sekunder tidak aktif dikarenakan desain RGB diperuntukkan dan dibuat menarik bagi investor untuk *hold RGB until maturity*.

Dalam pasar primer, pemerintah mengajak lembaga perbankan dan non-perbankan serta kantor pos untuk menjadi dealer atau agen RGB. Institusi keuangan diberikan kebebasan untuk menjual sebanyak mungkin RGB, sedangkan bagi kantor pos ada pembatasan tertentu. Dalam menentukan jumlah RGB yang akan diajukan kepada pemerintah, perbankan terlebih dahulu menilai kemampuannya dalam menjual RGB dengan melakukan penilaian kemampuan cabang-cabangnya dalam menjual RGB. Bila terdapat sejumlah unit RGB yang tidak laku terjual, dealer dapat mengembalikannya kepada pemerintah.

Sejalan dengan tidak aktifnya perdagangan dalam pasar sekunder, pemerintah Jepang tidak mendesain khusus sistem perdagangan untuk RGB-nya, sehingga para dealer RGB mendesain sendiri sistem perdagangan RGB-nya. Misalkan, Nikko Cordial Securities yang bekerjasama dengan Lawson, jaringan toserba di Jepang dalam rancangan sistem perdagangan RGB-nya. Bank of Yokohama dan kantor pos juga memiliki rancangan sendiri yang sama sekali berbeda dari sistemnya Nikko.

Dalam pasar sekunder, RGB melibatkan tiga hal utama: pemrosesan dan penyelesaian, insentif bagi para dealer, dan promosi. Dalam pemrosesan dan penyelesaian, investor dapat membeli RGB dari bank, lembaga non-perbankan, dan kantor pos yang memperoleh ijin untuk menjual RGB. Sebelum melakukan pemesanan, investor individual harus terlebih dahulu membuka rekening di dealer tersebut. Rekening ini berfungsi sebagai tempat pencatatan arus kas dari pembayaran kupon dan bunga. Investor

akan diberikan semacam buku tabungan sebagai tempat pencatatan transaksi pembukuan yang terkait dengan RGB.

Untuk melakukan perdagangan RGB, oleh pemerintah investor diberikan iming-iming berupa insentif yang besarnya 0.5% dari penjualan RGB-nya. Untuk kasus Bank of Yokohama, investasi sebesar ¥ 50 juta untuk pembangunan sistem perdagangannya telah terbayar hanya dari penjualan RGB perdananya.

Dari segi promosi, baik Departemen Keuangan Jepang maupun dealer turut terlibat. Departemen Keuangan Jepang mempromosikan RGB dengan memasang poster-poster iklan kepada masyarakat. Sedangkan dealer melakukan promosi melalui: iklan TV menampilkan bintang liga baseball mereka, Ichiro Suzuki ; TV shopping shows ; internet, berupa halaman khusus maupun banner pada situs Yahoo dan situs-situs wanita, serta link ke situs Nikko Cordial ; seminar on Money Management ; dan pembukaan rekening di dealer khusus untuk RGB.

Daftar Pustaka

Bank of Yokohama, "Annual Report 2004", Yokohama, Japan, 2004.

Financial Bureau-Ministry of Finance of Japan, "Public Debt Management Policy in Japan, Tokyo, Japan, 2004.

Japan Post, "Postal Services in Japan: Annual Report 2004", Tokyo, Japan, 2004.

Nikko Cordial Corporation, "Annual Report 2004", Tokyo, Japan, 2004.

The Ministry of Finance of Japan, "Guide to Japanese Government Bonds 2004", Tokyo, Japan, 2004.