

MEMBUKA POTENSI SUMBER DAYA KEUANGAN DALAM NEGERI INDONESIA: **Peran Lembaga Keuangan Non-Bank**



MEMBUKA POTENSI SUMBER DAYA KEUANGAN DALAM NEGERI INDONESIA : PERAN LEMBAGA KEUANGAN NON-BANK

Desember 2006

Pengentasan Kemiskinan dan Pengelolaan Ekonomi
Pembangunan Sektor Keuangan dan Swasta
Unit Pengelolaan Negara Indonesia



Dokumen Bank Dunia

KANTOR BANK DUNIA JAKARTA

Gedung Bursa Efek Jakarta Menara II / Lt.12
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Jakarta 12910
Tel: (6221) 5299-3000
Fax: (6221) 5299-3111
Website: www.worldbank.org/id

THE WORLD BANK

1818 H Street N.Q.
Washington, D.C. 20433, U.S.A.
Tel: (202) 458-1876
Fax: (202) 522-1557/1560
E-mail: feedback@worldbank.org
Website: www.worldbank.org

Cetakan Desember 2006

Laporan ini merupakan produk staf Bank Dunia. Analisis, interpretasi dan kesimpulan yang terdapat didalamnya tidak mewakili Dewan Direksi Bank Dunia maupun pemerintahan yang mereka wakili.

Bank Dunia tidak menjamin akurasi data di dalam laporan ini. Batas-batas, warna, denominasi dan informasi lainnya yang tercantum pada peta yang ada di dalam laporan ini tidak mengimplikasikan pandangan Bank Dunia akan status hukum suatu wilayah ataupun persetujuan akan batas-batas tersebut.

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI	III
Kata Pengantar	vii
Ucapan Terima Kasih.....	viii
Singkatan.....	ix
Ringkasan Laporan.....	xi
BAB 1 GAMBARAN UMUM	1
Pentingnya LKNB dan Pasar Modal.....	3
Mengerahkan Sumber Daya Dalam Negeri Jangka Panjang	6
Mengurangi Kerentanan Sektor Keuangan	7
Memenuhi Sasaran-Sasaran Pemerintah Lainnya	7
Permasalahan Lintas Sektoral dan Rekomendasi.....	8
Permasalahan Sektor-Sektor Kunci dan Rekomendasi	19
Referensi	32
Lampiran 1. Temuan-Temuan Penting dalam Sektor LKNB di Indonesia.....	33
BAB 2 PASAR EKUITAS INDONESIA	37
Struktur Pasar.....	38
Infrastruktur Pasar	41
Struktur Hukum	42
Sektor Korporat.....	42
Kinerja Dan Kestinambungan Pasar.....	47
Masalah dan Hambatan Pengembangan.....	52
Masalah-Masalah Hukum, Pengaturan, Dan Pengawasan	55
Rekomendasi Kebijakan	61
Rekomendasi Lainnya.....	63
Referensi	69
BAB 3 PASAR OBLIGASI INDONESIA	71
Struktur	72
Penerbit Surat Utang (Obligasi).....	73
Investor	78
Prasarana Pendukung	79
Pialang (<i>Intermediaries</i>)	81
Struktur Pengaturan dan Pengawasan	82
Masalah dan Hambatan Pengembangan Pasar Obligasi.....	84
Masalah Hukum.....	86
Rekomendasi dan Kebijakan	88
Referensi	96
BAB 4 INDUSTRI REKSADANA INDONESIA	97
Struktur	100
Kinerja dan Kestinambungan	105
Permasalahan dan Hambatan Dalam Pengembangan	107
Permasalahan Hukum, Pengaturan Dan Pengawasan.....	110
Rekomendasi Kebijakan	116
Referensi	123
Lampiran A. Daftar Peraturan Yang Berlaku Bagi Reksadana.....	124
Lampiran B. Daftar Manajer Investasi Dengan Total Aset Yang Dikelola per Desember 2005 ..	125

BAB 5 DANA PENSIUN INDONESIA	127
Struktur	132
Ukuran dan Cakupan	140
Kinerja Dan Kesiambungan.....	143
Masalah dan Hambatan-Hambatan Pengembangan.....	147
Masalah Hukum, Perpajakan, Perpajakan, Peraturan Dan Pengawasan.....	150
Rekomendasi Kebijakan	156
Referensi	167
BAB 6 SEKTOR ASURANSI INDONESIA	169
Struktur	170
Kinerja dan Keberlanjutan.....	181
Permasalahan Hukum.....	184
Masalah Pajak, Pengawasan Dan Pengaturan.....	185
Rekomendasi Kebijakan	190
Referensi	196
BAB 7 INDUSTRI SEWA GUNA USAHA INDONESIA	197
Struktur	198
Kinerja dan Kelangsungan	201
Kaitan dengan Sektor Keuangan Yang Lain	203
Masalah dan Hambatan Pembangunan.....	204
Masalah Hukum, Perpajakan, dan Peraturan	206
Rekomendasi Kebijakan	208
Referensi	211
Lampiran A. Kategori Aset dan Metode Penyusutan.....	212
Lampiran B. Portofolio Perusahaan Sewa Guna Usaha di Beberapa Negara (2003)	213
Lampiran C. Konsep Penerusan Manfaat Pajak dalam Sewa Guna Usaha	214
BAB 8 INDUSTRI MODAL VENTURA INDONESIA	217
Struktur	219
Kinerja dan Keberlangsungan.....	222
Masalah dan Hambatan Perkembangan	223
Masalah Hukum dan Peraturan	224
Rekomendasi Kebijakan	227
Referensi	230

Daftar Tabel

Tabel 1.1: Struktur Sektor Keuangan (Trilyun Rp)	4
Tabel 1.2: Perbandingan Regional Sektor Keuangan (Milyar US\$)	5
Tabel 1.3: 10 Besar Pangsa Pasar Sektor Keuangan Indonesia.....	11
Tabel 1.4: Konglomerasi Keuangan di Sektor Keuangan Indonesia	11
Tabel 1.5: Jumlah Aktuaris di Berbagai Negara, 2006.....	17
Tabel 1.6: Jumlah Penilai di Beberapa Negara, 2006	18
Tabel 2.1: Pasar Saham di Beberapa Negara, 1990 - 2004	39
Tabel 2.2: Kapitalisasi Pasar 20 Perusahaan Teratas di Indonesia, 2006	40
Tabel 2.3: Persentase Perusahaan dengan Rasio Utang terhadap Modal di atas 200 Persen ...	44
Tabel 2.4: Pengembalian atas Modal yang Diinvestasikan di beberapa Negara Asia	44
Tabel 2.5: Rasio Laba terhadap Biaya Bunga di Beberapa Negara Asia, 1996-2004.....	45
Tabel 2.6: Persentase Perusahaan dengan Rasio Laba terhadap Biaya Bunga Kurang dari 1 ...	45
Tabel 2.7: Jenis Pemegang Rekening dan Struktur Pemegang Saham	46
Tabel 2.8: Jumlah Pemegang Saham Ritel di Pasar-pasar Tertentu.....	47
Tabel 2.9: Aset yang Dikelola oleh Reksadana, 2004 dan 2005	47

Tabel 2.10: Pasar dengan Kinerja Terbaik di Dunia, 2005	48
Tabel 2.11: Mobilisasi Modal di Bursa Efek Jakarta, 1997-2005	49
Tabel 2.12: Modal Baru yang Terkumpul sebagai Persentase Kapitalisasi Pasar	49
Tabel 2.13: Biaya Modal di Beberapa Negara.....	50
Tabel 2.14: Skor Keseluruhan Infrastruktur Kelembagaan dan Pasar di Negara.....	51
Tabel 2.15: Skor Rinci untuk Nilai Infrastruktur Kelembagaan dan Pasar di Negara Tertentu ..	52
Tabel 2.16: Skor Rata-rata Tata Kelola Perusahaan di Negara Tertentu	57
Tabel 3.1: Obligasi, Kredit Perbankan dan Kapitalisasi Pasar Modal, 2002 - 2005	73
Tabel 3.2: Utang Pemerintah Pusat, 1999 - 2005.....	74
Tabel 3.3: Penerbitan Obligasi korporasi, per Sektor, 2005	76
Tabel 3.4: Indikator Penerbitan Obligasi Korporasi, 2000-2005 (Rp trilyun).....	77
Tabel 3.5: Investor Obligasi Pemerintah dan Obligasi Korporasi	78
Tabel 3.6: Instrumen Utang yang Tersedia, Kerangka Peraturan, dan Otoritas.....	83
Tabel 4.1: Nilai Aktiva Bersih Reksadana, Tahun 1995-2005.....	98
Tabel 4.2: Struktur Sektor Keuangan (Rp.trilyun)	98
Tabel 4.3: Volume Industri Reksadana di Asia, Tahun 2003	99
Tabel 4.4: Volume Industri Reksadana di Asia, Tahun 1999-2002	99
Tabel 4.5: Investor Obligasi berdasarkan Jenis Obligasi (persen).....	100
Tabel 4.6: Struktur Biaya Reksadana (persen)	102
Tabel 4.7: Struktur Pajak Penghasilan Reksadana	105
Tabel 4.8: Wawasan Investasi.....	108
Tabel 4.9: Persyaratan Modal Dasar untuk Perusahaan Efek (Dalam juta Rupiah).....	115
Tabel 5.1: Uraian Dana Pensiun.....	135
Tabel 5.2: Total Aset di Dana Pensiun, 2003 dan 2004	140
Tabel 5.3: Penyebaran Aset-aset yang diinvestasikan dalam Dana Pensiun, 2004	141
Tabel 5.4: Aset Program Pensiun Swasta di Beberapa Negara Terpilih, 2001 dan 2002	142
Tabel 5.5: Cadangan Dana Pensiun di Beberapa Negara Terpilih	142
Tabel 5.6: Aset Dana Pensiun di Beberapa Negara Terpilih, 2003	142
Tabel 5.7: Ukuran Dana pensiun Indonesia, 2001-4 (Rp. Trilyun kecuali dinyatakan lain).....	143
Tabel 5.8: Biaya operasi Jamsostek, 1999-2004 (Rp. Milyar).....	144
Tabel 5.9: Total Rasio Pengeluaran dan Laba Investasi untuk Jamsostek (Rp. Milyar)	144
Tabel 5.10: Kinerja Taspen, 2000-4 (Rp. milyar).....	145
Tabel 5.11. Kinerja Rencana-program pensiun Swasta, 2003-4 (Rp milyar)	146
Tabel 5.12: Praktik-Praktik yang Berlaku <i>versus</i> yang Diusulkan dalam Taspen.....	148
Tabel 5.13: Jumlah Maksimum dan Jumlah Aktual Aset Asing	154
Tabel 6.1: Struktur Kepemilikan Industri Asuransi, 1985 dan 2005	171
Tabel 6.2: Pertumbuhan Industri Asuransi, 2000-5 (Rp trillion)	173
Tabel 6.3: Konsentrasi 5 Asuransi Terbesar di Berbagai Negara, 2003.....	173
Tabel 6.4: Penetrasi Asuransi di Berbagai Negara, 2003/5	174
Tabel 6.5: Kepadatan Premi Asuransi Jiwa di Berbagai Negara, 2003/5	175
Tabel 6.6: Akumulasi Aset Industri Asuransi di Beberapa Negara, 2003/2005	176
Tabel 6.7: Pemegang Polis Asuransi Jiwa, Jumlah yang Diasuransikan, dan Premi.....	176
Tabel 6.8: Alokasi Aset di Perusahaan Asuransi, 2005	177
Tabel 6.9: Struktur Tenaga Kerja di Beberapa Negara, Berbagai Tahun, 2000-2003	177
Tabel 6.10: Komponen dan Bobot Risiko	181
Tabel 6.11: Modal Berbasis Risiko di Perusahaan Asuransi - Marjin yang Diperyaratkan	181
Tabel 6.12: Modal Berbasis Risiko berdasarkan Tingkat Kewajiban Perusahaan.....	182
Tabel 6.13: Modal Berbasis Risiko (RBC) Perusahaan Asuransi.....	182
Tabel 6.14: Rasio Bisnis Baru dengan Perpanjangan, menurut Jenis Perusahaan, 2005	183
Tabel 6.15: Pertumbuhan Premi Baru dan Perpanjangan, 2001-2005	183
Tabel 6.16: Kontribusi Premi dan Pengembalian terhadap Pertumbuhan Aset	184
Tabel 7.1: Pendanaan Perusahaan Pembiayaan, menurut Jenis Perusahaan.....	200
Tabel 7.2: Persyaratan Modal Minimum menurut Jenis Kepemilikan	200

Tabel 7.3: Pendanaan Perusahaan Pembiayaan, menurut Sumber Pendanaan.....	201
Tabel 7.4: Kinerja Keuangan Perusahaan Pembiayaan, 2000-2005	202
Tabel 7.5: Kualitas Pembiayaan Perusahaan Pembiayaan, 2000–2005	203
Tabel 7.6: Bank Umum dan perusahaan pembiayaan di Indonesia	204
Tabel 7.7: Kapitalisasi Pasar Obligasi, 1999–2005	204
Tabel 7.8: Aset Perusahaan Pembiayaan, 2005.....	206
Tabel B. 1: Portofolio Perusahaan Sewa Guna Usaha Pertama di India	213
Tabel B. 2: Portofolio ULC Mozambique.....	213
Tabel B. 3: Portofolio ULC Botswana.....	213
Tabel C. 1: Tabel Amortisasi.....	214
Tabel C. 2: Pengembalian Setelah Pajak untuk Pinjaman Bank	215
Tabel C. 3: Pengembalian Sesudah Pajak untuk Sewa.....	215
Tabel C. 4: Pengembalian Sesudah Pajak untuk Berbagai Tingkat Penyusutan Pajak	215
Tabel 8.1: Kinerja Dana Modal Ventura dan <i>Private Equity</i> di Pasar Berkembang	218
Tabel 8.2: Jumlah dan Aset Perusahaan Modal Ventura, menurut Jenis, 2000–2005.....	222
Tabel 8.3: Ciri-ciri Perusahaan Pasangan usaha, menurut Sektor, 2003	222
Tabel 8.4: Kinerja Perusahaan Modal Ventura, 2000–2005.....	223

Daftar Gambar

Gambar 1.1: Program Pinjaman Pemerintah sebagai Persen PDB, 1999-2006.....	6
Gambar 1.2: Kebutuhan Keuangan Infrastruktur Indonesia, 1994-2002	7
Gambar 2.1: Perusahaan Tercatat di Bursa Efek Jakarta, 1995–2005.....	38
Gambar 2.2: Kapitalisasi Pasar sebagai Bagian PDB di Pasar-Pasar Asia Tertentu.....	39
Gambar 2.3: Saham dari 10 Perusahaan Teratas dalam hal Jumlah Kapitalisasi Pasar Asia	39
Gambar 2.4: Omset 10 Persen Terbesar Pasar Asia Tertentu, 2005 Akhir	40
Gambar 2.5: <i>Turnover</i> di berbagai Pasar Asia, 2005	40
Gambar 2.6: Rasio Utang terhadap Modal di Beberapa Negara Asia, 1996–2004.....	44
Gambar 2.7: Peringkat Perusahaan berdasarkan EMS di Beberapa Negara Asia.....	46
Gambar 2.8: Indeks Saham Gabungan Akhir Tahun, Jakarta 1995–2006	48
Gambar 2.9: Likuiditas dan Struktur Pasar	54
Gambar 3.1: Surat Utang Dalam Negeri yang Dapat Diperdagangkan.....	74
Gambar 3.2: Perdagangan Obligasi Pemerintah di Pasar Sekunder	75
Gambar 3.3: Selisih Tingkat Suku Bunga Pinjaman dan Suku Bunga Deposito Berjangka.....	77
Gambar 3.4: Sensitivitas Imbal Hasil Obligasi Korporasi terhadap Peringkat	82
Gambar 4.1: Komposisi Industri Reksadana, Tahun 1996–2005	100
Gambar 4.2: Kegiatan Operasi Reksadana Perseroan.....	103
Gambar 4.3: Kegiatan Operasi Kontrak Investasi Kolektif.....	104
Gambar 4.4: Kinerja Reksadana, 2005.....	106
Gambar 5.1: Tinjauan tentang Sistem Jaminan Sosial Indonesia	133
Gambar 5.2: Struktur Sistem Jaminan Sosial.....	136
Gambar 5.3: Hak atas Pesangon dan Cuti Panjang.....	151
Gambar 5.4: Biaya PHK Pekerja (Upah Mingguan)	152

Daftar Kotak

Kotak 5.1: Pengalaman Internasional: Reformasi Sistem Pensiun di Chili.....	128
Kotak 6.1: Jenis-Jenis Produk Asuransi.....	171
Kotak 6.2: Asuransi Syariah.....	172
Kotak 6.3: Penjelasan Rendahnya Penetrasi dan Kepadatan Asuransi di Indonesia	175
Kotak 6.4: Penyelesaian Perusahaan Asuransi Jiwa yang Pailit	188
Kotak 8.1: Pengalaman Internasional: Industri Modal Ventura di Taiwan (Cina)	226

KATA PENGANTAR

Lembaga keuangan non-bank (LKNB) – seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, reksadana, perusahaan sewa guna usaha (leasing) dan modal usaha, dan pasar modal (termasuk pasar modal dan obligasi) – memiliki peran yang penting untuk dimainkan dalam pembangunan Indonesia di masa mendatang. LKNB yang berfungsi dengan baik – di samping sistem perbankan yang sehat – dapat membantu mencapai tujuan pemerintah Indonesia yaitu meningkatkan akses terhadap jasa keuangan, menekan biaya jasa keuangan, dan memperbaiki stabilitas sistem keuangan. Sektor keuangan yang kuat dan terdiversifikasi dengan baik memberikan landasan yang kuat untuk mendukung pertumbuhan ekonomi. Manfaat pertumbuhan bagi pengentasan kemiskinan sudah diketahui dengan jelas dari bukti-bukti dari seluruh dunia.

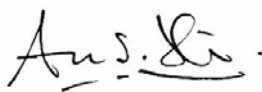
Hampir satu dasawarsa setelah mulainya krisis ekonomi, sektor keuangan Indonesia masih terus didominasi oleh bank-bank umum. LKNB di Indonesia jauh lebih kecil daripada yang terdapat di beberapa negara berkembang besar lainnya dan banyak negara di kawasan Asia Timur. Seiring terjadinya pergeseran di seluruh bidang ekonomi menuju agenda pembangunan jangka panjang serta berbagai prioritas pembangunan yang berkembang, penguatan LKNB kini menjadi keharusan kebijakan yang mendesak. Indonesia memerlukan sumber daya dalam negeri jangka panjang yang dapat dikerahkan oleh LKNB, yang kelak dapat digunakan untuk membiayai investasi produktif, termasuk antara lain infrastruktur. Ini menyediakan jendela peluang untuk reformasi yang sangat diperlukan.

Pemerintah jelas mengakui pentingnya memiliki sektor keuangan yang kuat – sebagaimana yang diuraikan dalam paket kebijakan sektor keuangan bulan Juli 2006 serta pelaksanaannya yang sedang berjalan. Meskipun ini adalah awal yang sangat baik, masih banyak lagi tantangan yang harus dihadapi dalam rangka menuju reformasi yang menyeluruh serta memperkuat LKNB. Meskipun setiap subsektor memiliki kesulitan masing-masing, ada pula kesamaan masalah yang terjadi di seluruh subsektor.

Laporan “Menyingkap Sumber Daya Keuangan Dalam Negeri Indonesia: Peran Lembaga Keuangan Non-bank” ini dimaksudkan untuk membantu para penyusun kebijakan dalam mengembangkan visi strategis untuk pengembangan LKNB di masa depan. Hasil-hasil temuan utama laporan ini telah disosialisasikan melalui 4 lokakarya yang diselenggarakan pada tahun 2005 dan 2006. Kami berharap agar laporan ini dapat dijadikan dasar untuk diskusi yang arif mengenai peran LKNB, kemampuannya memenuhi tujuan Indonesia, dan tindak kebijakan yang diperlukan untuk mendorong pertumbuhannya yang sehat.

Bagi Bank Dunia, adalah suatu kehormatan dapat bekerjasama dengan Pemerintah dalam bidang reformasi sektor keuangan yang sangat penting ini, dan kami siap untuk memberikan dukungan lebih lanjut kepada Pemerintah dalam upaya-upayanya di masa mendatang.

Desember 2006



Andrew Steer
Country Director, Indonesia
Kawasan Asia Timur & Pasifik



Homi Kharas
Chief Economist & Sector Director, PREM
Kawasan Asia Timur & Pasifik

UCAPAN TERIMA KASIH

Laporan ini merupakan hasil kerja tim yang terdiri dari staf dan konsultan Bank Dunia, lembaga donor lainnya, tenaga ahli internasional, peserta di empat lokakarya, serta Pemerintah Indonesia.

Tim penyusun laporan dikepalai oleh P.S. Srinivas. Kontributor utama terdiri dari Noritaka Akamatsu, Yoko Doi, Yves Guerard, Kutlu Kazanci, Michael Pomerleano, Djauhari Sitorus, dan Megawati Sulisty. Masukan juga diperoleh dari Lim Choo Peng, Ismail Dalla, Hari Gamawan, Yongbeom Kim, Emmy Ruru, Richard Symonds, dan Vishwanath Tumu.

Laporan ini secara keseluruhan disusun berdasarkan arahan dari Khalid Mirza dan Tunc Uyanik, yang secara berurutan merupakan *Sector Manager* terdahulu dan sekarang dari *Finance & Private Sector Development*; Homi Kharas, Direktur dari *Poverty Reduction & Economic Management Unit & Chief Economist* untuk wilayah Asia Timur dan Pasifik; serta Andrew Steer, *Country Director* untuk Indonesia.

Laporan ini juga menerima manfaat dari saran yang diberikan oleh beberapa peninjau termasuk Anjali Kumar dan Raden Pardede (peer reviewers), Gavin Forte, David Hawes, Rajiv Sondhi, Ramesh Subramanian, William Wallace, Armando Morales, Yoichiro Ishihara dan Magda Loedin. Elizabeth Forsyth, Radhika Puri dan Indra Irnawan melakukan penyuntingan dan pengaturan laporan. Ine Farina, Dinni Priyahandani, dan Sema Muslu memberikan dukungan logistik.

Selama masa penyusunan laporan ini, Bank Dunia telah menerima dukungan dan kerjasama yang sangat baik dari Pemerintah Indonesia. Ucapan terima kasih secara khusus ditujukan kepada Yang Mulia Bapak Aburizal Bakrie (yang sebelumnya adalah Menteri Koordinator bidang Perekonomian dan sekarang sebagai Menteri Koordinator bidang Kesejahteraan Sosial) dan Yang Mulia Bapak Boediono (Menteri Koordinator bidang Perekonomian), kemudian Yang Mulia Bapak Yusuf Anwar dan Yang Mulia Ibu Sri Mulyani Indrawati (yang secara berurutan merupakan Menteri Keuangan terdahulu dan sekarang) atas partisipasi aktif mereka melalui lokakarya dan kegiatan diseminasi lainnya dimana laporan ini telah didiskusikan. Ucapan terima kasih juga diperuntukkan kepada Dr. Darmin Nasution dan Dr. Fuad Rahmany (yang secara berurutan merupakan Ketua BapepamLK terdahulu dan sekarang), beserta staf mereka atas dukungan penuh, semangat, dan kerjasama yang diberikan. Bapak Herwidayatamo, Ketua Bapepam terdahulu dan Direktur Eksekutif Bank Dunia untuk Indonesia telah juga memberikan arahan yang berharga kepada tim.

Temuan dari laporan ini telah didiskusikan dalam empat lokakarya yang diadakan di Jakarta sepanjang tahun 2005 dan 2006. Ucapan terima kasih juga ditujukan kepada lebih dari 300 peserta yang telah menghadiri setiap lokakarya ini dan juga memberikan umpan balik yang berharga. AusAID, Kedutaan Besar Kanada di Jakarta, World Bank Institute, SunLife Financial, Manulife Financial, dan ASEM Trust Fund telah memberikan dukungan keuangan dan penyelenggaraan lokakarya-lokakarya tersebut. Lokakarya diadakan atas kerjasama dengan beberapa rekan domestik dan pemangku kepentingan termasuk Bank Indonesia, Direktorat Jendral Pengelola Surat Utang Negara, Bursa Efek Jakarta, Bursa Efek Surabaya, KPEI, KSEI, HIMDASUN, Dewan Asuransi Indonesia, Asosiasi Asuransi Jiwa Indonesia, Asosiasi Asuransi Umum Indonesia, Asosiasi Dana Pensiun Lembaga Keuangan, Asosiasi Dana Pensiun Pemberi Kerja, Asosiasi Modal Ventura Indonesia, dan Asosiasi Perusahaan Pembiayaan Indonesia. Bahan presentasi keempat lokakarya tersebut tersedia di www.worldbank.org/id atau di Kantor Bank Dunia Jakarta.

Tim ini menghargai dukungan yang diberikan AusAID, IFC-PENSA, Consultant Trust Funds dari negara Singapura dan Jepang, ASEM Trust Fund dan Pemerintah negara Belanda (melalui Dutch Trust Fund untuk peningkatan kapasitas) yang telah menyediakan dukungan keuangan untuk penyusunan laporan dan pelaksanaan lokakarya.

SINGKATAN

Singkatan	Bahasa Indonesia	English
AAJI	Asosiasi Asuransi Jiwa Indonesia	Association of Indonesian Life Insurance Companies
APPI	Asosiasi Perusahaan Pembiayaan Indonesia	Indonesian Financial Services Association
ASABRI	PT Asuransi Sosial Angkatan Bersenjata Republik Indonesia	The Indonesian Armed Forces Social Insurance
ASEAN		The Association of Southeast Asian Nations
BAPEPAM & LK	Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan	Capital Market and Non Bank Financial Institution Supervisory Agency
BCBS		The Basel Committee on Banking Supervision
BEJ	Bursa Efek Jakarta	Jakarta Stock Exchange
BES	Bursa Efek Surabaya	Surabaya Stock Exchange
BI	Bank Indonesia	Bank Indonesia
BI-RTGS		Bank Indonesia's real-time gross payments system
BI-SSSS		Bank Indonesia's scrip-less securities settlement system
BKPM	Badan Koordinasi Penanaman Modal	The Investment Coordinating Board
BPUI	PT Bahana Pembinaan Usaha Indonesia	
CARMEL		Capital Assets Risk analysis Asset-liability matching Management Earnings Liquidity
DAI	Dewan Asuransi Indonesia	Indonesian Insurance Council
DPLK	Dana Pensiun Lembaga Keuangan	Financial institution-based pension funds
DVP		Delivery-versus-payment
EET		Exempt exempt taxable
ETF		Exchange traded funds
EU		European Union
FASBI	Fasilitas Bank Indonesia	Bank Indonesia rupiah deposit facility
FITS		Fixed income trading system
GAAP		generally accepted accounting principles
GDP		Gross Domestic Product
HHI		Herfindahl index
HIMDASUN	Perhimpunan Pedagang Surat Utang Negara	Inter-Dealer Market Association
IAI	Ikatan Akuntan Indonesia	the Indonesian Accountant Association
IAIS		International Association of Insurance Supervisors
IAS		International Accounting Standards
IBNR		Incurred But Not Reported
IDM		Inter-Dealer Market
IFRS		International financial reporting standards
IFSL		International Financial Services, London
IGSTS		Indonesian Government Securities Trading System
IMF		International Monetary Fund
IOSCO		The International Organization of Securities Commissions
IPO		Initial public offering
ISO		International Standards Organization
JAMSOSTEK	PT Jaminan Sosial Tenaga Kerja	Employees Social Security
JATS		Jakarta Automated Trading System
JHT	Jaminan Hari Tua	Old Age Benefit Scheme
KIK	Kontrak Investasi Kolektif	Collective Investment Trust
KMK	Keputusan Menteri Keuangan	Ministry of finance decree
KPEI	Kliring Penjaminan Efek Indonesia	Clearing and Settlement Corporation
KSEI	Kustodian Sentral Efek Indonesia	Central Securities Depository
LPS	Lembaga Penjamin Simpanan	Indonesian Deposit Insurance Corporation
MAPPI	Masyarakat Profesi Penilai Indonesia	organization of professional appraisers in Indonesia
MoF		Ministry of Finance
MOFiDS		Ministry of Finance Dealing System
NASD		National Association of Securities Dealers
NAV		Net asset value
NBFI		Non-bank financial institutions
NYSE		New York Stock Exchange
OECD		Organization for Economic Co-operation and Development
OJK	Otoritas Jasa Keuangan	An integrated supervisory authority for the financial

OTC-FIS		sector
PAI	Persatuan Aktuaris Indonesia	Over-the-counter, fixed-income service
Perseroan Terbatas		Indonesian Actuary Association Limited Liability Company
PP	Peraturan Pemerintah	Government regulation
PSAK	Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan	Indonesian financial accounting standards
RBC		Risk Based Capital
REIT		Real estate investment trust
Repo		standard repurchase agreements
SBI	Sertifikat Bank Indonesia	Central Bank Catatans
SJSN	Sistem Jaminan Sosial Nasional	National Social Security System
SME		Small to Medium Enterprises
SRO		Self Regulatory Organization
TASPEN	PT Dana Tabungan dan Asuransi Pegawai Negeri.	Annuity pensions and endowment insurance benefits scheme for government civil servants.
THT	Tunjangan Hari Tua	Old Age Lump Sum Benefit
WMI	Wakil Manajer Investasi	Investment manager license

Nilai Tukar

Kurs: Indonesian Rupiah (Rp.)

Tahun	Akhir Tahun	Rata-rata
1999	7,085	7,855
2000	9,595	8,422
2001	10,400	10,261
2002	8,940	9,311
2003	8,465	8,577
2004	9,290	8,939
2005	9,830	9,705

Tahun Fiskal Peminjam

1 Januari – 31 Desember

RINGKASAN LAPORAN

Menyingkap Sumber Daya Keuangan Dalam Negeri Indonesia: Peran Lembaga Keuangan Non-Bank

Sektor keuangan yang terdiversifikasi dengan baik – yang memiliki bank maupun lembaga keuangan non-bank (LKNB)¹ yang sehat – merupakan kunci untuk mendukung tujuan pembangunan yang telah diuraikan oleh Pemerintah Indonesia, yaitu peningkatan pertumbuhan ekonomi, penciptaan lapangan kerja yang lebih luas, dan perbaikan taraf hidup bagi rakyat Indonesia. Bank dan LKNB sama-sama merupakan unsur kunci untuk sistem keuangan yang sehat dan stabil, saling melengkapi dan menawarkan sinergi.

Namun pada saat ini, industri jasa keuangan Indonesia masih terus didominasi oleh perbankan, dengan hampir 80% aset sistem keuangan (per 2005) berada di pihak bank. Yang selebihnya dari sektor keuangan ini – termasuk perusahaan asuransi, dana pensiun, reksadana, sewa guna usaha, anjak piutang, dan modal usaha – masih kecil, dengan aset keseluruhan kurang dari 15% PDB. Bank menjadi jantung kritis ekonomi Indonesia tahun 1997/98 – di mana lebih dari 50% PDB (tahun 2000) digunakan untuk rekapitalisasinya. Mengingat besarnya skala krisis perbankan tersebut, perhatian kebijakan – sampai baru-baru ini – telah difokuskan pada penguatan sistem perbankan serta peraturan dan pengawasannya. Sejalan dengan pergeseran di seluruh perekonomian menuju agenda pembangunan jangka panjang, sebagaimana yang diuraikan dengan berbagai paket kebijakan yang dikeluarkan tahun 2006, penguatan LKNB kini merupakan keharusan kebijakan yang mendesak.

Tujuan utama laporan ini adalah untuk membantu para penyusun kebijakan mengembangkan visi strategis untuk pembangunan LKNB di Indonesia di masa mendatang. Laporan ini diharapkan untuk dapat dijadikan dasar diskusi yang arif tentang peran sektor LKNB, kemampuannya memenuhi tujuan Indonesia, dan langkah-langkah kebijakan yang diperlukan untuk merangsang perkembangannya secara sehat. Laporan ini memiliki dua hasil kunci yang diharapkan, yaitu pembangunan sektor keuangan yang terdiversifikasi, dan membaiknya penerangan serta alokasi sumber daya dalam negeri jangka panjang untuk pembangunan.

Laporan ini tersusun sebagai berikut. Bab I, **Gambaran Umum**, memberikan sinopsis laporan dan menyoroti usulan-usulan utama. Bab ini dimulai dengan pembahasan permasalahan lintas sektoral yang merupakan masalah umum di banyak subsektor dan kemudian memfokuskan pada setiap subsektor yang tercakup dalam laporan ini. Meskipun pembahasan yang terinci dan rekomendasi disajikan dalam bab-bab selanjutnya, bab ini mengangkat sebuah daftar singkat prioritas langkah kebijakan yang oleh studi ini dianggap memerlukan fokus kebijakan dengan segera. Peraturan dan pengawasan LKNB masih lemah dan perlu diperkuat; kurangnya kapasitas yang memadai serta adanya kesenjangan peraturan yang berpotensi menimbulkan arbitrase peraturan perlu disikapi. Adanya keputusan untuk membentuk otoritas pengawas keuangan terpadu (Otoritas Jasa Keuangan atau OJK), harus menjadi komitmen untuk melakukan reformasi peraturan dalam cakupan yang lebih luas serta mengembangkan kapasitas penegakan yang lebih besar. Salah satu langkah penting yang diusulkan oleh laporan ini adalah segera mempertimbangkan untuk membuat Bapepam & LK (Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan) lebih independen. Penegakan di berbagai kegiatan sektor keuangan masih buruk. Staf perlu dilatih dengan lebih baik untuk menangani masalah ketaatan, dan penegakan

¹ Dalam laporan ini, LKNB mencakup pasar modal (ekuitas dan obligasi), perusahaan asuransi, dana pensiun, reksadana, perusahaan sewa guna usaha, anjak piutang, dan modal usaha

peraturan perlu dikoordinasikan antar pembuat peraturan; suatu masalah yang memang akan dibahas oleh otoritas terpadu yang diusulkan.

Persaingan yang efektif pada beberapa segmen LKNB di Indonesia dihambat oleh adanya medan yang tidak seimbang. Di beberapa kasus seperti asuransi, ada beberapa pemain besar yang diketahui mengalami masalah solvensi, yang masih belum ditanggapi, dan hal ini berdampak negatif terhadap keseluruhan industri ini; peraturan-peraturan yang menciptakan medan yang tidak seimbang antara pemain lama dan baru membatasi masuknya pemain baru. Dalam bidang dana pensiun, peran sektor publik cukup besar dan berpotensi untuk tumbuh lebih pesat seiring dilaksanakannya undang-undang tentang jaminan sosial. Ketidakseimbangan seperti ini perlu ditangani dengan segera. Distorsi pajak menghambat pembangunan pada praktik semua industri yang diteliti. Salah satu hal yang menjadi prioritas dalam bidang ini adalah meninjau peraturan-peraturan pajak secara komprehensif dan mengkaji cara mengatasinya. Suasana yang terderegulasi dan kompetitif akan menciptakan permintaan baru akan keahlian dan keterampilan keuangan. Keahlian seperti ini masih sangat kurang di Indonesia, dan diperlukan peraturan untuk memfasilitasi pertumbuhan profesi jasa keuangan. Hal ini dapat ditempuh dengan menetapkan dan mempromosikan standar pendidikan dan kualifikasi minimum yang seragam. Selain itu, perlu dipertimbangkan juga untuk membuka profesi ini terhadap pesaing dari luar. Terakhir, Indonesia memerlukan investor yang lebih terdidik dan ada kebutuhan untuk memfokuskan pada pendidikan investor. Manfaat ekonomi potensial dari pengetahuan keuangan sangatlah luas, karena konsumen dan investor yang lebih berpengetahuan akan memperbaiki efisiensi pasar dan membantu menjauhkan pelaku yang tidak bertanggung jawab. Untuk tujuan ini, pihak yang berwenang dihimbau untuk mengembangkan program pengetahuan keuangan, bekerjasama dengan sektor swasta.

Bab 2 membahas **Pasar Modal**. Pasar modal Indonesia telah mengalami peningkatan yang stabil sejak tahun 2002, dan Indeks Harga Saham Gabungan Jakarta termasuk yang berkinerja terbaik di kawasan ini sepanjang tahun 2004 dan 2005. Sampai bulan Desember 2005, total kapitalisasi pasar sudah mencapai 801 trilyun rupiah (30% PDB). Ada sekitar 316 perusahaan yang terdaftar di bursa efek. Pasar ini secara umum merupakan pasar lembaga di mana hanya sedikit investor perorangan yang bermain secara langsung. Pasar modal yang berfungsi dengan baik akan mendorong kewiraswastaan dengan menyediakan sumber modal risiko untuk melengkapi pembiayaan dari bank. Pasar modal Indonesia kecil, sangat terkonsentrasi, dan relatif tidak likuid. Pasar modal ini bukanlah sumber modal risiko yang besar, dan modal baru yang tergalang sejak krisis terbatas jumlahnya. Bursa ini juga belum menjadi sumber aset yang bernilai dan digunakan secara luas – ada kurang dari 100.000 rekening ritel di negara yang berpenduduk 220 juta orang. Pasar ini masih belum menjadi sarana yang baik untuk menentukan harga risiko dengan memadai, mengingat konsentrasinya (10 dari 336 perusahaan yang terdaftar merupakan separuh kapitalisasi pasar dan volume perdagangan) dan likuiditas yang terbatas (*free float* dari ke-20 perusahaan teratas oleh kapitalisasi pasar masih kurang dari 40%). Selain itu, transparansi, pengungkapan informasi dan tata kelola perusahaan masih lemah, dan para pembuat peraturan bursa efek masih menghadapi kekurangan yang mencolok dalam hal kemampuannya mengawasi pasar, mengawasi peserta pasar, dan memaksakan ketaatan emiten. Keputusan yang tegas diperlukan oleh pemerintah maupun pelaku pasar, seperti bursa saham, untuk memungkinkan pasar mewujudkan seluruh potensinya. Pada dasarnya, ada kebutuhan untuk memperbaiki tata kelola perusahaan, memperbaiki dan memperkuat peran Bapepam & LK dalam bidang pengawasan, memperbaiki infrastruktur pasar, dan memperbaiki kesehatan keuangan korporasi.

Bab 3 memfokuskan pada **Pasar Obligasi**, yang dapat menyediakan pembiayaan jangka panjang bagi pemerintah, proyek-proyek infrastruktur dan korporasi. Indonesia telah mencapai kemajuan yang signifikan dalam membangun pasar obligasi pemerintah inti, tetapi masih belum mengembangkan pasar obligasi korporasi. Pada akhir tahun 2005, obligasi pemerintah yang dapat diperdagangkan dan belum dibayarkan berjumlah 389 trilyun rupiah (14% PDB). Obligasi

perusahaan yang belum jatuh tempo hanya bernilai 63 trilyun rupiah, mewakili 2% PDB. Bank merupakan investor terbesar obligasi pemerintah, dan memegang 71% dari semua obligasi pemerintah, termasuk obligasi rekapitalisasi. Asuransi dan dana pensiun memegang sekitar 14% dari seluruh obligasi pemerintah. Prioritas-prioritas utama dalam bidang ini adalah memperbaiki koordinasi antara Bank Indonesia dan Departemen Keuangan, semakin meningkatkan kepastian emisi berkala oleh pemerintah, memperbaiki infrastruktur pasar obligasi pemerintah, memperjelas persyaratan dalam peraturan untuk lembaga pemeringkat efek, dan memperbaiki pengumpulan informasi penentuan harga pasar sekunder.

Bab 4 membahas **Reksadana**. Sampai awal tahun 2005, industri reksadana di Indonesia tumbuh dengan pesat – tumbuh dari aset kelolaan (AK) sejumlah 8 trilyun rupiah pada tahun 2001 menjadi hampir 104 trilyun rupiah pada bulan Desember 2004. Pertumbuhan industri ini didorong oleh beralihnya perorangan dari deposito rupiah di bank umum ke reksadana yang lebih banyak berinvestasi dalam obligasi pemerintah bermata uang rupiah, umumnya obligasi rekapitalisasi. Meskipun demikian, penarikan modal besar-besaran kemudian menggoyahkan industri ini, dan jumlah aset kelolaan turun menjadi 29,4 trilyun rupiah (3 milyar dolar AS, 1,1% PDB) pada bulan Desember 2005. Penyebab utama peristiwa ini adalah kenaikan suku bunga yang tiba-tiba, yang menyebabkan jatuhnya nilai reksadana pendapatan tetap – yang merupakan mayoritas besar dana – hingga investor pun menjadi panik. Terlepas dari kemerosotannya akhir-akhir ini, industri reksadana kiranya tetap menjadi balok penyusun yang penting dari sektor keuangan Indonesia, yang membantu perorangan maupun badan mengelola risiko dan simpanan. Reksadana berpotensi menjadi investor yang signifikan untuk obligasi pemerintah dan korporasi. Namun demikian, industri reksadana masih tergolong kecil bila dibandingkan dengan pasar regional dan dunia, dan kemampuannya lemah. Meskipun peraturannya sudah cukup luas, keterbukaan dan perlindungan konsumen tidak memadai, konsep nilai aktiva bersih tidak digunakan, dan prosedur penjualannya masih kurang baik. Prioritas bagi sektor ini adalah menyelaraskan peraturan dan pengawasan dalam industri ini dengan praktik-praktik internasional dengan jalan merestrukturisasi industri ini, memperkuat penegakan dan disiplin pasar, dan menyikapi tantangan-tantangan dari penilaian aktiva bersih.

Dana pensiun adalah subyek dari Bab 5. Sektor dana pensiun Indonesia masih terhitung kecil, secara keseluruhan menguasai aset senilai kurang dari 4,7% PDB, bila dibandingkan dengan Thailand (8,4%), Malaysia (57%) dan Australia (75%). Meskipun ada potensi yang besar untuk mengerahkan sumber daya dalam negeri, terutama jika industri mau mengadakan reformasi dan pemerintah mau mempromosikan dana pensiun, diperlukan langkah-langkah keputusan. Kedua program manfaat-pasti untuk pegawai negeri sipil (Taspen, PT Dana Tabungan dan Asuransi Pegawai Negeri) dan angkatan bersenjata (Asabri, PT Asuransi Sosial Angkatan Bersenjata Republik Indonesia) memiliki dana yang kurang dan diinvestasikan dengan tidak tepat, dengan memegang deposito bank jangka pendek dalam jumlah besar. Bersama Jamsostek (program kontribusi tetap untuk pekerja sektor formal), kedua program ini kurang dalam hal transparansi dan keterbukaan, sistem informasi manajemen yang lemah, rasio biaya yang tinggi, dan tata kelola internal yang buruk. Dana pensiun swasta Indonesia tumbuh dengan pesat, dan beberapa langkah positif telah diambil untuk memperbaiki industri ini, termasuk pergeseran menuju pengawasan berbasis risiko dan keputusan untuk membentuk OJK, yaitu suatu otoritas pengawasan terpadu bagi sektor keuangan. Yang menjadi prioritas bagi sektor ini adalah merumuskan suatu rencana induk strategis yang koheren untuk menyediakan penghasilan pensiun dengan cara yang berkesinambungan dari segi keuangan, mengadakan pemeriksaan aktuarial dan reformasi Taspen serta melaksanakan reformasi tersebut sebelum menangani masalah pendanaan, mendorong *outsourcing* kegiatan-kegiatan Jamsostek guna memperbaiki efisiensi, dan memperbaiki alokasi aset dana pensiun swasta.

Bab 6 memfokuskan pada **Industri Asuransi Jiwa** (sektor asuransi non-jiwa tidak dikaji secara terinci dalam laporan ini, terutama karena industri asuransi jiwa merupakan sumber daya jangka

panjang yang potensial – yang merupakan salah satu bidang fokus laporan ini). Industri asuransi Indonesia tergolong kecil dengan total aset sebesar 75 triliun rupiah (7,7 milyar dolar AS) (Bab ini menyebutkan nilai 65 triliun rupiah dan 7,3 milyar dolar AS), atau 2,8 persen dari PDB. Penetrasi asuransi di Indonesia – premi sebagai persen PDB – masih rendah, dengan nilai premi sama dengan 1,4 persen PDB (0,8 persen asuransi jiwa, 0,6 persen asuransi non-jiwa). Nilai kepadatan asuransi – yaitu premi per kapita – adalah 14,5 dolar AS per kapita (US\$6,4 per kapita untuk asuransi jiwa, US\$8,1 per kapita untuk asuransi non-jiwa). Industri ini sangat terpecah-pecah – terdapat banyak pemain yang relatif kecil dalam sektor asuransi jiwa maupun non-jiwa. Ada perusahaan-perusahaan asuransi besar dalam industri yang secara luas dianggap tidak kecukupan dana dan memunculkan risiko potensial terhadap sistem. Meskipun asuransi jiwa sejak dulu merupakan industri yang menghasilkan simpanan jangka panjang, di Indonesia potensi ini masih belum diwujudkan. Praktik penjualan yang buruk dan produk yang tidak sesuai menyebabkan tingginya tingkat gagal-bayar, yaitu banyak polis tidak diperpanjang. Banyak perusahaan asuransi kecil kekurangan modal dan tidak mungkin dapat bertahan terhadap persaingan pasar yang lebih ketat di masa mendatang. Prioritas utama bagi para penyusun kebijakan dan peraturan adalah merasionalisasi industri ini termasuk menyikapi penyelesaian untuk perusahaan-perusahaan yang lemah maupun bangkrut. Prioritas lain dalam bidang ini adalah memodernisasi dan meningkatkan kapasitas kelembagaan pihak pembuat peraturan dan memperbaiki pelaksanaan. Hal ini mencakup dikembangkannya suatu pendekatan yang fleksibel terhadap pengawasan yang menekankan pengelolaan risiko, perlindungan konsumen, serta disiplin pasar, dikembangkannya pendekatan yang harmonis bagi pengelolaan modal berbasis risiko, dan ditinjaunya kembali pendekatan terhadap reasuransi. Kampanye pendidikan yang berkesinambungan yang menggunakan pendekatan kemitraan publik-swasta untuk mempromosikan industri ini akan membantu pengembangan industri.

Bab 7 berkenaan dengan **Sewa guna usaha dan kredit konsumen**, sementara Bab 8 membahas **industri Modal Ventura**. Jasa sewa guna usaha dan anjak piutang memberikan dana pinjaman bagi usaha kecil dan menengah, sedangkan modal ventura merangsang inovasi dan kewiraswastaan. Pembangunan industri-industri ini secara lebih lanjut akan memperluas persaingan jasa keuangan, memperkenalkan usaha dan pemberi pinjaman pada inovasi-inovasi seperti analisis efek berbasis arus kas, dan menyediakan akses modal risiko kepada usaha kecil dan menengah. Sektor ini kecil, namun tumbuh dengan kuat di Indonesia, terutama didorong oleh kredit konsumen. Untuk merangsang pertumbuhan lebih jauh, yang menjadi prioritas adalah diadakannya peraturan dan pengawasan pada tingkat yang wajar namun ringan, memungkinkan penyusutan nilai aset-aset yang disewakan, memperluas basis pembiayaan, mengembangkan sistem informasi kredit, mendukung restrukturisasi korporasi melalui dana modal swasta, memisahkan pengoperasian dan pengelolaan dana modal usaha, dan mengembangkan wadah hukum wali amanat (*trust*).

BAB 1

GAMBARAN UMUM

Indonesia telah beranjak dari pengelolaan krisis dan tengah bergerak menuju pertumbuhan yang berkesinambungan dan pengentasan kemiskinan. Para penyusun kebijakan memfokuskan pada masalah pembangunan jangka panjang dari berbagai aspek. Ini terlihat dari tindakan dan pernyataan kebijakan oleh Pemerintah saat ini sejak memegang jabatan pada akhir 2004. Pentingnya sektor keuangan yang kuat guna mendukung pertumbuhan – dan pentingnya pertumbuhan bagi pengentasan kemiskinan – kini sudah sangat jelas dengan adanya bukti dari berbagai penjuru dunia. Di Indonesia, sektor keuangan yang terdiversifikasi dengan baik, dengan bank dan LKNB yang sehat, juga merupakan kunci pendukung sasaran-sasaran pembangunan yang ditetapkan oleh Pemerintah.

Sampai akhir-akhir ini, penguatan dan pengawasan bank menjadi fokus utama kebijakan sektor keuangan Indonesia karena skala krisis ekonomi pada akhir dasawarsa 1990-an. Dalam salah satu krisis perbankan yang termahal di dunia itu, lebih dari 50% PDB (tahun 2000) dihabiskan untuk rekapitalisasi dan penyehatan bank. Perlu dikemukakan bahwa ada beberapa permasalahan yang masih tersisa di sektor perbankan, terutama yang berkaitan dengan peran dan masalah yang masih terus berlanjut di bank-bank pemerintah serta pelaksanaan jaring pengaman sektor keuangan yang sehat. Meskipun demikian, permasalahan ini dibahas dengan lebih terinci dalam laporan lain, dan berada di luar cakupan laporan ini.

Sebuah sistem LKNB yang dikembangkan dengan baik berpotensi memenuhi sasaran-sasaran pembangunan jangka panjang ini dengan jalan membawa stabilitas lebih jauh pada sistem keuangan, mengurangi biaya jasa keuangan secara keseluruhan dan menyingkap sumber daya domestik untuk tujuan pembangunan. Sektor LKNB yang kuat akan memungkinkan Pemerintah menempatkan obligasi di pasar domestik, menyediakan pembiayaan dalam rupiah untuk keperluan infrastruktur, menyediakan pendanaan bagi UKM (sehingga menciptakan lapangan kerja) dan meningkatkan keamanan keuangan rakyat Indonesia dengan memungkinkan akses ke berbagai macam produk. Sektor swasta di Indonesia perlu memiliki akses ke berbagai jenis modal, seperti modal risiko dari pasar modal, pinjaman jangka pendek dari bank, serta pendanaan jangka panjang melalui pasar modal dan investor lembaga. Jasa sewa guna usaha dan anjak piutang dapat membantu menyediakan pembiayaan berjangka bagi sektor swasta, terutama

usaha kecil dan menengah, yang sering mengalami keterbatasan dalam hal agunan. Seiring dengan semakin mantapnya desentralisasi, pemerintah-pemerintah daerah berpaling ke pasar modal untuk memperoleh sumber daya pembangunan. Secara khusus, yang diperlukan adalah pasar obligasi dan investor daerah. Pemerintah tengah mempertimbangkan sistem jaminan sosial kontribusi nasional, dan sumber daya ini akan menyediakan wahana bagi investasi. Mengingat segala kemungkinan tuntutan yang ada ini, sektor LKNB yang sehat dapat memberikan kontribusi yang besar bagi pembangunan Indonesia.

Stabilitas makroekonomi dan kerangka kebijakan makro yang sehat diperlukan untuk pembangunan sektor keuangan. Mempertahankan stabilitas ini telah menjadi persoalan di Indonesia pasca krisis antara lain karena kurang berkembangnya pasar uang, tetapi fondasi makroekonominya kini telah mengalami perbaikan dengan pesat seiring Bergeraknya suku bunga dan inflasi menuju tingkat rata-rata regional dan mulai stabilnya nilai tukar. Perkembangan ini sudah tentu akan memperluas cakrawala simpanan dan investasi serta toleransi terhadap risiko, tetapi kemungkinan adanya kejutan internal maupun eksternal masih tetap tinggi, dan baik penabung maupun investor memerlukan kemampuan berdiversifikasi agar sepadan dengan profil mata uang dan masa jatuh tempo. Oleh karena itu, ini adalah saat yang tepat untuk memperkokoh situasi makroekonomi yang menguat dengan sektor keuangan yang terdiversifikasi dan efisien, termasuk dengan cara semakin mengembangkan LKNB. Pasar uang yang membaik pada gilirannya akan menciptakan potensi pertumbuhan berkelanjutan yang lebih besar, menghimpun pembiayaan domestik – termasuk untuk investasi dalam hal infrastruktur, sekaligus membuat ekonomi semakin tangguh menghadapi goncangan yang tidak terelakkan.

Tujuan utama laporan ini adalah membantu para penyusun kebijakan mengembangkan visi strategis untuk pengembangan LKNB di Indonesia di masa depan. Laporan ini diharapkan akan merangsang diskusi yang arif mengenai inisiatif-inisiatif kebijakan yang diperlukan untuk mencapai tujuan ini.

Bab ini memberikan gambaran umum laporan dan rekomendasi khusus dalam setiap subsektor yang dibahas dalam laporan ini, yaitu pasar modal, pasar obligasi, reksadana, dana pensiun, asuransi, sewa guna usaha dan modal ventura. Meski pembahasan dan rekomendasi yang terinci disajikan dalam bab-bab berikutnya, bagian-bagian dalam bab ini mengangkat sebuah daftar singkat prioritas langkah kebijakan yang oleh studi ini dianggap memerlukan fokus kebijakan dengan segera. Bab ini selanjutnya menyoroti beberapa permasalahan lintas sektoral yang mempengaruhi pengembangan sektor LKNB secara keseluruhan dan merekomendasikan langkah-langkah konkret dalam bidang ini. Dalam bab-bab selanjutnya, setiap subsektor diteliti dengan lebih mendalam, diberikan konteks yang lebih lengkap untuk rekomendasi dalam gambaran umum, serta rekomendasi kebijakan yang lebih luas untuk pengembangan di masa mendatang. Agar fokus kebijakan lebih mudah dicapai, setiap bab selanjutnya ditutup dengan matriks tindakan – yang disusun menurut prioritas jangka pendek (kurang dari 1 tahun) dan jangka menengah (1-3 tahun) yang perlu menjadi fokus Pemerintah. Jelas bahwa studi yang bercakupan luas seperti ini memiliki keterbatasan. Pertama, atas permintaan Pemerintah, studi ini memfokuskan pada permasalahan pengembangan pasar/sektor. (Kajian yang mendalam tentang masalah struktur peraturan, terutama pembentukan OJK, didukung oleh Bank Pembangunan Asia dan AusAID). Laporan mengenai pengembangan pasar tentu perlu menyinggung masalah dan keterbatasan peraturan, serta memberikan rekomendasi untuk reformasi, yang diberikan oleh kajian ini. Tetapi studi tersebut tidak mendalami permasalahan yang berkaitan dengan OJK. Kedua, ada pula keputusan yang diambil pada awal proses persiapan untuk memfokuskan studi ini pada rekomendasi-rekomendasi kunci di berbagai subsektor. Maka oleh sebab itu, laporan ini mengidentifikasi bidang-bidang yang memerlukan penyempurnaan, terutama dalam hal masalah-masalah yang berhubungan dengan pelaksanaan. Studi ini menyampaikan strategi dan visi untuk sektor LKNB serta menyoroti keputusan-keputusan kebijakan kunci yang harus dibuat dalam proses tersebut. Dalam beberapa kasus, masih

diperlukan pengkajian lebih lanjut sebelum dapat diperoleh pemetaan masalah implementasi yang terinci.

PENTINGNYA LKNB DAN PASAR MODAL²

Pasar uang yang dalam dan luas mempermudah penggalangan dana, dengan cara menawarkan instrumen dan saluran tambahan untuk penempatan dana bagi penabung dan investor perorangan maupun lembaga dengan tingkat pengembalian yang lebih menarik dari yang tersedia untuk simpanan di bank. Di samping itu pula, pasar uang yang luas dan dalam meningkatkan akses ke pembiayaan bagi perusahaan dan perorangan yang lebih banyak, di mana persaingan juga membuat akses seperti itu lebih terjangkau. Pasar uang yang maju juga mampu mengurangi volatilitas, distorsi dan risiko dengan cara beroperasi dalam suasana yang transparan, kompetitif dan ditandai dengan adanya kisaran produk dan layanan yang beraneka ragam, termasuk instrumen derivatif yang memungkinkan pengelolaan risiko secara efektif. Oleh karena itu, reformasi arsitektur keuangan Indonesia seringkali menjadi dasar perbaikan kinerja ekonomi. Di hampir semua perekonomian yang sudah maju, sistem keuangan menyediakan jasa keuangan dan produk canggih dengan kisaran yang luas, dan efisiensi sistem yang sudah berkembang seperti ini telah ikut memperkuat stabilitas makroekonomi serta pertumbuhan dan kemakmuran ekonomi yang berkelanjutan.

Makin tersedianya pendanaan dan lebih efisiennya alokasi modal untuk investasi sektor swasta yang produktif memberikan manfaat bagi seluruh perekonomian, terutama bagi usaha kecil dan menengah (UKM) yang seringkali menghadapi keterbatasan pilihan pendanaan sebelum reformasi perbankan dan pembangunan sektor keuangan non-bank yang efektif. Menurut analisis baru-baru ini, pertumbuhan volume kredit swasta dan kapitalisasi pasar modal sebagai persen PDB telah konsisten dikaitkan dengan pertumbuhan pendapatan per kapita. Oleh karena itu, berfungsinya sistem keuangan layanan lengkap secara efektif sangatlah penting bagi pembangunan ekonomi dan kemakmuran.³

Bank dan intermediasi keuangan non-bank sama-sama merupakan unsur kunci untuk sistem keuangan yang sehat dan stabil. Kedua sektor itu perlu dikembangkan karena menawarkan sinergi yang penting. Meskipun bank mendominasi sistem keuangan di banyak negara, baik dunia usaha, rumah tangga maupun sektor publik mengandalkan ketersediaan berbagai macam produk keuangan untuk memenuhi kebutuhan keuangannya. Produk dan jasa ini disediakan bukan hanya oleh bank, melainkan juga oleh perusahaan asuransi, sewa guna usaha, anjak piutang dan modal ventura, serta juga reksadana, dana pensiun dan investment trust. Rasio kapitalisasi pasar modal terhadap aset sistem perbankan di sebagian besar negara ekonomi maju sangatlah tinggi, dan secara umum ada kecenderungan peningkatan rasio kapitalisasi pasar terhadap simpanan bank sesuai tingkat pembangunan ekonomi.

Dengan menyediakan jasa keuangan tambahan dan alternatif, LKNB memperbaiki akses keuangan umum di seluruh sistem. LKNB juga membantu mempermudah investasi dan pembiayaan jangka panjang, yang seringkali menjadi tantangan dalam tahap-tahap awal pembangunan sektor keuangan berorientasi bank. Pertumbuhan lembaga simpanan kontraktual/kolektif seperti perusahaan asuransi, dana pensiun dan reksadana memperluas kisaran produk yang tersedia bagi masyarakat dan perusahaan yang mempunyai sumber daya untuk diinvestasikan. Lembaga-lembaga ini juga menjadi saingan bagi simpanan bank, sehingga memobilisasi dana jangka panjang yang diperlukan untuk pengembangan pasar modal serta pasar obligasi korporasi, pasar obligasi daerah, keuangan infrastruktur, pasar obligasi hipotik,

² Bagian ini diambil dari Bakker dan Gross (2004).

³ Hubungan antara keuangan dan pertumbuhan ekonomi telah ditelusuri dengan terinci oleh Bank Dunia (2001).

sewa guna usaha, anjak piutang dan modal ventura. Lembaga simpanan kolektif juga memungkinkan pengelolaan dana yang lebih baik, sambil membantu mengurangi potensi risiko sistem melalui penghimpunan sumber daya, alokasi risiko kepada mereka yang lebih bersedia menanggungnya, dan penerapan teknik-teknik pengelolaan portofolio yang meneruskan risiko ke seluruh bagian sistem keuangan yang terdiversifikasi.

Oleh karena itu, banyak yang dapat diperoleh negara-negara dari pasar uang yang dalam dan luas serta industri jasa keuangan yang sudah matang. Paradigma pembangunan ini makin diakui di seluruh dunia, terutama setelah terjadinya krisis pasar berkembang yang berulang di negara-negara yang sistem keuangannya didominasi oleh bank.

LKNB dalam Konteks Indonesia

Banyak di antara argumen di atas berlaku juga untuk Indonesia. Sektor keuangan Indonesia saat ini didominasi oleh bank umum (Tabel 1.1). Situasi saat ini dan pembahasan di atas mengenai peran LKNB menunjuk perlunya semakin mengembangkan pasar modal, dana pensiun, reksadana, perusahaan asuransi, perusahaan sewa guna usaha, dan dana modal usaha di Indonesia, karena lembaga-lembaga ini memang lebih terarah untuk menanggung beberapa jenis risiko. Indonesia memerlukan LKNB yang kuat karena setidaknya-tidaknya tiga alasan: (i) LKNB dapat memainkan peran yang sangat penting dalam pengalokasian dan alokasi sumber daya dalam negeri untuk pengembangan pembiayaan, yang merupakan prioritas mendesak, (ii) LKNB dapat mengurangi kerentanan sektor keuangan terhadap goncangan di masa mendatang, dan (iii) LKNB dapat membantu memenuhi sasaran-sasaran lainnya yang disampaikan oleh Pemerintah. Guna memotivasi fokus pada LKNB, bagian ini memberikan gambaran umum singkat sektor keuangan secara keseluruhan di Indonesia.

Perbandingan regional memperkuat pengamatan terdahulu tentang sektor keuangan di Indonesia (Lihat Tabel 1.2). Bila dibandingkan dengan kawasan ini, sektor keuangan Indonesia relatif belum berkembang, masih didominasi oleh perbankan. LKNB di Indonesia juga relatif lebih kecil.

Tabel 1.1: Struktur Sektor Keuangan (Trilyun Rp)

Jenis lembaga dan tahun	Aset (trilyun Rp)	Persen aset	Persen PDB
Bank (2005)	1.470,0	79,7	53,9
Lembaga keuangan non-bank	374,5	20,3	13,7
Perusahaan keuangan (2005)	67,7	3,7	2,5
Perusahaan asuransi (2005)	75,1	4,1	2,8
Dana pensiun (2004)	107,1	5,8	4,7
Perusahaan sekuritas (2004)	10,1	0,5	0,4
Pegadaian (2005)	4,8	0,3	0,2
Lembaga keuangan rakyat (2004)	14,7	0,8	0,6
Reksadana (2005)	29,4	1,6	1,1
Perusahaan modal usaha (2005)	2,7	0,1	0,1
Obligasi korporasi terhutang (2005)	62,8	3,4	2,3
Total	1.844,5	100,0	67,6
Kapitalisasi pasar modal (2004)	680	--	30,1
Kapitalisasi pasar modal (2005)	801	--	29,4

Sumber: Bapepam & LK; Bank Indonesia

Catatan: Angka ini sudah termasuk yang dihitung dua kali karena dana pensiun, perusahaan asuransi dan reksadana berinvestasi di bank. Persen PDB setiap sektor dihitung dengan menggunakan PDB tahun berikutnya yang bersesuaian dengan tahun data. Jumlah total sebagai persen PDB menggunakan angka PDB tahun 2005.

Tabel 1.2: Perbandingan Regional Sektor Keuangan (Milyar US\$)

Sektor	Indonesia		Malaysia		Thailand		Singapura	
	Aset	%PDB	Aset	%PDB	Aset	%PDB	Aset	%PDB
Bank	151,5	53,9	166	159,8	172	114,9	213	233,4
Perusahaan asuransi	7,7	2,8	20	19,5	5	3,4	46	49,8
Dana pensiun	12,0	4,3	58	56,4	7	4,8	60	65,7
Reksadana	3,0	1,1	21	20,1	18	12,2	18	20,0
Obligasi korporasi terhutang	6,5	2,3	40	*38,0	19	*12,3	30	*32,4
Lain-lain	10,5	3,7	--	0,0	--	0,0	--	0,0
Total	191,2	68,0	305	293,3	221	147,4	367	403,3
Kapitalisasi pasar modal	82,5	29,3	168	162,2	119	79,4	148	162,3
PDB	281,3	100,0	104	100,0	150	100,0	91	100,0

Sumber: Bank-bank sentral, informasi publik, Bank Dunia

Catatan: Data Indonesia per 2005, sisanya per 2003

*: data per 2004.

Rangkuman Sektor Perbankan

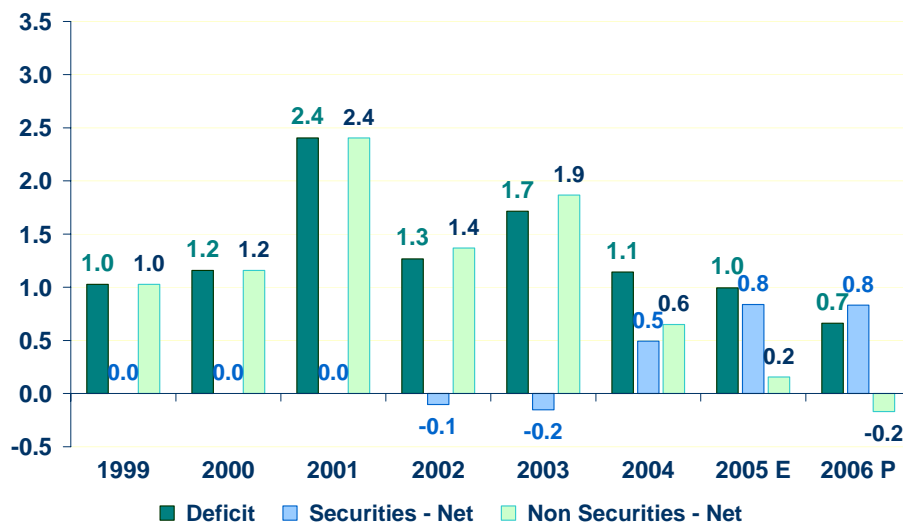
Sektor perbankan adalah sektor terbesar dalam sistem keuangan, yang menguasai hampir 80% aset keuangan. Semenjak krisis, sektor perbankan Indonesia mengalami restrukturisasi. Perbankan kini lebih kuat, dengan kredit macet yang lebih sedikit, rasio kecukupan modal lebih tinggi, dan profitabilitas lebih tinggi. Sebagian besar dari bank (yang dahulu swasta) yang diambil alih pemerintah selama krisis telah ditutup atau pun dijual kembali ke sektor swasta. Pemerintah juga telah mulai melepas saham minoritasnya di bank-bank milik negara. Peraturan dan pengawasan sektor telah diperkuat secara substansial, dan jaminan merata atas simpanan yang ada di bank sejak krisis berangsur-angsur dihilangkan seiring diterapkannya program jaminan simpanan. Namun meski ada perbaikan-perbaikan ini, agenda reformasi lebih lanjut yang signifikan masih tetap berkaitan dengan sektor perbankan, dengan bank-bank pemerintah menjadi inti agenda. Angka akhir-akhir ini menunjukkan bahwa dua bank pemerintah yang terbesar, yang menguasai sekitar 30% aset sistem perbankan, memiliki juga 2/3 dari kredit macet dalam sistem. Perbaikan tata kelola di lembaga-lembaga ini masih menjadi tantangan.

Terlepas dari besarnya dan perbaikannya akhir-akhir ini, sektor perbankan Indonesia bukanlah merupakan sumber modal jangka panjang. Seperti halnya bank-bank di banyak negara di kawasan ini, bank-bank di Indonesia memperoleh sebagian besar pendanaannya dari deposito jangka pendek, dan lebih dari 90% simpanan bank memiliki masa jatuh tempo kurang dari 1 bulan. Pengelolaan aktiva-pasiva yang bijak mengharuskan bank menawarkan pinjaman jangka pendek dengan bunga mengambang, dan inilah yang terjadi di pasar. Oleh karena itu, struktur kewajiban ini sangat membatasi kemampuan bank untuk membiayai aset jangka panjang. Selain itu, obligasi rekapitalisasi masih menjadi unsur yang menonjol di neraca bank-bank (17% aset), dan kredit bank untuk investasi masih langka. Sejak tahun 2000, kredit telah tumbuh 18% setahun, dengan pemberian pinjaman konsumen tumbuh 22% dan pinjaman investasi tumbuh 13%. Pertumbuhan pinjaman investasi yang relatif lebih lambat itu adalah akibat iklim investasi yang buruk, kurangnya peluang investasi yang menarik, dan pertumbuhan ekonomi yang lebih banyak digerakkan oleh konsumsi. Selain itu, meskipun pemberian pinjaman kepada UKM secara total tumbuh pesat (dari basis yang kecil), sebagian besar UKM di Indonesia masih terus menghadapi keterbatasan akses kredit. Pemberian pinjaman oleh bank sangat berbasis agunan, dan karena buruknya dokumentasi hak milik tanah dan agunan, terutama untuk tanah, banyak UKM mengalami kesulitan mengakses sektor perbankan.

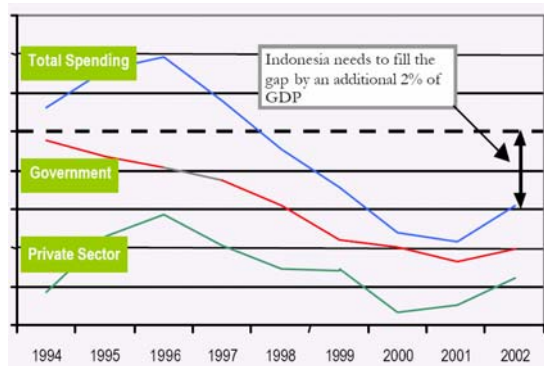
MENGERAHKAN SUMBER DAYA DALAM NEGERI JANGKA PANJANG

Indonesia memiliki kebutuhan sumber daya dalam negeri jangka panjang yang besar dan terus tumbuh. Pemerintah telah menetapkan program pinjaman yang substansial sejak tahun 1999, yang meminjam sekitar 1% PDB setiap tahunnya (lihat gambar 1.1). Dalam strategi pengembangan pasarnya, pemerintah telah menguraikan keinginannya untuk (i) meningkatkan pangsa hutang dalam negeri terhadap pinjaman luar negeri dan (ii) memperpanjang masa jatuh tempo hutang dalam negeri selama mungkin. Selain itu, program pembangunan infrastruktur Indonesia memiliki kebutuhan pembiayaan yang besar. Bank memperkirakan (Gambar 1.1) bahwa Indonesia perlu menambah pembelanjanya untuk infrastruktur sebanyak kurang lebih 2% PDB – 5 milyar dolar AS per tahun – guna mencapai sasaran pertumbuhan ekonomi jangka menengah per tahun pemerintah sebesar 6%. Sebagian besar pembelanjaan ini diharapkan akan dibiayai dari sumber-sumber swasta. Jelas bahwa pembiayaan ini harus banyak disediakan oleh pasar modal nasional dan internasional. Pemenuhan sasaran ini akan menuntut fungsi pasar modal dan LKNN yang berjalan lebih baik. Namun pada saat ini, investor lembaga Indonesia relatif sedikit dan belum menjadi sumber modal jangka panjang. Dana pensiun Indonesia (dengan aset sebesar kurang lebih 12,5 milyar dolar AS, 4,7% PDB) menawarkan gabungan aset yang masih belum dimanfaatkan untuk investasi jangka panjang. Saat ini dana pensiun dan perusahaan asuransi menginvestasikan sumber dayanya dalam porsi yang signifikan pada simpanan bank jangka pendek, yang pada dasarnya mengubah sumber daya jangka panjang yang langka itu menjadi aset jangka pendek. Pembiayaan obligasi korporasi (termasuk pembiayaan infrastruktur) masih sedikit dan suasana kebijakan yang sehat untuk sekuritisasi masih perlu diusahakan.

Gambar 1.1: Program Pinjaman Pemerintah sebagai Persen PDB, 1999-2006



Gambar 1.2: Kebutuhan Keuangan Infrastruktur Indonesia, 1994-2002



Sumber: Indonesia Averting an Infrastructure Crisis, Bank Dunia, 2004

MENGURANGI KERENTANAN SEKTOR KEUANGAN

Perlunya Indonesia memiliki sektor keuangan yang terdiversifikasi – dengan LKNB dan pasar modal yang berkembang dengan baik – sangat terasa selama krisis tahun 1997/8. Dalam pidatonya yang terkenal pada tahun 1999,⁴ mantan Ketua Federal Reserve Alan Greenspan mengingatkan, “Kita bertanya-tanya betapa parahnya masalah Asia Timur selama 18 bulan terakhir seandainya perekonomian di sana tidak begitu tergantung pada bank sebagai sarana intermediasi keuangannya. Seandainya saja ada pasar modal yang berfungsi, dampaknya pasti tidak separah itu. Sebelum krisis pecah, tidak banyak alasan untuk mempertanyakan tiga dasawarsa pertumbuhan Asia Timur yang sangat mantap itu, yang umumnya dibiayai melalui sistem perbankan, selama perekonomian yang tumbuh pesat dan kredit bank menjaga rasio kredit macet terhadap total aset bank agar tetap rendah. Tidak adanya bentuk intermediasi cadangan kecil konsekuensinya. Tidak memiliki ban cadangan bukanlah masalah jika ban kita tidak bocor. Asia Timur tidak memiliki ban cadangan.”

Indonesia masih belum memiliki “ban cadangan”. Negara ini sangat perlu mengembangkannya jika ingin mengurangi kerentanan sistem keuangannya yang masih didominasi oleh perbankan itu terhadap guncangan di masa depan, yang hampir tak terelakkan akan terjadi. Indonesia membutuhkan LKNB dan pasar modal yang dapat menutupi kekurangan dan bertindak sebagai “peredam kejut” – investor lembaga seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi; pasar modal yang sudah berkembang – baik modal maupun pendapatan tetap, dan LKNB lainnya yang berfungsi dengan baik seperti perusahaan sewa guna usaha dan modal usaha yang dapat menunjang berbagai industri.

MEMENUHI SASARAN-SASARAN PEMERINTAH LAINNYA

Agenda reformasi sektor keuangan Pemerintah bermotifkan tiga pertimbangan umum, yaitu memperbaiki akses ke jasa keuangan, mengurangi biaya jasa keuangan, dan memperbaiki stabilitas sistem keuangan. Keberhasilan LKNB memenuhi beberapa dari sasaran-sasaran ini sudah dibuktikan di atas. Selain itu, LKNB memperbaiki intermediasi antara simpanan dan investasi dengan cara menyediakan persaingan yang sehat bagi bank, dan karenanya dapat ikut

⁴ Pidato oleh Ketua Alan Greenspan di muka Grup Bank Dunia dan Dana Moneter Internasional, Program Seminar, Washington, D.C., 27 September 1999

mengurangi ongkos pembiayaan. Reksadana dan pensiun serta perusahaan asuransi memungkinkan investor yang lebih bermacam-macam, termasuk investor perorangan, untuk ambil bagian melalui perantara dan berinvestasi dalam instrumen-instrumen seperti obligasi pemerintah dan korporasi. Perusahaan sewa guna usaha menyediakan cara yang efisien untuk memperbesar akses ke jasa keuangan bagi perorangan dan badan usaha yang lebih luas, terutama UKM. LKNB secara umum menyediakan serangkaian produk yang dapat digunakan oleh masyarakat untuk mengelola risiko perorangan dan korporasi dengan lebih baik. Mengingat Indonesia telah menempatkan banyak di antara sasaran-sasaran ini pada urutan yang tinggi dalam agenda pembangunannya sendiri, penetapan fokus pada pengembangan LKNB dapat menjadi strategi yang sejalan dengan prioritas Pemerintah.

PERMASALAHAN LINTAS SEKTORAL DAN REKOMENDASI

Meskipun LKNB terdiri dari lembaga yang beraneka macam – seperti yang telah disoroti dalam pembahasan di atas – ada beberapa masalah lintas sektoral yang dihadapi oleh beberapa jenis lembaga. Bagian ini memfokuskan pada permasalahan yang demikian dan merangkum hasil-hasil temuan untuk sektor LKNB dalam bidang peraturan, penegakan, pembentukan OJK, persaingan, perpajakan, keterampilan, dan pendidikan investor (lihat Lampiran 1 pada bagian akhir bab untuk matriks rangkuman hasil temuan).

Peraturan

Lemahnya peraturan dan pengawasan, serta kurangnya kemampuan yang memadai dari instansi yang bertanggung jawab atas peraturan dan pengawasan, adalah salah satu alasan utama mengapa restrukturisasi sektor keuangan menjadi mahal dan pengembangan LKNB secara luas di Indonesia lambat. Salah satu temuan yang terus-menerus muncul dalam laporan ini adalah kurangnya tindak lanjut peraturan perundang-undangan secara efektif dengan peraturan penjelasan yang jelas dan konsisten. Sebagai contoh, undang-undang tentang jaminan sosial (Undang-undang No. 4 tahun 2004) kurang terinci dari segi manfaat, kontribusi, dan permasalahan besar lainnya yang mempengaruhi perancangan program-program ini. Semua undang-undang yang relevan perlu dilengkapi dengan peraturan penjelasan. Pada praktiknya, ada banyak penundaan yang terjadi dalam penetapan peraturan yang tepat waktu.

Kekurangan kedua yang sering muncul terdiri dari kesenjangan-kesenjangan dalam peta peraturan. Sebagai contoh, Jamsostek merupakan badan usaha milik negara dan oleh karena itu Departemen Keuangan merupakan pemegang saham *de jure*-nya, dan Kementerian BUMN menjadi pemegang saham *de facto*, dengan disertai tanggung jawab untuk melaksanakan hak-hak kepemilikan. Jamsostek tidak tunduk kepada Undang-undang Asuransi untuk program asuransinya, atau pun Undang-undang Dana Pensiun untuk program manfaat hari tuanya. Jamsostek tunduk pada peraturan pemerintah *ad hoc* di bawah pengawasan dan pembinaan umum Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi.

Demikian pula, meskipun Taspen menyediakan manfaat hari tua bagi pegawai negeri sipil, program pensiunnya secara khusus dikecualikan dari Undang-undang Dana Pensiun. Taspen tidak perlu mentaati kewajiban yang diberlakukan atas program-program pensiun lainnya, seperti penggunaan kustodian, pemisahan aset, dan penunjukan administrator yang berbeda dengan sponsor – yaitu pemerintah sendiri – atau pun persyaratan pendanaan dan solvensi tertentu.

Contoh ketiga dari ambiguitas yang dijumpai berkaitan dengan kerangka prudensial untuk dana pensiun pemberi kerja dan dana pensiun lembaga keuangan. Kerangka tersebut merupakan serangkaian keputusan yang menangani sejumlah permasalahan kunci seperti persyaratan

pendanaan dan solvensi, peraturan investasi, perlakuan pajak, dan kualifikasi administrator dana. Meskipun demikian, kerangka itu samasekali tidak membahas struktur tata kelola. Oleh karena itu, ada sebagian sponsor yang menjiplak struktur dewan komisaris dan direksi yang sudah umum itu untuk dana pensiun, di mana anggota kedua dewan itu ditunjuk oleh sponsor. Perlu tidaknya struktur seperti ini menurut hukum tidak jelas, dan mengakibatkan akuntabilitas dan tanggung jawab yang terpencar-pencar, serta biaya operasi yang lebih tinggi.

Penegakan

Salah satu hasil temuan yang sering muncul dalam kajian ini adalah buruknya tingkat penegakan di seluruh spektrum kegiatan sektor keuangan. Di hampir semua industri yang dikaji dalam laporan ini – reksadana, pensiun, asuransi dan sewa guna usaha – dijumpai adanya masalah penegakan. Ada beberapa contoh yang dapat disebutkan: dalam industri dana pensiun sangat banyak dijumpai ketidaktaatan terhadap undang-undang yang mengatur kontribusi swasta ke Jamsostek karena lemahnya penegakan. Demikian pula, kemampuan penegakan sekuritas makin sering diuji dalam menangani masalah peraturan yang rumit yang dihadapi pemain di pasar modal. Meskipun demikian, Bapepam & LK kekurangan staf yang berpengalaman untuk menjalankan penyelidikan yang kompleks. Kesulitan pelaksanaan peraturan *mark-to-market* mengenai nilai aktiva bersih reksadana baru-baru ini adalah salah satu contoh kasusnya. Contoh ketiga adalah tanggapan pemerintah yang tidak tegas terhadap perusahaan asuransi yang bangkrut. Ada beberapa perusahaan asuransi besar yang sangat membutuhkan modal dan Bapepam & LK sejauh ini enggan mengkaji dan mempublikasikan keadaan keuangan perusahaan-perusahaan ini yang sebenarnya. Bapepam & LK telah mencabut ijin beberapa perusahaan yang sudah bangkrut, tetapi tindakan ini sempat tertunda cukup lama, dan setelah pencabutan ijin sekalipun, perusahaan-perusahaan tersebut masih belum tutup. Sumber pasar menunjukkan bahwa sebagian perusahaan tersebut masih terus menerima polis baru yang merugikan konsumen yang kurang berpengetahuan. Perlindungan konsumen – yang sangat penting untuk menjaga kepercayaan pasar – ikut dirugikan dan demikian pula perkembangan industri ini di masa mendatang. Seiring tumbuhnya pasar uang, pihak pembuat peraturan akan makin sering pula diminta memastikan ketaatan terhadap peraturan perundang-undangan tentang pasar uang. Seringkali yang menjadi masalah adalah sumber daya yang tidak memadai – jumlah staf yang terlatih untuk menangani masalah ketaatan terlalu sedikit. Masalah tata kelola dan koordinasi antar berbagai pembuat peraturan juga merupakan hambatan penting. Ketidakmampuan mempertahankan integritas pasar uang dengan memberlakukan peraturan berpotensi dampak yang parah terhadap pengembangannya.

Peta Persaingan

Persaingan di dalam dan antar segmen LKNB dihambat oleh adanya medan yang tidak seimbang untuk berbagai pelaku industri serta peran dominan sektor publik di beberapa segmen.

Sektor asuransi dan dana pensiun memberikan gambaran permasalahan ini. Dalam sektor asuransi, medan persaingan tidak seimbang karena berbeda-bedanya persyaratan modal untuk pemain baru dan pelaku lama, di mana persyaratan untuk pelaku lama yang dikecualikan didasarkan pada persyaratan modal yang lama (dan jauh lebih rendah). Ini praktis memberikan perlindungan yang signifikan bagi pelaku lama dan membuat biaya masuk pemain swasta baru – baik dalam maupun luar negeri – menjadi mahal. Hal ini menimbulkan kesulitan dalam mendorong konsolidasi dalam industri yang terpecah-pecah dengan banyak pelaku yang kecil dan beberapa di antaranya tak layak hidup. Dalam industri asuransi juga ada contoh di mana beberapa pemain dominan yang banyak dianggap memiliki masalah solvensi, masih terus berfungsi tanpa menangani masalah-masalah tersebut, berkat dukungan yang tersirat maupun tersurat dari

negara. Di beberapa negara lain, industri asuransi menawarkan paket satu atap berupa layanan kepada dana pensiun swasta yang terdiri dari pembukaan, pendaftaran, pelaksanaan dan administrasi manfaat serta pengelolaan aset. Di Indonesia, perusahaan asuransi, yang unggul dari segi aktuarial dan keahlian pemrosesan klaim, memiliki kecakapan untuk menawarkan layanan seperti ini, tetapi tidak diizinkan untuk mengadakannya. Sebagai contoh terakhir, negara memainkan peran yang dominan dalam industri dana pensiun – dan peran ini memiliki potensi untuk bertambah, tergantung pelaksanaan undang-undang jaminan sosial. Ini jelas berlawanan dengan kecenderungan internasional di mana peran negara dalam penyediaan dana pensiun dan jaminan sosial mulai berubah dari penyedia menjadi pembuat peraturan.

Semua ini merupakan contoh situasi yang memerlukan fokus kebijakan agar peta persaingan sektor LKNB dapat dirubah dan partisipasi swasta dapat didorong. Langkah-langkah untuk meningkatkan persaingan ada baiknya dipertimbangkan. Banyak segmen LKNB perlu direstrukturisasi secara mendasar agar muncul pemain-pemain yang lebih sehat, kompetitif dan substansial. Hal ini dapat ditempuh dengan cara menyikapi peraturan yang saat ini memihak pada kepentingan terselubung serta pemain lama, mengurangi peran sektor publik, serta meningkatkan peran sektor swasta di LKNB.

Risiko-Risiko di Sektor Keuangan Indonesia

Karena dominasi perbankan atas sistem keuangan Indonesia sejak dulu, serta pengalaman selama krisis Asia Timur, risiko sektor keuangan dianggap lebih banyak terdapat di sistem perbankan. Laporan ini menemukan bahwa ada pula beberapa bidang risiko yang mulai muncul di LKNB yang perlu dipantau dan dikelola dengan hati-hati. Salah satu bidang kenaikan risiko yang penting adalah kewajiban sistem pensiun. Hutang pensiun implisit dari sistem pensiun pegawai negeri sipil – yaitu nilai sekarang dari arus manfaat pensiun masa depan yang sudah dijanjikan – bernilai sekitar 11% dari PDB menurut perkiraan beberapa kalangan (meskipun perkiraan ini masih perlu diverifikasi secara independen). Seiring tumbuhnya perekonomian, dan naiknya upah pegawai negeri sipil, kewajiban-kewajiban ini akan bertambah pula kecuali jika sistemnya direformasi dan dirasionalisasi. Ada pula program pensiun dan jaminan sosial lainnya yang menimbulkan kewajiban, tetapi saat ini tidak banyak diketahui, seperti dana pensiun angkatan bersenjata dan kewajiban yang timbul karena pelaksanaan undang-undang jaminan sosial. Sektor asuransi adalah sumber risiko potensial yang lain. Ada beberapa perusahaan asuransi besar yang oleh kalangan luas dianggap mengalami masalah solvensi, meskipun sampai sejauh mana masalah kekurangan dana itu belum dipublikasikan. Meskipun dampak perusahaan-perusahaan ini terhadap sektor keuangan secara keseluruhan mungkin terbatas (mengingat relatif kecilnya pangsa aset asuransi dalam perekonomian), perusahaan-perusahaan tersebut menimbulkan risiko terhadap sistem sektor asuransi dan memerlukan penanganan khusus. Laporan ini merekomendasikan dilakukannya analisis yang langsung dan terinci atas opsi-opsi penyelesaian untuk perusahaan-perusahaan ini dengan segera, untuk dijadikan dasar pembahasan opsi penyelesaiannya. Penyelesaian yang lebih awal akan memfasilitasi keinginan pemerintah untuk mengerahkan sumber daya yang lebih besar dari sektor ini dengan cara menciptakan suasana yang baik untuk pertumbuhan. Demikian pula, pengalaman universal menunjukkan bahwa semakin dini penyelesaian dilakukan, kemungkinan akan semakin rendah biaya penyelesaian tersebut.

Ada pula risiko karena terkonsentrasinya kepemilikan. Pasar modal Indonesia, baik bursa saham maupun pasar obligasi, masih relatif baru, kecil, tidak likuid dan kurang terdiversifikasi kepemilikannya. Sebagai contoh, lebih dari 12% obligasi pemerintah dimiliki oleh investor asing. Meskipun hal ini memasukkan potensi risiko baru apabila para investor ini mencairkan dananya dengan cepat, tidak ada cara penyelesaian yang cepat untuk masalah ini. Solusi jangka panjangnya adalah mengembangkan investor lembaga dan ritel dalam negeri dan berdiversifikasi

serta mengembangkan pasar modal. Juga seperti di banyak negara berkembang lainnya, peta keuangan Indonesia didominasi oleh beberapa pemain besar (lihat Tabel 1.3).

Tabel 1.3: 10 Besar Pangsa Pasar Sektor Keuangan Indonesia

Sektor	10 Besar Pangsa Pasar %
Perbankan	63
Asuransi Jiwa	61
Asuransi Umum	60
Pensiun	55
Pembiayaan	48
Sekuritas	40

Sumber: Bank Indonesia, Infobank, Publikasi Perusahaan

Meski pada saat ini konglomerat keuangan di Indonesia masih pada tahap dini, mereka bukan tidak signifikan. Bentuk konglomerat yang paling lazim adalah bank yang berinvestasi di lembaga keuangan non-bank (Tabel 1.4). Menilai tingkat konglomerasi keuangan dalam sistem ini tidaklah mudah karena kurangnya data yang tersedia untuk umum dan tidak adanya tolok ukur (*benchmark*). Bank Indonesia mengharuskan semua bank umum untuk mengungkapkan pemilik/penerima manfaat akhir masing-masing. Meskipun demikian, hal ini masih belum dipraktikkan di sektor LKNB. Praktik seperti ini akan meningkatkan transparansi kaitan kepemilikan dan mempermudah penilaian risiko.

Tabel 1.4: Konglomerasi Keuangan di Sektor Keuangan Indonesia

Bank	Asuransi	Dana Pensiun	Pembiayaan	Sekuritas	Komentar	Aset Grup (trilyun Rp)
Mandiri		Mandiri Pension Funds		Mandiri Securities		247,2
BCA	Indolife Pensionsama (Jiwa), Central Asia Raya (Jiwa), Central Asia (Umum)				Satu pemilik	153,4
BNI		BNI Pension Funds		BNI Securities	Bank BNI mempunyai kepemilikan di BNI Pension Funds dan BNI Securities	150,1
BRI		BRI Pension Funds			BRI mempunyai kepemilikan di BRI Pension Funds	117,6
Danamon				Adira Dinamika Multifinance	Danamon mempunyai kepemilikan di Adira Dinamika Multifinance	66,5
Niaga				GK Goh Indonesia	Niaga dan GK Goh satu pemilik yaitu Commerce Asset Holding Berhad	39,3
Panin	Panin Insurance (Umum) Panin Life				Bank Panin dimiliki oleh Panin Life. Panin Life dimiliki oleh Panin Insurance	39,6
Permata	Astra Buana	Astra Pension Funds	Astra Sedaya Finance, Federal International Finance		Satu pemilik, yaitu PT Astra International	45,0
	Tugu Pratama Indonesia	Pertamina Pension Funds			Satu pemilik, yaitu Pertamina	5,1

Sumber: Bank Indonesia, Infobank, Publikasi Perusahaan

Bank-bank umum di Indonesia telah diperbolehkan memainkan peran aktif dalam sektor dana pensiun dan asuransi. Pada tahun 2003, dana pensiun lembaga keuangan yang terbesar dimiliki oleh Bank Negara Indonesia. Juga, dana pensiun perusahaan Bank BNI dan Bank Mandiri termasuk dalam 10 besar dana pensiun swasta di Indonesia. Pada akhir tahun 2003, diperkirakan ada setidaknya-tidaknya 10 bank yang menyediakan jasa asuransi yang dipasarkan oleh bank (*bancassurance*), dengan pasar potensial bernilai sekitar 14 trilyun rupiah, dan paling tidak 15 bank menawarkan reksadana, yang sebagian besar diinvestasikan dalam bentuk obligasi pemerintah. Bank memiliki pangsa yang besar dalam bisnis reksadana. Sampai bulan Juni 2003, lembaga-lembaga perbankan menjual sekitar 85% (atau kurang lebih 58 trilyun rupiah) reksadana (Siregar dan James 2004, hal. 21-22). Situasi ini berpotensi menyebabkan benturan kepentingan. Sebagai contoh, karena bank memberikan pinjaman kepada perusahaan sekaligus memberikan saran tentang investasi reksadananya, bank mungkin akan berupaya menekan risiko pemberian pinjamannya sendiri dengan cara mengambil dana yang dijualnya untuk diinvestasikan di perusahaan-perusahaan yang mereka beri pinjaman.

Sumber ini serta sumber-sumber risiko lainnya perlu dipantau dengan cermat dan disikapi secara terus-menerus.

Perpajakan

Pada hampir semua industri yang dipelajari dalam laporan ini, distorsi pajak menghambat pengembangan industri tersebut. Peninjauan yang menyeluruh atas peraturan-peraturan pajak – dan implikasi fiskalnya – penting untuk dilakukan guna memungkinkan pembangunan sektor tersebut. Diperlukan upaya bersama untuk mengkaji sampai sejauh mana distorsi pajak terjadi serta memastikan medan yang seimbang. Seluruh kisaran masalah perpajakan dicantumkan pada Lampiran 1. Penting untuk dicatat bahwa ada pertukaran nilai yang terjadi jika mengganti rezim pajak yang ada sekarang dengan yang dapat mendukung sasaran pembangunan Indonesia dan lebih sejalan dengan praktik-praktik terbaik internasional. Dalam rangka rasionalisasi rezim pajak mungkin perlu dilakukan pengurangan pajak jangka pendek. Namun demikian, mengingat seluruh sektor LKNB saat ini tergolong kecil, pendapatan sekarang dan potensi kerugian jangka pendeknya kemungkinan akan kecil. Tetapi rezim pajak yang sudah lebih baik dapat membantu mendukung pertumbuhan industri LKNB maupun sektor riil, yang selanjutnya akan menjadi sumber pendapatan pajak tambahan. Permasalahan ini perlu dikaji secara lebih terinci.

Cara perbaikan yang paling jelas dan paling cepat adalah industri sewa guna usaha. Di kebanyakan negara lain di mana industri sewa guna usaha sudah berkembang, sewa guna usaha bersifat netral terhadap pajak. Bagi penyewa, pembayaran sewa diperlakukan sebagai pengeluaran, yang dapat dikurangkan (*set off*) dari pendapatan ketika menghitung laba kena pajak, sementara pemberi sewa memperoleh manfaat dari pengurangan penyusutan aset modal. Di Indonesia, penyusutan nilai aset sewa saat ini belum diperbolehkan, baik untuk pemberi sewa maupun penyewa. Distorsi pajak menambah biaya modal, menghalangi pembentukan modal, dan menghambat pertumbuhan perusahaan-perusahaan nasabah serta sektor sewa guna usaha. Hal ini cenderung paling banyak merugikan kalangan UKM.

Berikut ini adalah beberapa contoh lain distorsi pajak. Dalam industri pensiun, anuitas tidak menarik karena premi tunggal yang dibayarkan dari dana pensiun swasta untuk memberi anuitas seumur hidup setelah pensiun dikenai pajak, sehingga mengakhiri perlindungan pajak. Perlakuan ini berlawanan dengan praktik-praktik yang berjalan di banyak bagian lain dunia, yaitu bebas-bebas-kena pajak (EET). Dalam industri asuransi, perusahaan non-asuransi jiwa lebih dirugikan daripada perusahaan asuransi jiwa karena cadangan yang dikeluarkan tetapi tidak dilaporkan (IBNR), yang berjumlah 40% dari kewajiban non-jiwa, tidak dapat dikurangkan dari perhitungan pajak. Terakhir, perlakuan fiskal asuransi dan pensiun tidak menawarkan insentif yang besar;

sebaliknya, reksadana menawarkan keuntungan pajak yang jauh lebih baik, karena praktis bebas pajak, yang menjadi salah satu alasan lambatnya pertumbuhan aset asuransi maupun pensiun.

Akses keuangan

Ada suatu kebutuhan untuk mengevaluasi dan menganalisis akses rumah tangga terhadap berbagai jenis instrumen dan pasar keuangan. Untuk tujuan ini, ada baiknya diadakan survei rumah tangga mengenai permintaan dan akses pada jasa keuangan. Pada saat ini sebagian besar informasi dihasilkan dari sisi penawaran, dan hanya sedikit pengetahuan sistematis yang ada tentang apa yang dicari oleh rumah tangga itu dan hambatan apa yang mereka hadapi dalam mengakses jasa keuangan. Sudah banyak kerja survei yang dijalankan untuk menilai akses keuangan tingkat badan usaha. Hasil survei-survei ini serta implikasinya terhadap kebijakan perlu lebih disebarluaskan.

Hasil temuan laporan ini mengindikasikan perlunya menganalisis lebih lanjut setiap segmen LKNB dan basis nasabahnya serta menempuh upaya untuk memperluas basis nasabah baik dari segi jumlah maupun jenis investor serta investor dari daya beli yang berbeda. Sebagai contoh, terhitung pada bulan Desember 2005 sektor reksadana melayani lebih dari 250.000 pemegang unit, di mana tiga perempatnya adalah perorangan. Hal pertama yang diamati adalah bahwa ini jumlah yang kecil mengingat jumlah penduduk Indonesia yang besar. Kemudian, kepemilikan unit rata-rata setiap investor sekitar Rp.300 juta (sekitar 30.000 dolar AS), bila dibandingkan dengan PDB per kapita kurang lebih sebesar 1300 dolar AS menunjukkan bahwa investor reksadana adalah individu yang memiliki nilai aset bersih tinggi. Adalah penting menganalisis uraian komposisi nasabah di berbagai subsektor penting dan mencoba mempromosikan akses yang lebih luas ke seluruh spektrum ekonomi.

Memperbaiki Pendidikan

Ada pula kebutuhan untuk mengembangkan basis investor aktif yang berinvestasi di sekuritas, dana pensiun, perusahaan asuransi, dan program investasi kolektif. Pengembangan investor lembaga dan ritel sangat bergantung pada pendidikan investor di kota besar, kota kecil maupun wilayah pedesaan mengenai manfaat dan risiko berinvestasi di sekuritas, wahana investasi kolektif, pensiun dan asuransi. Pihak pembuat peraturan bursa saham dan sekuritas hendaknya mengisi peran pengembangan yang melengkapi peran mereka dalam hal peraturan dan penegakan dengan cara menumbuhkan kesadaran para calon emiten mengenai peran pasar sekuritas dalam perekonomian serta alternatif layak hidup yang dapat diberikannya untuk membiayai kegiatan dan perluasan usaha.

Pengetahuan keuangan merupakan tantangan yang bersifat global. Di seluruh dunia, manfaat pensiun sudah beralih dari program "manfaat pasti", di mana pensiun bergantung pada pendapatan dan masa kerja bertahun-tahun, menjadi program "kontribusi pasti" di mana warga diminta memegang peran yang lebih besar dalam hal menyediakan kebutuhan pensiun mereka sendiri. Meskipun ini menciptakan dan mendorong adanya pilihan dan tanggung jawab pribadi, tanggung jawab publik menjadi bertambah. Oleh karena itu, perubahan tersebut menimbulkan pertanyaan penting: Seberapa arifkah orang untuk mengemban tanggung jawab baru ini? Seberapa arifkah mereka tentang konsep-konsep keuangan dasar? Jawabannya rupanya tidak terlalu arif. Suatu survei di Australia mendapati bahwa 37% orang yang memiliki investasi tidak tahu bahwa investasi tersebut dapat berfluktuasi nilainya. Di AS, 31% tidak tahu bahwa biaya keuangan pada tagihan kartu kredit adalah apa yang mereka bayar untuk menggunakan kredit itu.⁵ Tetapi informasi yang diarahkan dengan tepat dapat membuahkan hasil. Di Swedia, yang

⁵ "Financial Literacy: Caveat Investor," Economist, 12 Januari 2006

memulai sistem pensiun baru pada tahun 1999, suatu perpaduan antara pendidikan keuangan dan kampanye media massa mendorong lebih banyak orang untuk memilih sendiri campuran dana investasinya.

Indonesia membutuhkan investor yang lebih terdidik untuk menjadi fondasi pembangun pasar uang yang sehat. Manfaat ekonomi potensial dari pengetahuan keuangan di Indonesia sangat luas. Konsumen yang lebih arif – bukan hanya investor – akan memperbaiki efisiensi pasar dan membantu menjauhkan pelaku yang tidak bertanggung jawab. Untuk tujuan ini, pihak yang berwenang dihimbau untuk mengembangkan program pengetahuan keuangan.

Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Laporan ini membahas beberapa permasalahan yang dibahas di atas dalam bab-bab per sektor. Oleh karena itu, hanya permasalahan kunci yang telah disoroti dalam bab ini. Namun mengenai masalah OJK, bagian ini memuat seluruh pembahasan – karena laporan ini tidak membahasnya kembali pada bagian-bagian selanjutnya.

Pengalaman dunia mengenai masalah pembuat peraturan keuangan yang terpadu bermacam-macam. Ada argumen yang mendukung pengaturan seperti ini serta mendukung model di mana ada beberapa otorita yang berbeda namun kuat. Di Indonesia, debat ini sudah tidak relevan lagi, karena keputusan untuk menetapkan lembaga pembuat peraturan terpadu – OJK – untuk meregulasi dan mengawasi bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, pasar modal, modal usaha, dan sewa guna usaha sudah diambil. Undang-undang tentang Bank Indonesia Nomor 23/1999 telah diubah pada tahun 2003 dengan tujuan mengalihkan peran pengawasan sektor perbankan dari Bank Indonesia kepada OJK sebelum akhir tahun 2010. Pada tahun 2005, telah disahkan pula sebuah keputusan presiden yang melebur Bapepam dan DFGI. Oleh karena itu, kini ada dua pembuat peraturan sektor keuangan di Indonesia, yaitu BI dan Bapepam & LK.

Mengingat keputusan membentuk OJK telah diambil, masalah yang sangat penting sekarang adalah efektivitas pelaksanaannya. Laporan ini mengusulkan agar untuk LKCNB, alih-alih menunggu sampai tahun 2010 untuk menetapkan OJK, Bapepam-LK yang ada sekarang sebaiknya segera dijadikan independen dan kapasitasnya diperkuat. Salah satu bagian dari proses pemandiriannya dari Departemen Keuangan adalah pemberian kewenangan untuk menghimpun sumber daya sendiri melalui pungutan atas pelaku pasar. Kemandirian anggaran harus sejalan dengan kemandirian operasional yang lebih besar. Argumen yang mendukung instansi peraturan terpadu di Indonesia, seperti halnya di negara-negara lain, didasarkan pada meningkatnya kehadiran konglomerat keuangan. Argumen yang mendukung peningkatan status serta penguatan Bapepam & LK dapat diangkat dari berbagai kesenjangan dalam proses peraturan dan penegakan yang ada saat ini, seperti yang diidentifikasi di seluruh laporan ini. Bapepam & LK yang independen dan kuat akan lebih sejalan dengan BI – sebagai regulator perbankan – dan bersama-sama keduanya dapat membentuk landasan OJK yang baru secara lebih efektif. Bapepam & LK yang lebih kuat juga diperlukan untuk mengembangkan pendekatan kebijakan dan peraturan yang lebih koheren dan kondusif bagi pengembangan LKCNB.

Rancangan undang-undang tentang OJK yang ada secara umum sudah sehat. RUU tersebut memberikan kekuasaan yang konsisten kepada OJK di seluruh sektor yang teregulasi secara prudensial, yang meliputi perijinan, pembuatan standar, pengumpulan informasi, pemeriksaan, arahan, penyelidikan, pengelolaan ketentuan, dan pengalihan usaha. Khususnya, RUU ini memberikan kekuasaan yang luas kepada OJK dalam hal konglomerat. Konsistensi dan koherensi kekuasaan-kekuasaan ini sejalan dengan praktik-praktik internasional.

Ada risiko dan tantangan yang signifikan dalam proses pembentukan lembaga seperti ini, dan risiko dan tantangan tersebut harus diingat. Pertama, risiko campur tangan politik sangat nyata di

Indonesia, terutama di lembaga berkekuasaan besar seperti OJK nanti. Risiko lain adalah keahlian sektor keuangan yang begitu diperlukan untuk merancang dan melaksanakan strategi yang canggih and seragam akan kurang, dan hal ini akan mempersulit penyusunan kebijakan dan peraturan yang canggih dan menyatu. Oleh karena itu, terlepas dari letak akhir lembaga ini, ada tiga kondisi yang harus dipenuhi, yaitu independensi, sumber daya yang memadai, serta staf yang berkualifikasi. Perlu diingat bahwa sekedar merubah sistem pengawasan saja tidak akan memperbaiki masalah yang ada saat ini dengan standar perilaku prudensial dan pasar, pengawasan, dan penegakan. Satu lembaga pengawasan tunggal bukanlah alat "perbaikan cepat" untuk menyikapi lemahnya pengawasan badan-badan perantara keuangan.

Belajar dari pengalaman negara-negara lain, seperti Australia, Korea, Inggris Raya dan sebagainya, telah ditunjukkan bahwa pengambilan keputusan untuk beralih ke lembaga yang terpadu merupakan bagian yang termudah dari prosesnya. Pelaksanaan adalah bagian yang paling berat, penuh persoalan mengenai penggabungan budaya peraturan yang berbeda-beda, menghimpun pakar yang berkualifikasi, dan memastikan selesainya proses tanpa mengabaikan pengawasan berjalan dari industri keuangan.

Harapan untuk OJK sangat tinggi. Batas waktu untuk tugas maha berat ini adalah tahun 2010. Pembentukan satu lembaga pengawasan tunggal memerlukan perencanaan awal yang besar untuk memastikan terbentuknya lembaga yang layak hidup. Indonesia tengah bergerak menuju model pengawasan terpadu dengan keunggulan yang signifikan, yaitu banyaknya waktu untuk persiapan serta hikmah pengalaman dari negara-negara lain yang telah mengadopsi model pengawasan terpadu ini. Selama dikerahkan cukup upaya untuk perencanaan selama masa transisi, OJK akan mampu mengambil alih tanggung jawab para pembuat peraturan dan pengawas saat ini serta mengurangi gangguan dalam lingkungan industri ketika OJK mulai beroperasi. Sangatlah penting bahwa proses perencanaan dimulai sekarang untuk memastikan kemampuan OJK menunaikan tanggung jawabnya pada saat pengalihan kewenangan.

Tugas-tugas yang akan dihadapi lembaga baru ini sangat hebat. Rencana mengadopsi lembaga pengawasan yang bersatu harus diikuti dengan komitmen untuk melancarkan upaya melalui reformasi peraturan yang jauh lebih luas jangkauannya, serta mengembangkan kapasitas penegakan di negara ini. Lembaga ini kelak harus menyelaraskan peraturan - peraturan yang berbasis industri guna mencegah arbitrase peraturan, mempertimbangkan peraturan konglomerat dan perusahaan induk, menyusun standar akuntabilitas dan kinerja yang kuat, merancang struktur organisasi, serta menjalin hubungan dengan Bank Indonesia dan Departemen Keuangan. Selain itu, lembaga ini harus mempertimbangkan pekerjaan yang tengah dijalankan dalam komunitas peraturan internasional untuk merumuskan standar internasional dan memperbaharui persyaratan prudensial nasional seiring berubahnya standar internasional. Lembaga-lembaga internasional yang bekerja dalam bidang ini antara lain adalah organisasi-organisasi industri seperti Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), International Association of Insurance Supervisors (IAIS), dan International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Terakhir, OJK harus menunjukkan standar akuntabilitas, integritas dan kinerja yang tinggi dalam tindakannya. Indonesia telah memutuskan untuk membentuk kelompok koordinator, termasuk perwakilan dari Bank Indonesia, Bapepam & LK dengan tanggung jawab memulai proses perencanaan. Ini adalah langkah menuju ke arah yang benar, karena waktu untuk perencanaan berlalu dengan cepat.

Pembentukan OJK yang diharapkan itu hendaknya tidak dijadikan alasan untuk menunda-nunda reformasi yang dapat dilaksanakan lebih awal. Dewasa ini ada suatu kebutuhan untuk mempercepat pergeseran ke arah pembuat peraturan LKNB independen. Penggabungan Bapepam & LK menawarkan peluang untuk menciptakan pembuat peraturan LKNB yang kuat dan independen. Departemen Keuangan dapat mempercepat proses tanpa harus menunggu penetapan OJK pada tahun 2010 nanti. OJK dapat secara sepihak mengubah wujud Bapepam &

LK yang telah digabung itu menjadi pembuat peraturan independen yang mengurus pasar modal dan semua LKNB serta melindungi investor dan konsumen.

Keahlian

Lingkungan yang terderegulasi dan kompetitif menciptakan permintaan baru akan keahlian keuangan. Negara yang membebaskan dan mengembangkan sistem keuangan memerlukan rangkaian keterampilan dalam mengukur dan menilai risiko yang berkembang dengan baik. Program asuransi dan pensiun memerlukan keahlian aktuarial, sedangkan instrumen investasi kolektif memerlukan keahlian profesional tingkat tinggi seperti manajer investasi dan analisis investasi.

Meski ada kesulitan mengukur selisih keterampilan antar negara dan menyesuaikan dengan produktivitas, ada bukti bahwa peran jasa sektor keuangan di banyak negara berkembang tergolong kecil. Pekerjaan dalam bidang keuangan, asuransi, properti (*real estate*) dan layanan usaha sebagai persentase total lapangan kerja lebih rendah di negara-negara seperti Brazil (2,76%), Indonesia (0,75%), Filipina (2,46%) dan Polandia (2,62%) daripada Amerika Serikat (11,28%). Pembahasan mengenai beberapa profesi berikut ini menunjukkan tantangan-tantangan yang ada di seluruh spektrum profesi keuangan.

Aktuaris. Terdapat 324 anggota dari Persatuan Aktuaris Indonesia (PAI) - dengan 134 merupakan *fellow actuaris* (diakui oleh Asosiasi Aktuarial Internasional) dan 190 merupakan *associate actuaris*. Aktuaris sangat penting untuk kelancaran sektor tunjangan asuransi dan manfaat pensiun. Mereka memungkinkan penilaian dan pembahasan risiko. Meskipun demikian, aktuaris masih langka di Indonesia. Data kuantitatif pada Tabel 1.5 mencatat adanya kesenjangan yang jauh dalam hal ketersediaan keterampilan aktuarial di Indonesia secara relatif dibandingkan dengan negara-negara lainnya dalam sampel. Sementara Singapura dan Hong Kong (Cina) memiliki 43 dan 45 aktuaris per juta penduduk, Indonesia hanya memiliki sekitar 0,5⁶. Diharapkan agar Persatuan Aktuaris Indonesia dengan bimbingan pemerintah akan mengambil peran yang lebih aktif dalam mengembangkan profesi aktuaris itu sendiri, termasuk memungkinkan keikutsertaan pihak asing dalam industri ini. Salah satu tantangan yang paling mendesak adalah mengembangkan dan melaksanakan aturan-aturan untuk akreditasi anggota perorangan serta merekomendasikan panduan edukatif dan silabus untuk kualifikasi aktuarial regional yang diakui secara internasional.

Penilai. Pada bulan Desember 2005 tercatat ada 1800 orang anggota Masyarakat Profesi Penilai Indonesia.⁷ Penilai mengurangi risiko yang dapat terjadi dalam transaksi properti dengan cara memberikan nilai-nilai yang kredibel pada tanah milik sesuai dengan metode standarnya, yaitu semua pelaku mengakui metodologinya, dan penilaiannya konsisten. Sebagai contoh, jika suatu pasar obligasi yang layak hidup dan dijamin ingin berkembang, diperlukan kehadiran penilai untuk menilai properti. Tinjauan singkat data kuantitatif pada Tabel 1.6 menunjukkan perbedaan yang jauh antara ketersediaan jasa penilai di pasar tertentu. Angka kepadatannya berkisar dari 907 penilai per juta penduduk di Selandia Baru sampai 9 penilai per juta orang penduduk di Indonesia. Lebih dari itu, pembatasannya bukan hanya bersifat kuantitatif; standar sertifikasi masih kurang. Informasi dari Indonesia mengisyaratkan bahwa mungkin tidak ada perlakuan konsisten atas profesi penilai dan penilaian sejauh yang berkaitan dengan pelatihan dan peraturan.

⁶ Tidak termasuk ahli madya aktuarial

⁷ Masyarakat Profesi Penilai Indonesia/MAPPI www.mappi.or.id MAPPI didirikan pada tahun 1981 dan merupakan organisasi penilai profesional di Indonesia yang diakui. Para anggota MAPPI bekerja di perusahaan penilai, bank dan lembaga keuangan, Direktorat Pajak Bumi dan Bangunan, perusahaan asuransi, rumah lelang, dan bisnis properti.

Tabel 1.5: Jumlah Aktuaris di Berbagai Negara, 2006

Negara	Jumlah aktuaris	Jumlah aktuaris per juta
Argentina	195	5,23
Australia	1.243	73,92
Brazil	665	4,45
Kanada	2.443	95,97
Cile	9	0,79
Cina	58	0,05
Kolombia	25	0,84
Kroasia	49	10,91
Republik Ceko	58	5,6
Denmark	291	56,76
Republik Arab Mesir	8	0,14
Estonia	18	12,99
Finlandia	132	26,33
Perancis	1.880	32,6
Ghana	1	0,05
Yunani	76	7,41
Hong Kong (Cina)	298	45,54
Hungaria	137	13,21
Islandia	18	74,69
India	150	0,17
Indonesia	134	0,6
Israel	105	29,06
Italia	258	4,55
Jamaika	16	6,37
Jepang	1.077	8,69
Kenya	5	0,25
Republik Korea	27	0,59
Latvia	17	6,76
Lebanon	10	3,67
Malaysia	42	1,96
Mauritius	10	8,82
Meksiko	405	4,52
Selandia Baru	130	39,33
Nigeria	5	0,05
Norwegia	257	60,59
Filipina	77	1,06
Polandia	11	0,29
Federasi Rusia	3	0,02
Singapura	114	43,07
Slovenia	36	18,03
Afrika Selatan	693	20,09
Spanyol	1.497	41,16
Sri Lanka	2	0,12
Swedia	306	35,51
Taiwan (Cina)	199	10,70
Thailand	17	0,35
Amerika Serikat	16.696	68,29
Venezuela	2	0,09
Vietnam	8	0,1
Zimbabwe	4	0,34

Sumber: Persatuan Aktuaris Aktuarial Internasional

Akuntan. Indonesia memiliki 43.500 akuntan terdaftar, namun hanya 4.500 yang menjadi anggota Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI), yang beranggotakan 6000 orang. Departemen Keuangan bertanggung jawab atas pendaftaran akuntan.

Tabel 1.6: Jumlah Penilai di Beberapa Negara, 2006

Negara	Jumlah penilai	Jumlah penilai per juta
Albania	170	52.1
Australia	4.963	295.2
Bulgaria	128	15.3
Kanada	4,500	176.8
Republik Ceko	300	29.0
Denmark	644	125.6
Estonia	80	57.7
Perancis	850	14.7
Yunani	350	34.1
Hungaria	110	10.6
India	12.000	13.3
Indonesia	1.800	9.1
Italia	1.200	21.2
Latvia	72	28.6
Selandia Baru	3.000	907.7
Norwegia	920	216.9
Filipina	100	1.4
Polandia	3.000	78.2
Romania	5.900	254.2
Federasi Rusia	3.000	20.4
Afrika Selatan	2.000	58.0
Spanyol	6.000	165.0
Swedia	800	92.8

Sumber: Persatuan Aktuaris Aktuarial Internasional

Pakar Kepailitan. INSOL International, federasi internasional pekerja profesional bidang kepailitan, hanya memiliki 28 anggota di Indonesia.⁸ Jumlah pekerja profesional yang tidak memadai menghambat proses restrukturisasi perusahaan di Indonesia.

Analisis Keuangan Bersertifikasi. Di Indonesia ada 37 analisis keuangan bersertifikasi.⁹ CFA dalam industri investasi dapat menetapkan standar kecakapan profesional yang tinggi dan memastikan transparansi pasar. Jumlah CFA dewasa ini sama sekali tidak memadai.

Ada hubungan yang erat antara basis keterampilan, pertumbuhan intermediasi keuangan non-bank dan stabilitas sistem keuangan. Wajar jika disimpulkan bahwa praktik dan kinerja LKNB yang buruk terkait dengan keterbatasan keterampilan dan modal manusia dalam sektor jasa keuangan. Meski diperlukan upaya untuk memperkuat kerangka peraturan dan kapasitas penegakan di sektor LKNB, ada kebutuhan yang sama besar pula untuk memperkuat kapasitas sektor keuangan swasta. Apakah yang dapat dilakukan? Diperlukan upaya dalam tiga dimensi: Pertama, diperlukan peraturan untuk memfasilitasi pertumbuhan profesi jasa-jasa keuangan. Adalah penting menetapkan dan mempromosikan standar pendidikan seragam dan kualifikasi minimum. Program pelatihan dan sertifikasi yang diakui dalam profesi perlu diharuskan pula untuk memastikan keahlian profesional, integritas dan tanggung jawab berbagai profesi tersebut. Kedua, karena pengembangan keterampilan dalam negeri adalah proses yang memakan waktu, hendaknya dipertimbangkan untuk membuka profesi bagi pesaing dari luar, paling tidak untuk sementara, selagi keterampilan dalam negeri dikembangkan. Ketiga, perlu diupayakan pendekatan-pendekatan yang inovatif untuk memperbaiki keterampilan dengan menggunakan prakarsa sektor swasta. Peluncuran Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen Risiko dan Asuransi

⁸ INSOL International adalah federasi tingkat dunia dari perhimpunan-perhimpunan nasional akuntan dan pengacara yang mengkhususkan diri pada *turnaround* dan kepailitan. Di seluruh dunia pada saat ini ada 35 perhimpunan anggota dengan lebih dari 7700 orang profesional yang menjadi anggota INSOL International. Silakan melihat <http://www.insol.org>.

⁹ CFA Institute, dahulu Association for Investment Management and Research (AIMR), menawarkan sebutan CFA dan keanggotaan di seluruh dunia.

(STIMRA) baru-baru ini yang menyediakan pendidikan dan pelatihan yang berfokus pada asuransi merupakan salah satu contoh langkah yang ke arah yang benar.

PERMASALAHAN SEKTOR-SEKTOR KUNCI DAN REKOMENDASI

Pasar Modal

Pertumbuhan ekonomi yang dipimpin oleh sektor swasta membutuhkan pasar modal dan obligasi korporasi yang berfungsi dengan baik sebagai sumber modal risiko untuk mendorong kewiraswastaan serta menyediakan alternatif pendanaan bank bagi sektor korporasi. Pasar modal yang sehat juga mengurangi kerentanan perekonomian terhadap tekanan di sektor perbankan. Saat ini, pasar modal Indonesia bukanlah sumber modal berisiko besar.

Pasar modal Indonesia telah meningkat secara stabil sejak tahun 2002, dan Indeks Harga Saham Gabungan Jakarta termasuk yang berkinerja terbaik di kawasan ini sepanjang tahun 2004 dan 2005. Sampai bulan Desember 2004 dan 2005, total kapitalisasi pasar sudah mencapai masing-masing 680 juta rupiah (30% PDB) dan 801 trilyun rupiah (29,4% PDB) (kurang lebih sama dengan satu perusahaan skala sedang di pasar modal AS). Ada sekitar 336 perusahaan yang terdaftar di bursa efek. Pasar ini secara umum merupakan pasar lembaga di mana hanya sedikit investor perorangan yang bermain secara langsung.

Bursa saham memiliki tiga peran, yaitu pertama sebagai sumber modal berisiko, yang memungkinkan perusahaan mengerahkan modal; yang kedua, sebagai sumber aset yang berharga, dan yang ketiga, sebagai cara menentukan harga modal berisiko dengan memadai. Bursa saham Indonesia tergolong kecil, sangat terkonsentrasi, dan relatif tidak likuid dan masih belum menjalankan fungsi-fungsi ini dengan efisien. Karena penawaran perdana bukanlah sumber pendanaan korporasi yang signifikan, pasar modal bukan pula merupakan sumber modal risiko yang besar. Kecuali pada tahun 2004, ketika terhimpun dana sebanyak 1,1 milyar dolar AS, sebagian besar melalui privatisasi bank-bank umum, hanya sedikit ekuitas baru yang telah terkumpul sejak adanya krisis.

Di Indonesia diperkirakan terdapat sekitar 100.000 rekening ritel, dari negara berpenduduk 220 juta orang. Mereka memegang tidak sampai 5 persen ekuitas dalam rekening mereka. Meski sebetulnya masih lebih banyak lagi yang dapat ambil bagian melalui rekening gabungan (*omnibus*) dengan pialang sekuritas, pandangan umumnya adalah bahwa pasar modal bukan pasar ritel, dan tidak dipandang sebagai sumber aset yang berharga.

Terakhir, agar dapat menentukan harga risiko dengan sesuai, yang menjadi persyaratan utama adalah likuiditas. Pasar Indonesia didominasi oleh segelintir perusahaan – 10 dari 336 perusahaan yang terdaftar menguasai lebih dari setengah kapitalisasi pasar dan hampir 55 persen volume perdagangan. Bursa efek memiliki ciri yaitu sangat kurangnya likuiditas dan rendahnya omset di mana ada segelintir perusahaan yang menghasilkan persentase perdagangan total yang besar. Banyak saham yang tidur; dari 336 saham, hanya sekitar 30, yang umumnya *blue chip*, diperdagangkan secara aktif. Salah satu alasan mengapa likuiditas begitu terbatas di banyak pasar yang baru berkembang adalah rendahnya tingkat *free float* (persentase saham yang tersedia untuk dijual kepada masyarakat). Perusahaan-perusahaan yang memutuskan untuk go public sekalipun tidak menjual sahamnya kepada masyarakat dalam porsi yang signifikan. Saat ini *free float* di pasar modal Indonesia untuk kapitalisasi pasar adalah sekitar 39,4 persen.

Berdasarkan penilaian independen (Report on the Observance of Standards and Codes), penegakan transparansi, keterbukaan informasi, dan tata kelola perusahaan masih lemah di

pasar modal Indonesia, sanksi administratif untuk pelanggaran sangat tidak memadai, meskipun sudah ada upaya perbaikan mutu dan kesegeraan informasi serta meningkatkan likuiditas di pasar sekuritas. Keterbukaan yang sehat (aturan keterbukaan, pemantauan dan penegakan, dan penyebaran informasi) dikaitkan secara positif dengan likuiditas pasar. Meskipun demikian, dalam upaya menerapkan disiplin seperti ini, pihak pembuat peraturan sekuritas Indonesia menghadapi hambatan-hambatan penting yaitu sumber daya dan staf. Kekuasaan pembuat peraturan sekuritas yang terbatas dan tidak jelas juga menyebabkan kekurangan yang berarti dalam hal kemampuannya memantau pasar, mengawasi pelaku pasar, dan memaksakan ketaatan emiten.

Di negara sebesar Indonesia, dan yang memiliki angka pertumbuhan ekonomi dalam kisaran di atas 5% yang sudah berhasil dipertahankan selama beberapa tahun dan mungkin akan membangun momentum yang lebih besar di masa mendatang, jelas ada potensi pasar modal yang kuat untuk menunjang pertumbuhan korporasi. Meskipun demikian, diperlukan kebijakan yang tegas, baik oleh pemerintah maupun oleh bursa saham, agar pasar dapat mewujudkan seluruh potensinya. Rekomendasi-rekomendasi berikut ini patut mendapat prioritas utama:

Bab 2 menyajikan pembahasan permasalahan dengan lebih lengkap sekaligus menguraikan konteks dan dasar pemikiran reformasi. Masalah-masalah kunci dan rekomendasi yang patut mendapat prioritas utama antara lain:

- **Memperbaiki tata kelola perusahaan.** Pada akhirnya, investor berinvestasi di perusahaan yang baik dan memperoleh kepercayaan mereka. Tata kelola yang baik berjalan seiring dengan keuangan yang baik untuk menarik investor. Untuk merangsang tata kelola perusahaan yang baik, Bursa Efek Jakarta dan Bapepam & LK mungkin sebaiknya membentuk dewan tersendiri atau mengadakan "sertifikat mutu" dengan persyaratan masuk bursa yang lebih ketat untuk badan-badan yang telah melaksanakan praktik tata kelola yang patut diteladani.¹⁰ Sekuritas perusahaan yang tercantum di papan seperti ini dapat dibeli oleh reksadana dan dana pensiun atau bank atau dapat dibeli dengan marjin. Langkah-langkah berikut ini dianjurkan guna memperbaiki tata kelola perusahaan: (a) menetapkan panitia pencalonan untuk memperkuat proses pencalonan dan pemilihan komisaris independen, (b) mengadakan pelatihan dan mempromosikan kesadaran melalui para pemangku kepentingan sebagai bagian dari upaya merubah budaya berbisnis, (c) meningkatkan peran, tanggung jawab dan keterampilan anggota-anggota dewan serta panitia audit, (d) mendorong pemisahan pimpinan dari pemilik serta menunjuk manajer profesional, dan (e) dapat memberikan suara yang lebih banyak kepada para pemegang saham minoritas dalam pemilihan komisaris (yaitu melalui pemilihan suara kumulatif).
- **Memperbaiki dan memperluas peran Bapepam & LK dalam hal pengawasan.** Bapepam & LK mungkin sebaiknya mengambil alih pengawasan langsung pialang-penyalur. Saat ini pun Bapepam & LK sudah mengawasi semua pelaku pasar, bukan hanya pialang-penyalur. Seiring makin dewasa pasar, pialang-penyalur dapat masuk ke kegiatan-kegiatan lain di luar sekuritas dan perdagangan berjangka yang lebih cocok diawasi oleh Bapepam & LK. Meskipun demikian, metode pembiayaan Bapepam & LK yang ada sekarang, yaitu dari anggaran pemerintah, mungkin harus diubah. Di banyak negara, organisasinya yang setingkat dengan Bapepam & LK lebih banyak dibiayai oleh pungutan transaksi yang dikenakan oleh bursa. Cara ini akan memberikan kredibilitas yang lebih besar terhadap pandangan bahwa Bapepam & LK adalah organisasi yang independen.
- **Memperbaiki infrastruktur pasar.** Pasar dunia tengah bergerak menuju otomatisasi yang lebih besar dan penggunaan sistem teknologi yang lebih tinggi atau maju guna memperluas operasi dan kontrol pasar. Bursa-bursa juga melebur di seluruh dunia untuk memanfaatkan

¹⁰ Di Bursa Baru Bovespa di Brazil terdaftar perusahaan-perusahaan yang secara sukarela mengadopsi standar tata kelola korporasi yang lebih tinggi dari yang dipersyaratkan oleh peraturan perundang-undangan.

ekonomi skala dan lebih memanfaatkan sumber daya. Operasional pasar yang lebih efisien juga mengurangi biaya operasi, memperbaiki peraturan, dan memperbaiki likuiditas di pasar. Untuk mencapai hal ini, disarankan agar Indonesia (a) melakukan demutualisasi dan penggabungan antara bursa saham Surabaya dan Jakarta (b) menyelesaikan perpindahan ke perdagangan jarak jauh (*remote trading*) lebih awal dan (c) memperbaiki sistem perdagangan dan melaksanakan perbaikan "*straight-through-processing*" antara pelaku pasar dan organisasi infrastruktur. Meskipun demikian, setelah penggabungan nanti ada baiknya menelusuri kemungkinan sistem perdagangan alternatif atau Jaringan Komunikasi Elektronik (JKE) untuk berfungsi agar ikut menjaga persaingan pasar.

- **Memperbaiki kesehatan korporasi.** Investor melakukan *benchmarking* perusahaan secara global dan berinvestasi di perusahaan-perusahaan terbaik di industrinya masing-masing. Pada akhirnya, mutu suatu pasar hanyalah sebaik perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar itu. Perbandingan di seluruh kawasan secara konsisten menunjukkan bahwa tingkat hutang (*leverage*) dan profitabilitas korporasi telah membaik di Indonesia sejak krisis, tetapi masih belum cukup untuk dapat bersaing di tingkat dunia. Oleh karena itu, Indonesia sebaiknya memberlakukan restrukturisasi korporasi sebagai proses yang terus berjalan. Penegakan undang-undang sekuritas yang ada serta program pemantauan keuangan korporasi secara konsisten dapat membantu perusahaan-perusahaan mencapai standar yang sesuai norma internasional. Meskipun pengelolaan makroekonomi yang baik serta perbaikan iklim investasi secara keseluruhan sangat penting untuk mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan, itu mungkin belum cukup. Peningkatan produktivitas di tingkat korporasi juga diperlukan. Pekerjaan tingkat sektor dan industri yang terinci untuk menentukan hambatan-hambatan khusus dan perbaikan lebih jauh dalam hal kerangka persaingan, praktik usaha, produktivitas tenaga kerja dan rezim perdagangan yang mungkin menghambat produktivitas perlu dijalankan dan rekomendasinya dilaksanakan.

Pasar Obligasi

Sebagian besar pendanaan jangka panjang untuk obligasi pemerintah, proyek infrastruktur, dan investasi pertumbuhan korporasi harus berasal dari pembiayaan kredit. Bank merupakan sumber pokok pembiayaan kredit, tetapi mengingat struktur kewajibannya – di mana 90% simpanan bank jatuh tempo dalam kurang dari 1 bulan – bank lebih banyak menyediakan pembiayaan jangka pendek. Maka pinjaman bank saja tidaklah cukup dan tidak cocok untuk memenuhi kebutuhan pendanaan perekonomian Indonesia. Diperlukan sumber-sumber pendanaan yang lebih terdiversifikasi. Pasar hutang Indonesia saat ini terdiri dari hutang pemerintah, hutang korporasi, dan debentura bank. Investor lembaga seperti reksadana, dana pensiun dan perusahaan asuransi adalah sumber penting permintaan akan obligasi.

Dari segi penawaran instrumen, Indonesia telah mencatat kemajuan yang berarti dalam membangun pasar obligasi pemerintah inti. Meski pasar untuk obligasi pemerintah telah tumbuh dengan pesat, pasar yang selebihnya masih belum berkembang. Pada akhir tahun 2005, obligasi pemerintah yang dapat diperdagangkan dan belum cair mencapai jumlah 389 triliun rupiah (14% PDB).¹¹ Obligasi korporasi yang belum cair hanya berjumlah 63 triliun rupiah, mewakili 2% PDB. Hutang konsumen telah tumbuh pesat, tetapi hutang korporasi relatif lambat, terutama akibat keengganan bank-bank membiayai korporasi mengingat risiko kreditnya, lemahnya kerangka hukum dan peradilan untuk memberlakukan agunan dan mandeknya permintaan dari korporasi itu sendiri. Meskipun demikian, pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan mempercepat permintaan perusahaan akan pendanaan jangka panjang, dan tren ini kemungkinan akan berlanjut. Hasilnya, volume obligasi korporasi yang belum cair telah naik tiga kali lipat dalam beberapa tahun terakhir, meskipun dari basis yang kecil. Meskipun potensi sekuritas yang

¹¹ Termasuk obligasi yang tidak dapat diperdagangkan di bank sentral, hutang pemerintah berjumlah 648 triliun rupiah atau 24% PDB.

didukung oleh hipotik maupun aset-aset lainnya cukup signifikan, pasar domestik untuk instrumen ini untuk saat ini hampir tidak ada. Agenda desentralisasi baru-baru ini telah mengembalikan keputusan investasi yang signifikan kepada pemerintah-pemerintah daerah. Meskipun banyak pemerintah daerah masih menyerap pendanaan dan tanggung jawab yang meningkat dan belum mulai memfokuskan pada investasi dan pendanaan jangka panjang, keuangan pemerintah daerah serta pendanaan infrastruktur kemungkinan akan menjadi semakin penting di masa depan.

Di sisi permintaan, bank adalah investor terbesar untuk obligasi pemerintah, dengan memegang 71% dari semua obligasi pemerintah, termasuk obligasi rekapitalisasi. Dengan ambrohnya industri reksadana pada tahun 2005 (lihat di bawah), investor luar negeri telah masuk untuk mengambil posisi yang signifikan di pasar – dan memegang sekitar 12% dari seluruh obligasi pemerintah yang belum cair per April 2006. Dari segi obligasi korporasi, reksadana adalah pemegang terbesar dengan 49% pada akhir tahun 2004. Meskipun demikian, pada tahun 2005 penguasaan obligasi korporasi oleh reksadana turun dengan signifikan karena penarikan dana besar-besaran.

Bab 3 memberikan pembahasan yang lebih lengkap mengenai masalah-masalah tersebut di samping menguraikan konteks dan dasar pemikiran reformasi. Permasalahan utama dan rekomendasi yang perlu mendapat prioritas utama adalah:

- **Memperbaiki koordinasi antara Bank Indonesia, Bapepam & LK, dan Departemen Keuangan.** Masalah kebijakan yang termasuk dalam pengembangan pasar hutang bersifat lintas sektoral antar kewenangan Departemen Keuangan, Bank Indonesia, dan Bapepam & LK, sehingga perbaikan koordinasi sangatlah penting. Pengembangan pasar juga memerlukan pelaksanaan tugas-tugas yang saling tergantung, yang memerlukan penentuan prioritas dan urutan yang sesuai. Tetapi koordinasi yang efektif seringkali tidak muncul dengan sendirinya – di kalangan pembuat peraturan sekalipun – dan karenanya diperlukan kepemimpinan yang kuat untuk memimpin dan mengkoordinir upaya yang relevan secara efektif. Pada tingkat pimpinan, para pejabat mengindikasikan bahwa selama ini sudah ada perbaikan, tetapi pada tingkat operasional masih ada kesenjangan yang serius. Perbedaan persepsi mengenai OJK serta perbedaan keterampilan antar lembaga membuat koordinasi yang substantif menjadi sulit. Perlu dibentuk suatu komite antarlembaga tingkat tinggi yang akan diberi kekuasaan membahas dan menyelesaikan permasalahan lintas yurisdiksi dalam pengembangan pasar obligasi. Pertemuan tripartit antara Departemen Keuangan, Bank Indonesia dan Bapepam & LK hendaknya dilanjutkan.
- **Meningkatkan kepastian emisi.** Pemerintah sudah memiliki kebijakan untuk mengumumkan kalender emisi jauh di muka. Langkah berikutnya yang penting adalah menjadi pengambil harga dalam lelang, jadi lelang tidak boleh dibatalkan ex post (setelah menerima perkiraan harga) berdasarkan pandangan politik mengenai harga. Mengembangkan kredibilitas dan prediktabilitas jangka panjang di bidang ini merupakan hal yang penting dari pengembangan pasar hutang.
- **Memperbaiki infrastruktur pasar untuk obligasi pemerintah.** Emisi primer yang dilangsungkan melalui sistem BI-SSSS (sistem pembayaran bruto real time Bank Indonesia) sebaiknya digunakan juga untuk pembelian kembali obligasi dan dibuat lebih inklusif agar menarik basis investor yang lebih luas. Likuiditas pasar uang hendaknya didorong melalui transaksi repo. Keputusan agar KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia) ikut ambil bagian dalam BI-SSSS sebagai tempat pendaftaran tambahan hendaknya dilaksanakan.
- **Memperjelas persyaratan peraturan untuk lembaga pemeringkat efek.** Dasar pemberian wewenang kepada lembaga pemeringkat efek masih belum jelas, karena aturan di Bapepam & LK tidak menetapkan persyaratan tertentu untuk pembentukan dan pengoperasian suatu lembaga pemeringkat. Aturan Bapepam & LK hendaknya memberikan prosedur pemeringkatan yang jelas dan memerlukan kualifikasi dari analis kredit dan struktur

kepemilikan yang sehat yang tidak mengorbankan independensinya (misalnya dengan kepemilikan kolektif yang terdiversifikasi oleh sekelompok bank atau pialang, perorangan yang tidak memiliki kepentingan terhadap emiten-emiten besar, lembaga pemeringkat asing yang sudah mapan, dan mungkin investor dan mitra internasional). Lembaga tersebut hendaknya juga memiliki sumber pendapatan yang terdiversifikasi di luar peringkat efek obligasi agar tidak tergoda untuk mengeluarkan peringkat yang memuaskan para emiten yang membayar biaya mereka. Bapepam & LK saat ini tengah menyusun rancangan peraturan yang baru.

- **Memperbaiki pengumpulan informasi penentuan harga pasar sekunder.** Bursa Efek Surabaya saat ini memungut biaya dari penyedia informasi seperti ini, yang menghilangkan insentif untuk melaporkan harga. Sebaliknya, bursa sebaiknya memungut biaya dari pengguna untuk informasi itu. Selanjutnya, Bapepam & LK perlu mengharuskan pelaporan transaksi di luar bursa untuk meningkatkan transparansi harga pasca perdagangan.

Reksadana

Sampai awal tahun 2005, industri reksadana Indonesia tumbuh dengan pesat, dari aset kelolaan (AK) sejumlah 8 trilyun rupiah pada tahun 2001 tumbuh menjadi hampir 104 trilyun rupiah di bulan Desember 2004. Pertumbuhan industri ini didorong oleh beralihnya investor perorangan dari deposito rupiah di bank umum ke reksadana yang lebih banyak berinvestasi dalam obligasi pemerintah bermata uang rupiah, umumnya obligasi rekapitalisasi. Sebagian besar investor adalah perorangan, dengan investor lembaga memegang kurang dari seperempat AK.

Meskipun demikian, penarikan dana besar-besaran kemudian menggoyahkan industri ini, dan jumlah aset kelolaan turun menjadi 29,4 trilyun rupiah (3 milyar dolar AS, 1,1% PDB) pada bulan Desember 2005. Penyebab utama peristiwa ini adalah kenaikan suku bunga yang tiba-tiba, yang menyebabkan jatuhnya nilai reksadana pendapatan tetap – yang merupakan mayoritas besar dana – hingga investor pun menjadi panik. Produk ini telah dijual secara keliru kepada investor sebagai pengganti deposito – dengan pengembalian lebih tinggi – dan investor kurang diberi tahu mengenai risiko investasi seperti ini. Selain itu, penegakan peraturan market-to-market oleh Bapepam & LK masih lemah. Secara keseluruhan, peran dan arti penting industri reksadana di Indonesia telah menurun dramatis belakangan ini.

Namun demikian, industri reksadana tetap menjadi unsur penting dari sektor keuangan Indonesia, yang menyediakan wadah bagi perorangan maupun badan untuk mengelola risiko dan simpanan. Reksadana juga dapat menjadi investor yang signifikan untuk obligasi pemerintah dan korporasi. Maka sangatlah penting memahami penyebab kekacauan tersebut, serta melaksanakan reformasi yang sesuai agar peristiwa tersebut tidak terulang lagi. Dengan kerangka peraturan yang sehat dan diberlakukan dengan baik, potensi pertumbuhannya besar. Pada puncaknya sekalipun, penetrasi industri reksadana di Indonesia masih rendah, yaitu hanya 0,14% dari total penduduk Indonesia memiliki reksadana dibandingkan dengan 48% di Amerika Serikat.

Saat ini, industri reksadana Indonesia tergolong kecil bila dibandingkan dengan pasar regional dan dunia, dan fundamentalnya lemah. Struktur industri saat ini cenderung mengutamakan reksadana pendapatan tetap, dan kisaran produk yang tersedia terbatas. Hal ini antara lain karena terbatasnya aset investasi yang tersedia di Indonesia. Mungkin juga disebabkan oleh tata kelola yang buruk pada beberapa reksadana, yang menyebabkan kekacauan tahun 2005. Diciptakannya lingkungan yang akan mendorong reksadana untuk berinvestasi di jenis-jenis produk lainnya akan membantu diversifikasi risiko dan menarik basis investor yang lebih luas. Pemerintah telah menetapkan struktur peraturan yang luas untuk bank kustodian dan menguraikan tanggung jawabnya, tetapi tidak adanya kewajiban fidusia yang tegas untuk melindungi investor menjadi sumber keprihatinan. Meskipun ada peraturan yang luas,

keterbukaan tidak memadai dalam bidang kebijakan investasi dan penghitungan nilai aktiva bersih serta prosedurnya buruk. Banyak reksadana terbesar tidak mengikuti norma-norma penilaian yang ditetapkan oleh Bapepam & LK dan penegakannya pun lemah.

Di masa mendatang, peraturan dan pengawasan industri perlu diperketat dan disamakan dengan praktik internasional. Koordinasi antara produk reksadana dan produk asuransi yang terkait dibutuhkan, dan kekurangan dalam hal keterbukaan dan penilaian perlu ditanggapi.

Salah satu agenda penting untuk jangka pendek adalah kampanye pendidikan untuk mengembangkan basis investor perorangan.

Bab 4 menyampaikan pembahasan yang lebih lengkap mengenai permasalahan ini di samping menguraikan konteks dan dasar pemikiran reformasi. Permasalahan utama dan rekomendasi yang perlu mendapat prioritas utama adalah:

- **Merestrukturisasi industri reksadana.** Ini merupakan prioritas utama Bapepam & LK. Kepercayaan investor merupakan unsur terpenting yang mendasari industri reksadana yang sehat terdiri atas perusahaan-perusahaan keluarga dana yang kredibel. Bila industri ini dijalankan oleh pelaku yang kredibel, maka barulah industri ini memperoleh manfaat dari pertumbuhan yang cepat dan berkelanjutan. Peran pembuat peraturan adalah menyediakan iklim yang mendorong pelaku yang sehat untuk ambil bagian dalam industri ini. Dalam konteks ini, diperlukan suatu proses pemberian ijin kembali termasuk peninjauan kualifikasi kelayakan dan kesesuaian (*fit and proper*) serta kesehatan keuangan untuk meningkatkan pengembangan reksadana. Proses pemberian ijin kembali diperlukan untuk semua dana tanpa kecuali.
- **Memperkuat penegakan dan disiplin pasar.** Krisis industri reksadana tahun 2005 adalah karena penjualan yang buruk, penegakan yang buruk, dan pedoman penilaian yang lemah. Oleh karena itu, penegakan yang lebih kuat menjadi prioritas utama. Dalam hal ini, otoritas harus tegas dalam memberlakukan peraturan dan mengenakan sanksi guna menegakkan disiplin pasar dan membangun kepercayaan investor. Bukti anekdot baru-baru ini mengisyaratkan bahwa ketaatan di kalangan manajer investasi tergolong rendah, suatu indikasi bahwa Bapepam & LK harus lebih berani dalam menggunakan kekuasaan penegakannya.
- **Menyikapi tantangan penilaian aktiva bersih.** Penarikan dana besar-besaran tahun 2005 memberikan isyarat yang kuat bahwa industri reksadana menghadapi masalah yang bersifat fundamental dalam hal penilaian aktiva *mark-to-market*. Dalam sistem yang ada sekarang, manajer dana melaporkan harga obligasi kepada kustodian dan seringkali melebihi harga obligasi agar memperoleh nilai aktiva bersih yang lebih tinggi. Pelaporan harga obligasi harus mencantumkan penyalur obligasi dan bank yang aktif bermain di pasar agar dapat lebih tepat mewakili harga pasar yang sebenarnya. Selain itu, diperlukan suatu kerangka untuk menentukan sekuritas di mana ada "perkiraan harga pasar yang banyak tersedia"; untuk yang tidak ada, perlu ditetapkan suatu dasar untuk menentukan harga yang wajar. Ada beberapa metode yang dapat diterima untuk menentukan nilai wajar sekuritas yang tidak likuid, dan beberapa metode yang mungkin akan sesuai selama diberlakukan dengan konsisten dan seragam.

Dana Pensiun

Industri pensiun merupakan bagian dari strategi nasional untuk menyediakan kepastian keuangan di masa pensiun bagi rakyat secara keseluruhan. Suatu kerangka yang lazim dijumpai untuk strategi seperti ini terdiri atas tiga pilar utama, yaitu: (1) sistem "membayar sesuai keperluan" yang didanai dan dikelola oleh masyarakat untuk menyediakan perlindungan pendapatan dasar,

(2) sistem rekening perorangan berdana wajib yang menghubungkan kontribusi dengan manfaat, dan (3) tabungan pensiun perorangan secara sukarela atau tempat kerja. Selain itu, di banyak sistem umumnya tercakup juga bantuan sosial tanpa-kontribusi untuk golongan kurang mampu, dan dukungan keluarga dan antar generasi untuk kaum lanjut usia. Dalam konteks kerangka ini, Indonesia tidak memiliki pilar pertama, kecuali sampai batas di mana program pengentasan kemiskinan termasuk dalam sistem seperti itu. Jamsostek, suatu program kontribusi tetap wajib untuk karyawan swasta dan BUMN, dapat dianggap sebagai pilar kedua, hanya saja Jamsostek memberikan pembayaran secara *lump sum* pada saat memasuki pensiun, bukan pengganti penghasilan, dan merupakan badan usaha milik negara. Meski karyawan wajib ikut dalam program ini, cakupannya buruk: angkatan kerja sektor swasta formal yang mengikutinya hanya kurang dari seperempat. Meskipun demikian, aset-asetnya diinvestasikan dengan cara yang mirip dengan dana kelolaan swasta. Program-program yang disponsori pemilik usaha di Indonesia serta pengaturan perorangan jelas termasuk dalam pilar ketiga.

Pengawasan atas industri dana pensiun – dan karenanya tanggung jawab atas reformasinya – tercerai-berai. Departemen Keuangan bertanggung jawab langsung atas TASPEN, yaitu tabungan pensiun pegawai negeri sipil dan program pensiun swasta (dana pensiun lembaga keuangan dan dana pensiun yang disponsori pemilik usaha). Jamsostek secara umum berada di bawah Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi, meskipun Departemen Keuangan memegang peranan dalam pengawasannya. ASABRI dana pensiun angkatan bersenjata, berada di bawah Departemen Pertahanan. Masing-masing program ini diatur oleh undang-undang yang berbeda-beda. Oleh karena itu, meskipun bagian ini – dan Bab 5 – membahas permasalahan yang terkait dengan semua program pensiun, pihak yang menjadi sasaran pesan ini berbeda-beda pula, dan menjangkau sampai ke luar Departemen Keuangan. Meskipun demikian, sampai batas di mana Departemen Keuangan pada akhirnya bertanggung jawab menutupi kekurangan biaya dana pensiun, termasuk dana pensiun yang tidak dibawahinya secara langsung, pesan utamanya jelas relevan pula bagi Departemen Keuangan.

Di Indonesia, sektor pensiun masih terhitung kecil, secara keseluruhan menguasai aset senilai kurang dari 4,7% PDB, bila dibandingkan dengan Thailand (8,4%), Malaysia (57%) dan Australia (75%). Ada potensi yang besar untuk mengerahkan sumber daya dalam negeri, terutama jika industri mau mengadakan reformasi dan pemerintah dan industri itu sendiri mau mempromosikan dana pensiun.

Kedua program manfaat pasti yang ada – TASPEN (untuk pegawai negeri sipil) dan ASABRI (untuk angkatan bersenjata) – tidak didanai dengan baik jika dibandingkan dengan manfaat yang dijanjikan, dan sudah memerlukan dukungan anggaran.¹² Sebagian besar (masing-masing 22 dan 43%) asetnya diinvestasikan dalam bentuk deposito. Baik dana-dana pensiun ini maupun Jamsostek menghadapi transparansi dan keterbukaan yang buruk, sistem informasi manajemen yang lemah, rasio pengeluaran yang tinggi, dan tata kelola internal yang buruk. Gambaran yang akurat dari kondisi keuangan dana-dana ini tidak tersedia. Segmen industri dana pensiun yang tumbuh paling pesat adalah dana pensiun lembaga keuangan (DPLK): jumlah pemilik usaha yang menggunakan dana seperti ini naik tiga kali lipat lebih selama 5 tahun terakhir menjadi hampir 2417, yang menanggung hampir 800.000 orang karyawan dengan aset 3,9 trilyun rupiah. 1758 dana pensiun pemilik usaha – yang menanggung 1,8 juta karyawan – merupakan segmen terakhir industri pensiun dengan aset 53,4 trilyun rupiah.

Ketidakpastian utama sistem pensiun di Indonesia adalah undang-undang tentang jaminan sosial yang baru (UU No. 40/2004). Undang-undang ini mengharuskan adanya sistem jaminan sosial

¹² Taspen mengalami defisit arus kas (pembayaran melebihi kontribusi) sebesar 1,1 trilyun rupiah pada tahun 2002, sementara Asabri mengalami defisit arus kas sebesar 200 milyar rupiah pada tahun yang sama. Defisit ini didanai oleh sumber daya anggaran umum pemerintah dan diperkirakan akan membengkak pada tahun-tahun mendatang.

manfaat pasti tingkat nasional, dengan pengelolaan aset yang tampaknya dibatasi pada penyedia sektor swasta yang sudah ada. Bagi pekerja sektor formal, UU No. 40/2004 mewajibkan keikutsertaan mereka dan mewajibkan pemilik usaha maupun peserta untuk memberikan kontribusi sejumlah persentase tertentu dari upah yang diberikan. Untuk pekerja non-upah ditetapkan jumlah nominal. Tidak ada ketetapan mengenai jumlah minimum atau pun maksimum manfaat atau kontribusi atau parameter lainnya, karena detil-detil seperti ini seharusnya ditetapkan oleh peraturan – yang masih belum dikeluarkan. Situasi yang diciptakan oleh UU No. 40 dan pengaturan waktu pelaksanaannya masih sangat tidak pasti, sehingga dampaknya terhadap industri pensiun sulit dinilai. Undang-undang baru ini memberikan dua kemungkinan. Jika dilaksanakan dengan baik dengan tujuan menyediakan perlindungan pemasukan dasar bagi seluruh rakyat Indonesia, maka ini dapat menjadi hal yang secara keseluruhan positif dan menyediakan jaminan sosial yang sebenarnya. Namun jika dilaksanakan dengan manfaat yang jauh lebih besar, undang-undang ini berpotensi menimbulkan dampak negatif yang serius terhadap keuangan pemerintah. Peran sektor publik dan swasta juga perlu didefinisikan dengan jelas. Jika Sistem Jaminan Sosial Nasional ditujukan untuk mencapai rasio pengganti pemasukan yang tinggi, maka sektor swasta akan kalah dan simpanan yang ada akan terkuras. Jika pertanggungjawabannya bersifat lebih dasar, sektor swasta dapat memainkan peran sebagai pelengkap, terutama untuk bagian lapangan kerja yang berpenghasilan lebih tinggi.

Beberapa langkah untuk memperbaiki industri pensiun swasta sudah mulai dijalankan. Pergeseran ke arah pengawasan berbasis risiko mulai berjalan, yang pada akhirnya akan menghilangkan beban yang tidak perlu dan memberikan imbalan bagi tata kelola yang baik. Pembentukan OJK, suatu otorita pengawasan terpadu untuk sektor keuangan, diharapkan akan memperbaiki efisiensi dan kapasitas pengawasan. Di samping melaksanakan perubahan-perubahan ini sesegera mungkin, penilaian kritis dan klarifikasi peraturan perundang-undangan juga disarankan, dan mekanisme yang memadai untuk pertukaran informasi diperlukan. Yang menjadi tantangan besar nanti adalah memutuskan bagaimana memperlakukan sektor informal yang besar itu.

Pendekatan yang komprehensif bagi reformasi dan penguatan semua jenis dana pensiun menjadi prioritas. Strategi – atau arsitektur – yang koheren tentang jenis sistem jaminan sosial yang mana (dan dalam konteks itu dana pensiun yang mana) yang ingin disediakan Indonesia untuk warga negaranya, konteks undang-undang jaminan sosial sangat diperlukan. Sebagaimana telah terbukti di beberapa negara Amerika Latin dan bagian-bagian dunia lain, hasil akhir dari sistem yang dikelola dan dirancang dengan buruk biasanya adalah penalganan oleh pemerintah, berikut ongkos fiskal yang menyertainya.

Bab 5 memberikan pembahasan yang lebih lengkap mengenai masalah-masalah tersebut di samping menguraikan konteks dan dasar pemikiran reformasi. Permasalahan utama dan rekomendasi yang perlu mendapat prioritas utama adalah:

- **Menyusun rencana induk yang koheren.** Rencana induk diperlukan untuk menyediakan kerangka penyediaan pendapatan pensiun yang berkelanjutan dari segi fiskal, mendefinisikan peran sektor publik dan swasta, menekan biaya fiskal, membatasi perolehan dana karena alasan politik, dan mencapai akumulasi aset jangka panjang dan kebijakan investasi yang sehat.
- **Mengadakan audit dan reformasi Taspen sebelum membahas masalah pendanaan.** Dalam situasi dan kondisi tata kelola Taspen yang sedang lemah itu, pemerintah tidak dianjurkan untuk memikirkan fokus pendanaan kewajiban pensiun pegawai negeri sipilnya, meskipun pendanaan program harus menjadi sasaran jangka panjang, sampai masalah kelembagaan sudah ditangani. Sebaliknya, Departemen Keuangan harus (a) mengadakan penilaian aktuarial kewajiban-kewajiban TASPEN (b) mengadopsi pelaporan dan akuntansi atas dasar pendanaan penuh (c) terus membiayai sesuai keperluan tetapi mengakui

kewajiban pensiun yang tidak terdani sebagai bagian dari hutan pemerintah dan (d) mengadakan restrukturisasi dan perampingan kelembagaan TASPEN secara menyeluruh.

- **Mendorong *outsourcing* kegiatan di Jamsostek dalam rangka meningkatkan efisiensi.** Kinerja dan tata kelola Jamsostek yang buruk berdampak buruk pada citra seluruh industri pensiun. Selama peserta menganggap kontribusi pensiunnya sebagai pajak – dan bukan investasi – maka industri pensiun akan sulit tumbuh. Salah satu cara memperbaiki kinerja Jamsostek adalah memasukkan unsur persaingan melalui *outsourcing* untuk memperbaiki efisiensinya dan menuntut akuntabilitasnya terhadap suatu tolok ukur yang sebanding. Sebagai langkah pertama, pengelolaan sebagian kecil aset Jamsostek – misalnya 5% - dapat diserahkan untuk *outsourcing* ke satu perusahaan swasta atau lebih atas dasar persaingan.
- **Memperbaiki alokasi aset dana pensiun swasta.** Dana pensiun swasta juga akan memperoleh manfaat dari alokasi aset serta kebijakan investasi yang lebih baik dan biaya yang lebih rendah. Selain itu, dana ini juga akan sangat diuntungkan oleh reformasi sistem pensiun publik, yang akan memperbaiki kredibilitas dan daya tarik seluruh sektor.

Asuransi

Studi ini lebih banyak difokuskan pada industri asuransi jiwa karena berpotensi menjadi sumber daya jangka panjang. Sektor asuransi non-jiwa tidak dibahas secara mendetil.

Industri asuransi Indonesia tergolong kecil dengan total aset sebesar 75 trilyun rupiah (7,7 milyar dolar AS) atau 2,8 persen dari PDB. Penetrasi asuransi di Indonesia – yaitu premi sebagai persen PDB – masih rendah, dengan nilai premi sama dengan 1,4 persen PDB (0,8 persen asuransi jiwa, 0,6 persen asuransi non-jiwa). Nilai kepadatan asuransi – yaitu premi per kapita – adalah 14,5 dolar AS per kapita (US\$6,4 per kapita untuk asuransi jiwa, US\$8,1 per kapita untuk asuransi non-jiwa). Industri ini sangat terpecah-pecah – dalam sektor asuransi jiwa maupun non-jiwa terdapat banyak pemain yang relatif kecil. Ada perusahaan-perusahaan asuransi besar dalam industri yang secara luas dianggap bangkrut dan memunculkan risiko potensial terhadap sistem.

Meskipun asuransi jiwa sejak dulu merupakan industri yang menghasilkan simpanan jangka panjang, di Indonesia potensi ini masih belum diwujudkan. Praktik penjualan yang buruk dan produk yang tidak sesuai menyebabkan tingginya *lapse rate*, yaitu banyak polis tidak diperpanjang. Lebih dari separuh penjualan baru sekedar menggantikan pengguna yang hilang sepanjang tahun itu, dan dari pengguna yang hilang, hampir 95% pemutusan kontrak disebabkan karena pengguna berhenti membayar dan menyerah. Konsumen Indonesia juga menunjukkan sikap kurang percaya pada komitmen jangka panjang seperti kontrak asuransi jiwa.

Banyak perusahaan asuransi kecil kekurangan modal dan tidak mungkin dapat bertahan terhadap persaingan pasar yang lebih ketat di masa mendatang. Selain itu, ada beberapa perusahaan yang ternyata tidak mampu memenuhi persyaratan modal yang lebih ketat yang telah diberlakukan secara berangsur-angsur sejak tahun 2000, dan ijin operasinya telah ditarik; meskipun demikian, perusahaan ini secara fisik masih belum tutup. Penyelesaian perusahaan yang bangkrut terkait dengan pengembangan kerangka perlindungan pemegang polis, dan ini masih belum dikembangkan. Analisis perusahaan asuransi yang bangkrut dan perancangan rencana tindakan atas dasar tersebut juga diperlukan. Pengalaman internasional secara konsisten menunjukkan bahwa semakin lama ditundanya suatu keputusan penyelesaian, makin besar biaya penyelesaiannya.

Rezim peraturan dan pengawasan serta kapasitas kelembagaan pembuat peraturan perlu dimodernisasi dan ditingkatkan. Diperlukan strategi yang koheren untuk memprioritaskan pengembangan kebijakan dan praktik-praktik peraturan dan pengawasan. Tugas yang termasuk dalam agenda adalah (a) mengembangkan pendekatan pengawasan yang fleksibel, yang

ditekankan pada pengelolaan risiko dan perlindungan konsumen serta upaya mencapai disiplin pasar yang lebih tinggi dalam rangka mencapai sasaran peraturan yang diinginkan; (b) mengembangkan pendekatan yang harmonis untuk pengelolaan modal berbasis risiko dan penerapan di seluruh industri yang diawasi secara prudensial, termasuk kerangka penilaian risiko yang berhubungan dengan pasar; dan (c) meninjau kembali pendekatan atas reasuransi. Saat ini, perusahaan reasuransi diperlakukan pada dasarnya sama dengan perusahaan asuransi properti dan kecelakaan, meskipun profil risikonya cukup berbeda. Hendaknya dipertimbangkan pula apakah pendekatan pengawasan bagi perusahaan asuransi jiwa dan properti dan kecelakaan perlu lebih dibedakan. Terutama, diperlukan suatu upaya yang terus-menerus untuk memperbaiki kualitas dan keandalan laporan aktuarial.

Rekomendasi yang patut mendapat prioritas utama adalah:

- **Merasionalisasi industri.** Beberapa perusahaan asuransi di Indonesia lemah, marjinal atau bangkrut. Perusahaan yang lemah menjadi beban bagi sistem ekonomi yang menghambat pembangunan melalui berbagai jalur. Perusahaan asuransi yang berkinerja buruk merupakan gejala sekaligus penyebab kelesuan ekonomi dan kegiatannya menyebabkan masalah struktural dalam perekonomian. Pertama, asuransi yang berkinerja buruk memiliki kemampuan pertanggungjawaban yang kurang dan mengambil investasi yang tidak produktif. Perusahaan yang berkinerja buruk menyebabkan distorsi persaingan dengan menciptakan medan yang tidak seimbang dan memberatkan perusahaan yang baik, yang akhirnya menyubsidi perusahaan yang lemah itu. Semakin lama dan semakin berlarut-larut masalahnya, semakin sulit pemerintah maupun industri mengambil keputusan yang berat untuk menutup perusahaan-perusahaan yang gagal itu. Perusahaan seperti ini sebaiknya tidak dilindungi dari disiplin pasar yang normal. Langkah pertama dalam rasionalisasi industri adalah membuang klausula modal pengecualian untuk perusahaan bangkrut yang ada dan menyusun penggabungan aktif atau strategi keluar untuknya. Selanjutnya diperlukan suatu alat penyelesaian kebangkrutan yang mampu untuk menyelesaikan perusahaan yang tidak memenuhi persyaratan modal berbasis risiko. Prioritas pertamanya adalah menilai sampai sejauh mana permasalahannya dan menyusun rencana tindakan karena perusahaan asuransi jiwa besar yang bangkrut – jika pandangan pasar dan opini pakar sudah terbukti – dapat menimbulkan risiko pada sistem.
- **Memperbaiki penegakan.** Penegakan rezim peraturan yang ada saat ini jelas kurang. Para pembuat peraturan sadar bahwa ada beberapa perusahaan yang bangkrut, dan adakalanya telah menarik ijinnya, tetapi perusahaan ini masih belum tutup. Pembuat peraturan perlu mengadopsi penegakan yang konsisten, sama rata dan transparan, termasuk memperluas pemeriksaan berbasis risiko dan **prosedur eskalasi cepat** yang lebih kuat dan lebih sederhana.
- **Mempromosikan industri.** Salah satu masalah utama generasi kedua adalah perkembangan industri ini. Biro Asuransi dan organisasi industri dan profesional, termasuk Ikatan Asuransi Jiwa Indonesia, dan Ikatan Perusahaan Asuransi Umum, serta Persatuan Aktuaris Indonesia, perlu meluncurkan kampanye edukasi yang berkelanjutan untuk mendidik dan mempromosikan manfaat industri asuransi dan produk-produknya.
- **Melibatkan pembuat peraturan Indonesia dalam IAIS.** IAIS mewakili pembuat peraturan dan pengawas asuransi dari sekitar 180 yurisdiksi di lebih dari 130 negara, yang memegang 97% dari premi asuransi dunia. Perusahaan-perusahaan asuransi terbesar di dunia menjadi pengamat. IAIS bertujuan untuk turut memperbaiki pengawasan industri asuransi pada tingkat domestik maupun internasional guna memelihara pasar asuransi yang efisien, adil, aman dan stabil demi keuntungan dan perlindungan pemegang polis. Keikutsertaan aktif Indonesia dalam pekerjaan IAIS akan menunjukkan ke seluruh dunia bahwa otorita Indonesia berkomitmen memperbaiki cara kerja industri asuransi di Indonesia.

LKNB lainnya: Perusahaan Sewa Guna Usaha dan Modal Usaha

Jasa sewa guna usaha dan anjak piutang dapat memainkan peran yang besar dalam menyediakan akses pembiayaan bagi usaha kecil dan menengah. Modal usaha adalah unsur penting untuk mendorong inovasi dan kewiraswastaan. Pengembangan lebih lanjut industri ini perlu untuk menunjang pertumbuhan Indonesia di masa mendatang.

Sektor LKNB Indonesia juga mencakup perusahaan pembiayaan (yang menyediakan jasa sewa guna usaha, anjak piutang, kredit konsumen dan kartu kredit) dan perusahaan modal usaha. Ini bukan lembaga penampung simpanan. Sewa guna usaha menawarkan sarana pembiayaan untuk perusahaan baru, kecil dan sedang yang tidak dapat memenuhi riwayat kredit dan persyaratan agunan untuk kredit bank tradisional. Sewa guna usaha memperluas persaingan bagi jasa keuangan dan memperkenalkan pengusaha dan pemberi pinjaman pada inovasi seperti analisis kredit berbasis arus kas. Perusahaan modal usaha juga mendukung UKM dan kewiraswastaan dengan pendanaan modal risiko.

Antara tahun 1988 sampai krisis moneter tahun 1997/8, industri ini tumbuh dengan kuat, dengan sebagian besar pembiayaan dalam bentuk sewa guna usaha dan anjak piutang. Kenaikan suku bunga yang drastis selama krisis merugikan pertumbuhan dan kinerja perusahaan pembiayaan. Meskipun demikian, sejak tahun 2001 industri ini telah pulih, dan kredit konsumen telah menjadi penggerak utama pertumbuhan. Per bulan September 2005, ada 237 perusahaan pembiayaan, yang telah memberikan pinjaman sejumlah 66,8 trilyun rupiah. Kredit konsumen mendominasi bisnis ini (66 persen), disusul sewa guna usaha (29%), kartu kredit (3%) dan anjak piutang (2%).

Perkembangan lebih lanjut industri ini di Indonesia bergantung pada beberapa faktor. Peraturan yang ada sekarang perlu ditinjau kembali dan diperbaharui. Perlu ada upaya untuk merangsang permintaan akan jasa ini, dan insentif untuk mengundang perusahaan pendanaan untuk mendukung usaha kecil dan menengah. Rekomendasi yang patut mendapat prioritas utama adalah:

- **Menempatkan peraturan dan pengawasan yang ringan.** Di sebagian besar negara maju, perusahaan sewa guna usaha tidak tunduk kepada peraturan prudensial. Sedikitnya peraturan ini mengandalkan argumen bahwa selama perusahaan sewa guna usaha tidak menampung simpanan, maka tidak ada peran bagi otorita pembuat peraturan publik. Meskipun demikian, ada argumen kuat yang mendukung peraturan ringan untuk memberikan sektor yang lebih kredibel, terutama selama tahap-tahap awal perkembangannya seperti di Indonesia. Pengalaman di negara-negara berkembang telah menunjukkan bahwa ada norma-norma prudensial tertentu yang lebih disukai untuk mencegah pengambilan risiko yang berlebihan, yang menghambat perkembangan industri ini. Sebagai contoh, pada saat krisis Asia Timur, berbagai perusahaan sewa guna usaha gagal karena masalah ketidaksesuaian mata uang dan jatuh tempo, sehingga membuat perkembangan industri ini mengalami kemunduran. Pemerintah sebaiknya mempertimbangkan peraturan dan pengawasan sektor sewa guna usaha dalam hal persyaratan masuk (pemberian ijin dan ijin ulang, persyaratan modal minimum), pembatasan neraca (rasio penumpu maksimum, kemungkinan kerugian untuk nasabah tunggal dan kelompok, pembatasan transaksi orang dalam, persyaratan pencadangan, kesesuaian aktiva-pasiva dari segi mata uang dan jatuh tempo), kerjasama antar lembaga, persyaratan likuiditas, persyaratan akuntabilitas, program asuransi dan pendukung, persyaratan modal minimum mutlak, rasio modal, batas pemberian pinjaman menurut undang-undang atas kemungkinan kerugian nasabah tunggal, ketidaksesuaian mata uang asing dan jatuh tempo, dan persyaratan pelaporan. Demikian pula, pengawasan hendaknya mengandalkan analisis keuangan di luar perusahaan, yang dilengkapi dengan pemeriksaan berkala berbasis risiko.

- **Memungkinkan penyusutan nilai aset yang disewakan.** Pihak otoritas sebaiknya mengizinkan pemberi sewa untuk menyusutkan nilai aset yang disewakan berdasarkan sewa keuangan dan memasukkan penyusutan itu dalam perhitungan pajak untuk transaksi sewa pembiayaan. Dengan demikian, maka biaya pemberian sewa guna usaha akan berkurang. Pemerintah telah mengumumkan dukungannya atas pembiayaan usaha kecil dan menengah, dan perubahan seperti ini akan konsisten dengan sasaran tersebut.
- **Memperluas basis pembiayaan.** Dalam situasi sekarang ini, pendanaan industri di masa depan banyak bergantung pada likuiditas di sektor perbankan. Oleh karena itu, dapat dipahami bahwa perusahaan pembiayaan mencari sumber-sumber pembiayaan alternatif. Dari sudut pandang otoritas, yang bertugas memelihara kestabilan sektor keuangan, memisahkan industri pembiayaan dari sektor perbankan mungkin lebih disukai dalam rangka menciptakan sektor keuangan yang lebih kompetitif dan terdiversifikasi. Perusahaan pembiayaan saat ini tidak memiliki akses kepada dana publik dalam bentuk simpanan, dan memang sudah seharusnya demikian. Ada baiknya mempertimbangkan alternatif lainnya, seperti mendorong partisipasi modal dasar asing dan pendanaan jangka panjang dari investor lembaga dalam negeri, seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi.
- **Mengembangkan sistem kredit informasi.** Pemerintah dan Bank Indonesia sangat dianjurkan untuk memungkinkan partisipasi sektor swasta dalam sistem informasi kredit konsumen. Biro kredit swasta dapat lebih pandai mengelola pengolahan profesional data perbankan dan informasi ritel dalam format yang memudahkan penggunaan penilaian risiko dan model penentuan harga standar oleh bank dan perusahaan pembiayaan. Hal ini pada gilirannya dapat membantu perorangan dan UKM membangun aset yang berharga – yaitu riwayat kredit mereka – yang kemudian dapat memperbaiki akses mereka terhadap pembiayaan.
- **Mendukung restrukturisasi korporasi melalui ekuitas swasta.** Proses restrukturisasi korporasi di Indonesia, meskipun sudah semakin maju, masih belum lengkap. Aspek-aspek positif sarana modal swasta – misalnya memulihkan perusahaan hingga memiliki nilai yang berkesinambungan dan bukan likuidasi, menyingkirkan beban keuangan dan pengelolaan dari sektor perbankan, mengalokasikan sumber daya dengan lebih efisien, memperbaiki prospek untuk mewujudkan nilai – mengisyaratkan bahwa modal swasta dapat memainkan peran yang berarti dalam proses restrukturisasi korporasi. Gagasan yang pada dasarnya baik ini dapat disempurnakan dan dilaksanakan di Indonesia. Indonesia tidak memiliki basis keahlian keuangan yang luas untuk melakukan restrukturisasi perusahaan menengah. Oleh karena itu, diperlukan banyak upaya untuk menarik keahlian dalam bidang rekayasa keuangan. Pemerintah Indonesia dihimbau untuk mendukung upaya restrukturisasi perusahaan permodalan swasta dengan tambahan modal, pembiayaan korporasi asing, dan keahlian modal usaha. Sebagai contoh, pemerintah Indonesia dapat menarik perusahaan asing dengan keahlian dalam bidang keuangan korporasi untuk mengelola portofolio perusahaan-perusahaan yang memerlukan restrukturisasi. Perusahaan tersebut dapat mengandalkan pendanaan dari lembaga keuangan Indonesia. Upaya ini dapat membuka jalan bagi industri restrukturisasi di Indonesia yang dapat memperbaiki kinerja sektor korporasi.
- **Memisahkan pengoperasian dan pengelolaan dana modal usaha.** Struktur *one-tier* pada kegiatan operasional modal usaha berlawanan dengan praktik-praktik terbaik, di mana kepemilikan dan pengelolaan modal dipisahkan. Hal ini menghambat kemampuan perusahaan modal usaha untuk menggalang dana dari investor. Memungkinkan perusahaan pengelola untuk memisahkan diri dari perusahaan modal usaha akan memudahkan penggunaan keahlian manajemen. Pemerintah harus cermat mengkaji implikasi perubahan seperti ini terhadap peraturan dan pengawasan. Salah satu alternatif yang mungkin adalah membentuk dana modal usaha dengan menggunakan kerangka hukum dan pajak badan pelaksana trust. Ini akan memberikan jalan masuk yang praktis bagi investor lembaga seperti perusahaan asuransi dan dana pensiun, serta perorangan yang mampu, untuk berinvestasi dalam modal dasar perusahaan swasta yang sedang tumbuh.

- **Mengembangkan sarana *trust*.** Di negara yang memiliki tradisi hukum kontinental seperti Indonesia, konsep *trust*, yang memisahkan pengelolaan dari kepemilikan yang memperoleh manfaat, tidak dikenal, dan peraturan perundang-undangan khusus harus disahkan terlebih dahulu. Pertama, *trust* perlu diakui sebagai sarana hukum. Kedua, undang-undang perpajakan perlu dibuat netral untuk *trust*, dan pajak penjualan, pengalihan, bea, atau pertambahan nilai sebaiknya ditiadakan.

REFERENSI

Bakker, Marie-Renee dan Gros, Alexandra, 2004. "Development of Non Bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries" Bank Dunia

Gosh, Swati, 2006. "East Asian Finance: The Road to Robust Market" conference Edition, Bank Dunia

Masyarakat Profesi Penilai Indonesia (MAPPI), www.mapi.or.id

Siregar, Reza Y. dan William E. James. 2004. "Designing an Integrated Financial Supervision Agency: Selected Lessons and Challenges for Indonesia," Universitas Adelaide, Fakultas Ekonomi, dan Nathan Associates, Oktober.

The Economist, 2006. "Financial Literacy, Caveat Investor, 12 January 2006 edition, The Economist

Bank Dunia, 2001. "Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World", Makalah Penelitian Kebijakan Bank Dunia. Bank Dunia

Bank Dunia, 2004. "Indonesia Averting an Infrastructure Crisis, the World Bank, Indonesia Policy Brief Paper, Bank Dunia.

www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/1999/199909272.htm

LAMPIRAN 1. TEMUAN-TEMUAN PENTING DALAM SEKTOR LKNB DI INDONESIA

Bidang	Pasar Modal & Pendapatan Tetap	Reksadana	Dana pensiun	Asuransi	Sewa guna usaha	Modal Ventura
Struktur	Pasar relatif kecil, sangat terpusat, dan relatif tidak likuid. Penawaran perdana bukan sumber pendanaan korporasi yang signifikan. Ada sistem aturan tata kelola korporasi yang lengkap, tetapi praktiknya masih di bawah norma internasional	Pasar didominasi oleh reksadana pendapatan tetap, yang peka terhadap suasana suku bunga Sebagian besar dana berstruktur kontrak investasi kolektif dengan perlindungan konsumen yang rendah	Ada 4 jenis program pensiun, yang melayani golongan nasabah yang berbeda-beda; pegawai pemerintah (Asabri, Taspen), karyawan sektor formal wajib (Jamsostek), dana pensiun pemilik usaha dan dana lembaga keuangan Sponsor dana pensiun telah berinvestasi dalam sistem yang mahal dan berindeks upah, yang banyak dijumpai dalam tubuh pemerintah dan badan usaha milik negara	Industri kecil dan sangat terpecah-pecah Penetrasi dan kepadatan asuransi rendah Karena rasio retensi rendah, industri mengerahkan simpanan jangka panjang terbatas	Sewa guna usaha adalah bagian dari industri pembiayaan, yang mencakup anjak piutang, kartu kredit dan kredit konsumen. Industri ini didominasi oleh kredit konsumen Hanya sekitar separuh dari perusahaan yang berlisensi beroperasi secara aktif	Sebagian besar perusahaan bukan perusahaan modal ventura yang sebenarnya karena industri ini bergerak dalam bidang pemberian pinjaman dan jarang menyediakan modal ventura Sebagian besar perusahaan dimiliki oleh Pemerintah atau grup usaha
Peraturan	Secara keseluruhan, struktur peraturan cukup wajar untuk pasar modal dan pendapatan tetap. Tetapi untuk obligasi pemerintah ada masalah koordinasi antara Bank Indonesia, Bapepam&LK dan Depkeu Tidak ada wajib melapor untuk perdagangan pasar sekunder	Sistem yang ada saat ini menerapkan peraturan dan pengawasan reksadana, dana pensiun dan asuransi unit link dengan tidak konsisten Perlindungan konsumen dan keterbukaan lemah Kerangka eligibilitas, kualifikasi dan kode etik manajer investasi tidak memadai Karena agen menjual reksadana sendiri-sendiri, perilaku agen sulit dipantau dan diperaturan	Undang-undang Sistem Jaminan Sosial Nasional tidak tegas dalam hal perincian manfaat, tingkat kontribusi, opsi kebijakan strategis utama, dan pembiayaan Separuh aset pensiun tidak menghasilkan pendapatan masa pensiun, karena dibayarkan sekaligus saat pensiun atau sebelumnya Ketidakjelasan peraturan perundang-undangan telah menghambat penciptaan program pensiun kerja: pemilik usaha mentaati program-program wajib sebelum memberikan kontribusi pada program sukarela	Tidak ada peraturan yang mengatur perusahaan asuransi bersama, meskipun salah satu perusahaan asuransi terbesar di Indonesia adalah perusahaan asuransi bersama Peraturan untuk pembubaran dan likuidasi perusahaan asuransi yang bangkrut masih lemah Peraturan yang mengatur produk asuransi unit link dan reksadana tidak konsisten	Prosedur hukum yang jelas, sederhana dan efektif diperlukan untuk mengklaim kembali aset dan memberlakukan kontrak bisnis Perusahaan sewa guna usaha memerlukan akses ke jenis-jenis pendanaan lain selain pinjaman bank, lebih disukai investasi langsung Industri ini terlalu terpecah-pecah, dan berbagai peraturan tidak kondusif bagi konsolidasi, termasuk pembatasan kepemilikan asing, besar investasi, dan jumlah modal disetor	Peraturan tidak mengakui pendanaan bagi hasil, suatu praktik yang lazim dalam industri ini Kapasitas peraturan lemah
Penegakan	Aturan dan standar yang berkaitan dengan keterbukaan, pemakaian dana dengan semestinya, akurasi pelaporan	Penegakan peraturan yang tidak memadai, terutama dalam hal peraturan nilai aktiva bersih, dan pengungkapan	Penegakan kontribusi wajib berdasarkan Jamsostek masih longgar Penegakan ketepatan waktu pembayaran kontribusi pemilik usaha ke dalam dana	Penegakan peraturan terhadap seluruh pelaku industri tidak konsisten dan telah melindungi perusahaan-perusahaan yang kecil, marjinal dan tidak	Kesulitan penegakan kontrak sewa guna usaha adalah keterbatasan utama yang dihadapi industri ini	Penegakan persyaratan pelaporan masih lemah

	berkala, dan standar akuntansi yang konsisten dengan standar internasional sudah ada. Namun penagakannya di kedua pasar lemah	informasi penting	pensiun masih lemah	layak hidup dari disiplin pasar normal		
Keterampilan	Mutu auditor perlu perbaikan Jumlah analisis sekuritas dan keuangan yang bermutu tinggi masih terbatas Kapasitas pengelolaan kas Depkeu lemah, yang menjadi salah satu alasan tidak adanya pasar obligasi hutang jangka pendek (treasury bill)	Pelatihan dan keterampilan agen-agen penjualan perorangan tidak memadai	Standar PAI tentang kerja pensiun dibawah standar international yang menyebabkan mutu profesional laporan aktuarial menjadi rendah. Kurangnya pengalaman dan pengetahuan manajemen mengakibatkan buruknya kualitas produk dan layanan serta buruknya alokasi aset	Tingkat retensi yang rendah menandakan rendahnya keterampilan angkatan penjualan Keterampilan aktuarial rendah seperti yang terlihat dari mutu dan keandalan laporan aktuarial. Praktik tidak sejalan dengan praktik terbaik internasional Penegakan kebijakan pajak tidak dapat diandalkan atau pun ditebak	Keterampilan menilai proyek masih lemah Kurangnya keterampilan menilai risiko kredit membuat perusahaan pembiayaan enggan menawarkan produk selain pembiayaan konsumen	Industri ini memerlukan pelatihan lebih lanjut untuk menilai arus kas dan prospek kedepan, bukan kolateral seperti praktiknya saat ini.
Perpajakan	Dividen korporasi terkena pajak berganda, yang membuat perusahaan enggan menggunakan campuran mekanisme pembiayaan yang optimal Pengalihan aset dari pemegang awal hutang ke SPV dianggap sebagai penjualan dan karenanya dikenai pajak. Hal ini menyebabkan pasar sekuritas berbasis aset tidak berkembang.	Reksadana pendapatan tetap menikmati perlakuan pajak yang menguntungkan, pengembalian dari reksadana bebas pajak untuk 5 tahun pertama. Insentif ini tengah dievaluasi kembali dalam usulan perubahan UU pajak	Tidak ada kebijakan pajak yang selaras yang mencakup semua jenis tabungan pensiun Perlakuan EET tidak dilaksanakan sepenuhnya dan pengenaan pajak ganda sering terjadi Pajak atas modal yang ditransfer dari dana pensiun terdaftar ke perusahaan asuransi untuk membeli anuitas relatif tidak menarik	Kebijakan pajak secara umum sejalan dengan norma internasional, tetapi ada beberapa bidang permasalahan, misalnya anuitas tidak menarik karena premi tunggal yang dibayarkan dari dana pensiun swasta untuk membeli anuitas seumur hidup saat pensiun terkena pajak, sehingga mengakhiri perlindungan pajak Perusahaan non-asuransi jiwa lebih banyak terkena penalti daripada perusahaan asuransi jiwa karena cadangan IBNR, yang merupakan 40% dari kewajiban non-jiwa, tidak dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak Perlakuan pajak untuk asuransi jiwa saat ini adalah TTE dan bukan norma internasional yaitu EET	Tidak ada kebijakan pajak yang koheren mengenai sewa guna usaha. Sebagai contoh, baik pemberi pinjaman maupun peminjam tidak dapat mengklaim penyusutan nilai aset yang disewakan dalam sewa guna keuangan Peraturan pajak menimbulkan medan yang tidak seimbang untuk berbagai jenis usaha dalam industri ini	Struktur insentif pajak saat ini tidak searah dengan produk-produk yang ditawarkan dalam industri ini
Peta persaingan	Hanya sedikit persaingan dari perusahaan untuk masuk bursa karena manfaat	Industri ini ditandai dengan ongkos yang tinggi dan kurangnya	Negara memegang peran dominan dalam industri pensiun. Sampai sejauh ini, medan persaingan	Persyaratan modal yang berlainan untuk pelaku lama dan pemain baru membuat terbentuknya medan	Peluang tumbuh untuk industri ini dibatasi oleh kenyataan bahwa sumber modal	Industri ini akhirnya bersaing dengan bank umum, karena praktik menyediakan

	masuk bursa terbatas Struktur kedua bursa sat ini tidak kondusif bagi persaingan Hanya anggota Himdasun yang ikut lelang obligasi pemerintah, sehingga membatasi tingkat persaingan di pasar	informasi kinerja yang komparatif	antara sektor swasta dan publik masih belum seimbang. Sebagai contoh, program sukarela harus bersaing dengan program publik wajib Berdasarkan Undang-undang Sistem Jaminan Sosial Nasional, tidak ada tempat untuk partisipasi sektor swasta atau pemerintah daerah dalam kelima program wajib	yang tidak seimbang dan menghalangi persaingan	utama industri ini adalah perbankan. Hanya perusahaan yang berafiliasi dengan banklah yang memiliki peluang tumbuh yang signifikan	produk hutang. Hal ini membatasi peluang tumbuh Penyedia modal tradisional, seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi, tidak berperan aktif di pasar ini
Akses	Akses ke pasar ekuitas dan obligasi relative terbuka, namun investor asing memegang lebih dari separuh kapitalisasi pasar Bursa Efek Jakarta dan minat investor dalam negeri terbatas. Pasar sekunder obligasi pemerintah hanya dapat diakses langsung oleh peserta BI-SSSS. Yang lain harus menggunakan layanan peserta ini dengan membayar ongkos	Investor terdiri atas segelintir perorangan yang kaya. Investor lembaga sangat jarang terekspos pada reksadana dan lebih suka berinvestasi langsung di perusahaan	Pertanggungjawaban sistem pensiun rendah Pada prinsipnya, akses sistem pensiun terbuka bagi karyawan sektor formal, yang merupakan hanya sepertiga dari angkatan kerja keseluruhan. Sektor formal yang benar-benar ikut dalam sistem pensiun ini hanya kurang dari seperlima. Alasannya berkisar mulai dari pendapatan per kapita yang rendah sampai kurangnya kepercayaan terhadap institusi ini	Dari segi struktur, akses ke produk asuransi tidak menjadi masalah, meski pendapatan per kapita yang rendah dan penentuan harga produk asuransi membatasi permintaan akan produk asuransi	Sebagian besar portofolio perusahaan sewa guna usaha terdiri dari perusahaan-perusahaan yang relatif besar. Akses UKM ke sewa guna usaha lebih rendah karena masalah ketersediaan agunan, risiko reputasi dan risiko kredit	Pembiayaan modal usaha yang sungguh masih terbatas. Sebaliknya, permintaan akan pembiayaan permodalan dari UKM rendah karena dalam budayanya UKM lebih suka memegang kendali
Pengembangan basis investor dan pendidikan investor	Investor kurang memahami risiko pasar modal maupun pendapatan tetap. Program pendidikan investor Bursa Efek Jakarta memiliki tingkat keberhasilan yang terbatas	Investor kurang berpengetahuan dalam hal risiko investasi reksadana	Sebagian besar pekerja dan pemilik usaha kurang terdidik mengenai perlunya keamanan keuangan di masa pensiun dan keuntungan menghimpun aset-aset penghasil pendapatan pada awal karir mereka Perusahaan memandang program pensiun sebagai pengeluaran, bukan alat perencanaan sumber daya manusia dan komponen imbalan yang efisien	Pengetahuan investor tentang perlindungan keuangan yang ditawarkan produk asuransi masih terbatas Peringkat sektor swasta perusahaan asuransi tidak tersedia Keahlian aktuaria terbatas dan hal ini mempengaruhi industri asuransi dan dana pensiun.	UKM tidak memiliki informasi yang baik mengenai manfaat sewa guna usaha. Hal ini dipengaruhi oleh adanya masalah di akses.	Ada kebutuhan untuk mendidik usaha kecil dan menengah tentang potensi kegunaan modal usaha dan meningkatkan kesadaran akan industri ini. Juga ada kebutuhan untuk mendidik pemodal usaha agar memahami perbedaan antara dana modal usaha dan pinjaman bank, dan mulai lebih mengandalkan penilaian arus kas daripada penilaian agunan

BAB 2

PASAR EKUITAS INDONESIA

Dalam dua dekade terakhir, perkembangan pasar saham telah menjadi katalisator untuk pertumbuhan jangka panjang di negara-negara berkembang. Penelitian menunjukkan bahwa negara-negara dengan pasar modal yang lebih berkembang memiliki ekonomi yang lebih kuat dan pertumbuhan ekonomi yang cepat. Dengan memfasilitasi investasi yang lebih menguntungkan dalam jangka waktu yang lebih panjang, pasar yang likuid meningkatkan alokasi modal dan memperbaiki prospek untuk pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Menurut Levine dan Zervos (1996), "Pada tahun 1976, negara-negara dengan pasar saham yang relatif likuid bertumbuh lebih cepat selama 18 tahun dibandingkan dengan negara-negara yang memiliki pasar tidak likuid, bahkan setelah disesuaikan dengan perbedaan-perbedaan di faktor-faktor lain yang mempengaruhi pertumbuhan, seperti tingkat pendidikan, inflasi, dan keterbukaan terhadap perdagangan. Dalam upaya untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi, pasar saham yang likuid melengkapi sistem perbankan yang kuat, yang memberi kesan bahwa bank dan pasar saham memberikan rangkaian jasa keuangan yang berbeda untuk perekonomian. Pada akhirnya, mobilisasi modal ekuitas lebih menarik dibandingkan dengan ketergantungan terhadap utang luar negeri, sebagaimana diperlihatkan oleh pengalaman yang diperoleh dari krisis keuangan Asia.

Meskipun pasar saham telah ada di Indonesia untuk jangka waktu yang cukup panjang, kegiatannya baru dimulai pada akhir tahun 1980-an, setelah adanya dua intervensi pemerintah. Pada tahun 1977, BKPM (Badan Koordinasi Pasar Modal) mengeluarkan peraturan pemerintah yang mengharuskan 24 perusahaan asing untuk menjual sahamnya sampai dengan 20 persen kepada publik. Akan tetapi, pencatatan saham (*listing*) dengan paksaan tersebut tidak cukup untuk menciptakan pasar yang aktif karena saham-saham tersebut segera menjadi tidak likuid dan kemudian beberapa perusahaan memilih untuk melakukan *delisting*. Satu dekade kemudian, di akhir tahun 1980-an, Bapepam mengintervensi dengan mengajak perusahaan-perusahaan dalam negeri untuk *go public* dan mengundang para investor internasional untuk berpartisipasi dalam penawaran saham tersebut. Intervensi ini mengakibatkan kegairahan bursa pada tahun 1989-90 dan memulai industri sekuritas di Indonesia.

STRUKTUR PASAR

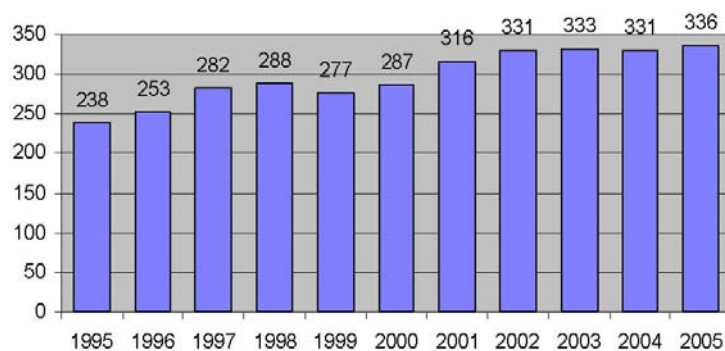
Pasar Indonesia relatif kecil, sangat terkonsentrasi, dan relatif tidak likuid. Meskipun bertumbuh sejak terjadinya krisis, pasar Indonesia tetap saja relatif kecil dibandingkan dengan ukuran perekonomiannya. Sejak bulan Desember 1988 sampai dengan Juli 1990, jumlah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) meningkat dari 24 menjadi 103; pada akhir tahun 2005, jumlah perusahaan yang tercatat sudah mencapai angka 336 (lihat gambar 2.1). Sejak krisis tahun 1998, 51 perusahaan telah tidak lagi tercatat (*delisted*) dan 105 perusahaan baru telah tercatat. Meskipun perusahaan yang terlibat jumlahnya sedikit, baik volume maupun nilai saham yang diperdagangkan dan kapitalisasi pasar sebagai bagian dari PDB telah meningkat drastis (lihat gambar 2.2). Pada bulan Desember 2004 dan 2005, besarnya kapitalisasi pasar adalah Rp 680 trilyun (30% dari PDB) dan Rp. 801 trilyun (29,4% dari PDB). (lihat tabel 2.1).

Pasar Indonesia juga sangat terkonsentrasi. Gambar 2.3 menunjukkan proporsi kapitalisasi pasar yang diambil oleh 10 perusahaan terbesar di berbagai pasar Asia pada akhir tahun 2005. Jakarta, bersama Hong Kong (Cina) dan Kolombo, memiliki konsentrasi yang sedikit lebih besar dari 50 persen; lihat gambar 2.4 untuk konsentrasi nilai *turnover* (omset) 10 perusahaan.

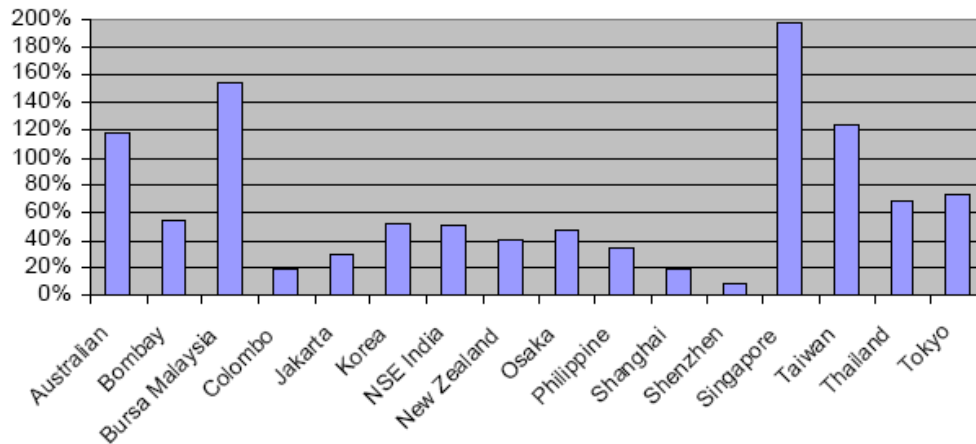
Sebagaimana yang terjadi di sejumlah negara-negara Asia, banyak perusahaan yang tercatat di Indonesia adalah perusahaan keluarga yang menjual saham hanya dalam proporsi yang kecil. Perusahaan-perusahaan tersebut cenderung dikelola sebagai perusahaan keluarga, sehingga menimbulkan persoalan berkaitan dengan hak-hak pemegang saham minoritas. Untuk 20 perusahaan teratas dalam hal kapitalisasi pasar, *free float* (persentase saham yang dimiliki oleh publik) berkisar pada 39,4 persen (lihat tabel 2.2). Menurut Claessens, Djankov, dan Lang (2000), "Hubungan antara pemegang saham pengendali dengan manajemen sangat mencolok. Secara rata-rata, sekitar 60 persen perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki secara luas oleh publik, pemegang saham pengendali menunjuk satu anggota manajemen puncak. Sebanyak empat per lima perusahaan atau lebih di Indonesia memiliki manajer yang merupakan bagian dari kelompok pemegang saham pengendali."

Yang terakhir, pasar Indonesia relatif tidak likuid, sebagian disebabkan karena ukurannya. Kecepatan peredaran usaha (*turnover*), yang dihitung sebagai rasio nilai *turnover* pasar terhadap kapitalisasi pasar, adalah salah satu ukuran likuiditas pasar. Gambar 2.5 menunjukkan kecepatan *turnover* untuk berbagai pasar di Asia pada tahun 2005. Pasar-pasar di Australia, Jepang dan Republik Korea memiliki rasio *turnover* yang lebih tinggi dibandingkan Indonesia, di mana banyak saham yang tidak aktif (*dormant*). Dari sekitar 330 saham lebih, hanya ada sekitar 30 saham, sebagian besar *blue chips*, yang diperdagangkan secara aktif, dan 10 saham teratas merupakan lebih 50 persen keseluruhan kapitalisasi pasar.

Gambar 2.1: Perusahaan Tercatat di Bursa Efek Jakarta, 1995–2005



Sumber: Bursa Efek Jakarta

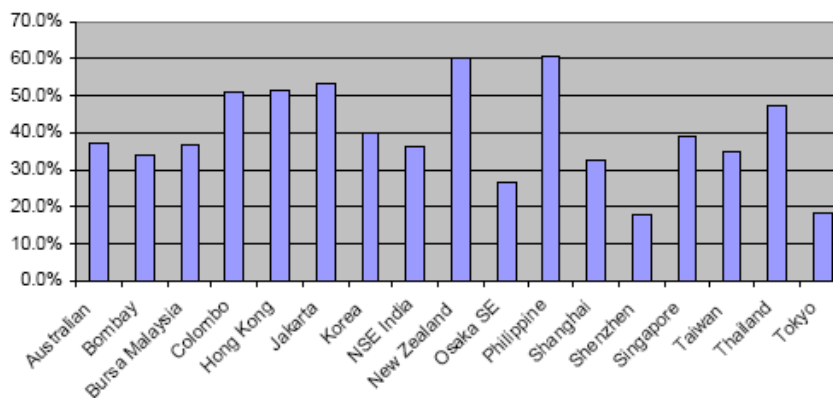
Gambar 2.2: Kapitalisasi Pasar sebagai Bagian PDB di Pasar-Pasar Asia Tertentu, Akhir-2004

Sumber: Federasi Bursa Efek Dunia (*World Federation of Exchanges*)

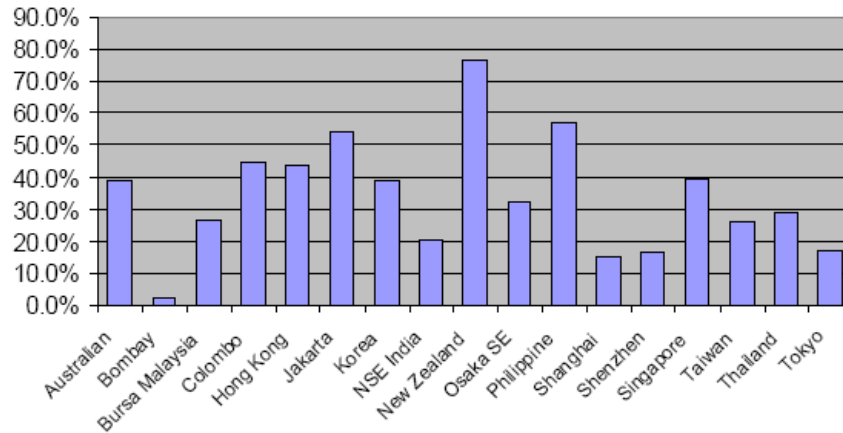
Tabel 2.1: Pasar Saham di Beberapa Negara, 1990 - 2004

Negara dan Indikator	1990	1995	1999	2000	2004	1990-2004
	%	%	%	%	%	% rata-rata
Kapitalisasi pasar perusahaan tercatat (persentase dari PDB)						
Indonesia	7.06	32.95	45.79	16.24	30.07	26.42
Maroko	3.74	18.04	38.87	32.70	50.07	28.68
Brazil	3.55	21.02	43.06	37.56	54.62	31.96
Thailand	28.00	84.58	47.74	24.04	70.58	50.99
Polandia		3.35	18.00	18.79	29.40	17.39
Rasio ekuitas baru terhadap kapitalisasi pasar						
Indonesia	-	6.16	56.03	8.21	1.60	18.00
Maroko	-	4.16	0.52	2.01	11.32	4.50
Brazil	-	4.02	2.98	2.57	1.15	2.68
Thailand	-	3.73	11.04	6.09	2.00	5.72
Polandia	75.78	11.98	1.39	4.46	2.82	5.16
Rasio <i>turnover</i>						
Indonesia	75.78	25.27	46.97	39.92	43.10	44.81
Maroko	..	45.90	17.60	9.22	8.78	20.37
Brazil	23.56	47.85	52.97	43.48	33.13	40.20
Thailand	92.62	41.38	90.63	53.20	93.79	74.32
Polandia	..	71.52	45.80	49.93	30.61	49.46

Sumber: *World Federation of Exchanges*, Perkiraan Staf — Tidak tersedia. ... Dapat Diabaikan.

Gambar 2.3: Saham dari 10 Perusahaan Teratas dalam hal Jumlah Kapitalisasi Pasar di Pasar-Pasar Asia, Akhir-2005

Sumber: World Federation of Exchanges

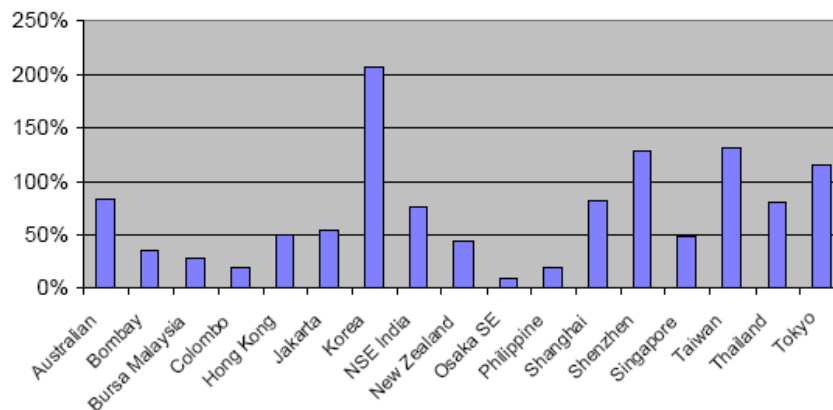
Gambar 2.4: Omset 10 Persen Terbesar Pasar Asia Tertentu, 2005 Akhir

Sumber: World Federation of Exchanges

Tabel 2.2: Kapitalisasi Pasar 20 Perusahaan Teratas di Indonesia, 2006

20 saham teratas	Kapitalisasi pasar (dalam jutaan dolar AS)	Free float (persen)
PT Telekomunikasi Indonesia	16,085	48.8
PT Bank Central Asia	5,477	55.8
PT Bank Rakyat Indonesia	5,476	42.5
PT Perusahaan Gas Negara	5,422	29.6
PT Astra International	4,091	49.9
PT Bank Mandiri	3,478	31.1
PT Unilever Indonesia	3,389	15.0
PT Indosat	2,455	46.1
PT Bank Danamon Indonesia	2,230	29.7
PT Gudang Garam	1,904	26.1
PT International Nickel Indonesia	1,786	19.1
PT Bumi Resumbers	1,610	64.2
PT Bank Negara Indonesia	1,625	0.9
PT Indocement Tunggal Prakarsa	1,576	34.9
PT United Tractors	1,570	41.5
PT Semen Gresik	1,376	23.5
PT Kalbe Farma	1,361	47.0
PT Medco Energi Internasional	1,250	93.0
PT Astra Agro Lestari	1,089	20.2
PT Energi Mega Persada	1,072	68.5
Total	64,322	39.4

Sumber: Bloomberg

Gambar 2.5: Turnover di berbagai Pasar Asia, 2005

Sumber: World Federation of Exchanges

INFRASTRUKTUR PASAR

Indonesia memiliki berbagai macam infrastruktur pasar, termasuk sistem perdagangan untuk ekuitas, obligasi, dan instrumen lainnya: sistem kliring (*clearance*), penyelesaian (*settlement*), dan penitipan (*depository*), serta perusahaan-perusahaan sekuritas.

Indonesia memiliki dua bursa efek utama—Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES)—yang memperdagangkan ekuitas (termasuk waran perusahaan), obligasi (perusahaan dan pemerintah), opsi saham, dan perdagangan kontrak berjangka indeks (*index futures*). Instrumen-instrumen yang diperdagangkan di pasar-pasar lain di wilayah ASEAN tetapi tidak diperdagangkan di Indonesia antara lain adalah waran, kontrak berjangka saham individual (*single-stock futures*), opsi indeks, dan reksadana yang diperdagangkan di Bursa (*exchange-traded funds*). BEJ mulai memperdagangkan opsi ekuitas tahun lalu, yang sejauh ini tanpa keberhasilan yang berarti, sebagian besar disebabkan karena opsi belum menjadi sesuatu yang menarik bagi para investor ritel dan sistem perdagangannya tidak melayani kebutuhan para pembentuk harga (*market makers*).

Sejak pertengahan tahun 2000, BEJ memiliki dua papan *listing*: papan utama dan papan pengembangan. Papan utama melayani perusahaan-perusahaan yang memiliki reputasi baik (*track record*), sementara papan pengembangan melayani perusahaan-perusahaan kecil dan menengah yang tidak memiliki catatan laba. Alih-alih menarik perusahaan-perusahaan baru untuk mencatatkan saham untuk pertama kalinya, papan pengembangan BEJ menangani perusahaan-perusahaan tercatat yang telah turun peringkat dan tidak dapat memenuhi kriteria profitabilitas dan ukuran. Sebagai korban dari krisis, dari sekitar 350 emiten yang tercatat, hanya terdapat sekitar 30 perusahaan lebih di papan utama. Semula, BEJ telah mempertimbangkan untuk menambah papan ketiga untuk “perusahaan-perusahaan yang sedang dalam pemulihan” akan tetapi kemudian memutuskan untuk membatalkan ide tersebut.

BEJ adalah salah satu dari sedikit bursa efek di Asia yang melaksanakan transaksi di lantai bursa. Meskipun Sistem Perdagangan Otomatis Jakarta (*Jakarta Automated Trading System - JATS*) mencocokkan perintah pembelian dan penjualan secara elektronik, perintah-perintah dimasukkan melalui terminal perdagangan yang terdapat di lantai bursa. Perintah-perintah dikomunikasikan antara kantor-kantor pialang dan lantai bursa melalui telepon. BEJ memiliki program pemulihan bencana untuk sistem komputer tetapi tidak memiliki lantai bursa kedua untuk keadaan bencana karena hal tersebut sangat mahal dan tidak praktis. BEJ saat ini sedang berupaya untuk melaksanakan perdagangan jarak jauh (*remote trading*), yang memungkinkan pengiriman perintah-perintah dari jarak jauh melalui *workstation*. Sampai sejauh ini, kurang dari separuh anggota telah menerapkan perdagangan jarak jauh. Diharapkan semua pihak akan terhubung pada akhir tahun 2006.

Indonesia juga memiliki Bursa Efek Surabaya, yang berfokus pada perdagangan obligasi dan instrumen berjangka, yang merupakan instrumen-instrumen yang tidak ditangani oleh BEJ. Akan tetapi, kedua bursa efek tersebut masih bersaing dalam hal *listing*, dan banyak perusahaan yang tercatat di kedua bursa efek tersebut. Sebuah komite khusus yang dibentuk oleh Bapepam & LK dan terdiri atas perwakilan dari Bapepam & LK, dan empat organisasi otonom telah merekomendasikan demutualisasi kedua bursa efek tersebut dengan pembentukan sebuah perusahaan induk (*holding company*) untuk keempat organisasi otonom tersebut. Bapepam & LK telah merancang undang-undang pasar modal yang diperlukan untuk menyertakan demutualisasi tersebut dan sedang menunggu persetujuan DPR.

Selain kedua bursa efek tersebut, Indonesia memiliki dua sistem untuk kliring, penyelesaian, dan penitipan: Kustodian Sentral Efek Indonesia - KSEI dan Kliring Penjaminan Efek Indonesia - KPEI.

Sumber daya manusia dan sumber daya sistem tersebar di keempat badan tersebut, tanpa efisiensi skala besar (*economies of scale*) dan hampir tidak adanya kerjasama antar lembaga. Dengan sedikit pengecualian, infrastruktur yang ada sudah tua, meskipun ada rencana untuk memperbaiki hal tersebut. Kemampuan pemrosesan langsung (*straight-through-processing capability*) dari masing-masing peserta dinilai baik, akan tetapi kerja sama lintas badan dalam pasar praktis tidak ada. Keadaan ini disebabkan sebagian besar karena model bisnis individual yang diasosiasikan dengan masing-masing pemain pasar.

Terakhir, Indonesia memiliki 173 perusahaan sekuritas, yang 143 di antaranya mengelola rekening sekuritas nasabah (perusahaan sekuritas anggota bursa, sejak akhir tahun 2004). Dengan lebih dari 15.000 perdagangan per hari, industri ini memiliki sumber daya untuk volume perdagangan 10 kali lipat lebih besar dibandingkan tingkat saat ini. Antara tahun 1999 dan 2001, sebesar 60 persen nilai transaksi dilakukan melalui 28 perantara (*brokerage*) (dari keseluruhan yang berjumlah 190). Secara umum, terdapat terlalu banyak penyedia jasa, masing-masing dengan model infrastruktur khusus mereka sendiri. Oleh karena itu, banyak perusahaan sekuritas di Indonesia tidak menguntungkan secara operasional. Pada tahun 2004, Bapepam & LK menerbitkan peraturan baru untuk meningkatkan persyaratan modal kerja bersih dengan tujuan untuk mengurangi jumlah perusahaan sekuritas. Dari sebanyak 190 buah perusahaan, 125 di antaranya memenuhi persyaratan peraturan baru tersebut. Perusahaan yang tidak dapat memenuhinya dapat memilih untuk membentuk kemitraan dengan mereka yang dapat memenuhi persyaratan tersebut untuk dapat terus beroperasi sebagai perusahaan sekuritas.

STRUKTUR HUKUM

Kerangka hukum umum untuk kegiatan-kegiatan di bursa efek adalah undang-undang pasar modal¹³ dan peraturan pelaksanaannya. Undang-Undang tentang Perseroan Terbatas No. 1/1995 mengatur pembentukan dan struktur perseroan terbatas. Undang-undang tersebut merupakan undang-undang pokok untuk pengelolaan perusahaan. Ketentuan dari undang-undang pasar modal berlaku terhadap perusahaan ketika melakukan penawaran publik, sedangkan undang-undang Perseroan Terbatas berlaku untuk menentukan operasi internal suatu perusahaan. Pasal 82 undang-undang Pasar Modal memberikan kewenangan kepada Bapepam & LK untuk mengeluarkan peraturan tentang hak prioritas dan konflik kepentingan yang berlaku terhadap direksi perusahaan publik. Pasal 83 memberikan hak kepada Bapepam & LK untuk mengeluarkan peraturan tentang penawaran tender, dan Pasal 84 mengatur hal yang sama untuk penggabungan (*merger*) dan konsolidasi. Bapepam & LK telah mengeluarkan peraturan terkait dengan ketentuan undang-undang tersebut.

SEKTOR KORPORAT

Pada akhirnya, kesehatan dari suatu pasar saham bergantung pada kesehatan perusahaan-perusahaan yang tercatat. Sebelum tahun 1997, perusahaan-perusahaan di Asia Timur—Indonesia, Korea, dan Thailand, khususnya—berinvestasi dalam aset tetap dengan laju yang cepat dan tidak berkesinambungan yang dibiayai dengan pinjaman yang berlebihan. Hasil dari pesta investasi yang gegabah tersebut adalah tingginya *leverage* dan profitabilitas yang buruk, sebagaimana tercermin dalam pengembalian yang rendah dan terus menurun atas ekuitas dan modal serta alokasi modal domestik dan luar negeri yang tidak tepat. Setelah krisis keuangan, perusahaan-perusahaan di lima negara Asia — Indonesia, Korea, Malaysia, Filipina, dan Thailand

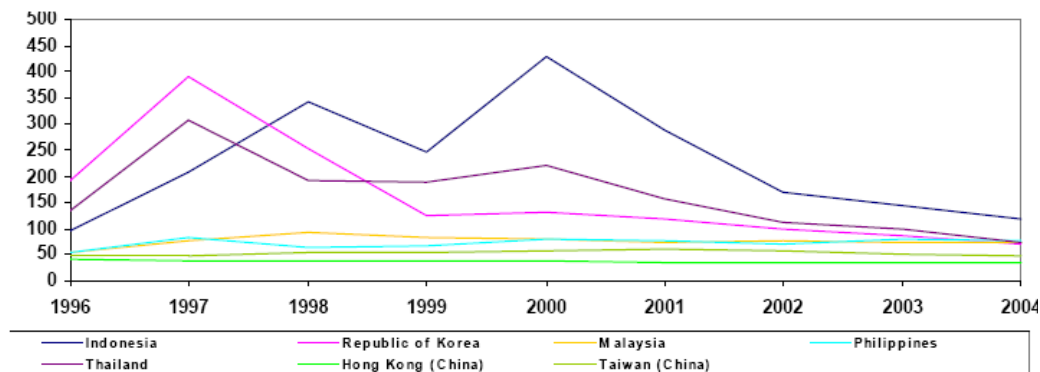
¹³ Undang-Undang Republik Indonesia no. 8/1996 tentang Pasar Modal

— melakukan restrukturisasi. Apakah praktik-praktik keuangan di Asia Timur secara umum dan di Indonesia secara khusus telah membaik setelah itu? Apakah kinerja keuangan telah meningkat? Jawaban atas pertanyaan-pertanyaan ini bukan hanya menjadi kepentingan akademik semata. Inti dari setiap keberhasilan pasar ekuitas adalah perusahaan-perusahaan yang baik yang patut untuk dijadikan tempat berinvestasi. Oleh karena itu, jawaban atas pertanyaan-pertanyaan tersebut memiliki implikasi langsung terhadap kemampuan Bursa Efek Jakarta untuk berkembang dan memobilisasi ekuitas baru. Temuan-temuan yang ada secara konsisten menunjukkan bahwa *corporate leverage* dan profitabilitas telah meningkat di Indonesia sejak krisis, akan tetapi masih jauh dari cukup.

Analisis kinerja perusahaan yang disajikan di sini membandingkan profil keuangan dan kinerja perusahaan di Indonesia dengan perusahaan-perusahaan lain di negara-negara Asia, dengan menggunakan informasi keuangan perusahaan-perusahaan untuk periode 1996–2003 dari basis data Worldscope. Analisis tersebut didasarkan pada perusahaan-perusahaan manufaktur umum, industri sumber-daya alam, dan utilitas dengan laporan keuangan untuk tiga tahun berturut-turut yang berakhir pada tahun 1996. Negara-negara yang dijadikan pembanding adalah Perancis, Jerman, Jepang, Amerika Serikat, dan beberapa negara Amerika Latin. Basis data Worldscope menggunakan definisi standar untuk memberikan kode pada rekening-rekening keuangan, meminimalisir perbedaan dalam terminologi akuntansi, penyajian, dan bahasa. Selanjutnya data perusahaan dimasukkan ke dalam format yang seragam untuk meningkatkan keterbandingan.

Leverage

Leverage yang tinggi—yang diukur berdasarkan rasio utang terhadap modal—merupakan indikator tentang kelebihan pinjaman, dan *leverage* yang rendah merupakan tanda dari perusahaan yang sehat. Selama krisis, perusahaan-perusahaan di Asia memiliki *leverage* yang tinggi. Tiga negara dengan *leverage* tertinggi—Indonesia, Korea, dan Thailand—memiliki rasio utang terhadap modal dalam kisaran 100 sampai hampir 400 persen, sementara perusahaan-perusahaan di negara-negara pembanding memiliki rasio di bawah 50 persen (perusahaan dengan peringkat BBB di Amerika Serikat memiliki rasio rata-rata sebesar 84 persen). *Leverage* meningkat tajam pada tahun 1997 dan kemudian menurun tajam sejak tahun 1998. Di semua negara-negara yang terkena dampak krisis, kecuali Indonesia, dengan *leverage* yang mulai turun belakangan, rasio utang terhadap modal berada di bawah 100 persen pada tahun 2004 (lihat Gambar 2.6). Banyak perusahaan-perusahaan dengan cepat memperbanyak utang untuk mengatasi krisis; pada tahun 1996 kurang dari 6 persen perusahaan di Indonesia memiliki rasio utang terhadap modal di atas 200 persen, akan tetapi pada akhir tahun 1997, jumlah tersebut melonjak menjadi 43 persen (lihat tabel 2.3). Persentase perusahaan dengan *leverage* tinggi turun mencapai 11,6 persen di tahun 2004. *Leverage* yang menurun merupakan tanda stabilitas yang meningkat.

Gambar 2.6: Rasio Utang terhadap Modal di Beberapa Negara Asia, 1996–2004

Sumber: Staff Estimates

Tabel 2.3: Persentase Perusahaan dengan Rasio Utang terhadap Modal di atas 200 Persen di Beberapa Negara Asia, 1996 – 2004

Tahun	Dipengaruhi krisis				Tidak terpengaruh oleh krisis		
	Indonesia %	Republik Korea %	Malaysia %	Filipina %	Thailand %	Hong Kong (Cina) %	Taiwan (Cina) %
1996	5.71	42.75	5.97	2.78	16.67	5.88	0.71
1997	42.68	45.78	9.32	8.11	35.83	6.67	0.65
1998	45.45	27.66	9.14	0.00	28.46	5.88	1.25
1999	33.33	12.92	9.78	7.32	23.88	3.70	0.64
2000	20.41	12.63	7.45	4.76	19.55	2.90	1.21
2001	17.61	13.87	5.37	3.64	17.11	1.83	4.18
2002	14.89	12.43	6.06	9.62	12.64	2.31	4.42
2003	17.99	10.15	7.61	11.76	10.38	3.04	4.07
2004	11.63	5.46	8.75	4.44	6.90	3.87	2.85

Sumber: Perkiraan Staf Bank Dunia

Pengembalian atas Modal yang Diinvestasikan

Akibat pertumbuhan cepat yang tidak dikelola, profitabilitas perusahaan mengalami penurunan, dan perusahaan-perusahaan tidak dapat mendapatkan pengembalian atas modal yang diinvestasikan (*return on invested capital - ROIC*) yang memadai. Sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 2.4, sebelum krisis tahun 1996, Indonesia memiliki ROIC sebesar 10,4 persen. Setelah diterjang krisis, ROIC turun dari 6,9 pada tahun 1997 menjadi 6,5 pada tahun 2001. Dalam konteks ini, dapat dicatat bahwa perusahaan dengan peringkat BBB di Amerika Serikat umumnya menghasilkan pengembalian atas modal sebesar 13,4 persen. Peningkatan yang terjadi selama beberapa tahun membawa ROIC Indonesia kembali ke tingkat 10,4 persen pada tahun 2004.

Tabel 2.4: Pengembalian atas Modal yang Diinvestasikan di beberapa Negara Asia, 1996-2004

Tahun	yang terpengaruh krisis				Tidak terpengaruh krisis		
	Indonesia %	Republik Korea %	Malaysia %	Filipina %	Thailand %	Hong Kong (Cina) %	Taiwan (Cina) %
1996	10.40	5.29	11.27	13.18	7.98	9.74	9.43
1997	6.90	3.63	9.91	7.81	-24.92	10.52	10.18
1998	9.03	6.29	6.85	10.50	11.54	8.30	6.92
1999	8.10	9.25	6.64	6.97	4.59	9.76	8.44
2000	7.81	7.12	6.54	5.15	6.72	11.97	11.26
2001	6.54	6.24	6.37	5.18	10.29	10.80	3.86
2002	11.76	7.72	6.24	4.60	11.54	11.00	5.92
2003	6.90	8.06	6.90	4.91	15.16	10.73	8.19
2004	10.35	10.27	7.24	6.14	16.82	11.92	12.41

Sumber: Perkiraan Staf

Pelunasan Hutang

Semua negara, kecuali Indonesia, membayar lebih dari dua kali lipat hutang sebagai persentase total pengeluaran setelah krisis (lihat tabel 2.5). Pinjaman yang lebih sedikit dengan pelunasan utang yang meningkat membantu mengurangi rasio utang terhadap modal dan biaya bunga (lihat tabel 2.6; Gambar 2.6).

Tabel 2.5: Rasio Laba terhadap Biaya Bunga di Beberapa Negara Asia, 1996-2004

Tahun	Dipengaruhi krisis				Tidak dipengaruhi krisis		
	Indonesia %	Republik Korea %	Malaysia %	Filipina %	Thailand %	Hong Kong (Cina) %	Taiwan (Cina) %
1996	3.82	2.33	5.45	8.56	3.54	5.77	7.00
1997	1.78	2.04	4.83	3.75	2.26	5.48	7.26
1998	1.21	2.12	3.85	5.24	3.37	5.23	5.40
1999	2.44	3.14	3.38	4.38	2.21	7.65	6.36
2000	3.11	3.49	4.50	3.68	3.44	8.49	7.32
2001	2.85	3.93	4.97	3.98	3.63	9.09	5.25
2002	4.09	6.39	5.16	4.15	4.29	10.03	9.11
2003	3.86	8.36	5.90	4.02	6.98	12.11	14.27
2004	5.53	11.87	6.37	4.04	12.18	13.45	21.88

Sumber: Perkiraan Staf

Tabel 2.6: Persentase Perusahaan dengan Rasio Laba terhadap Biaya Bunga Kurang dari 1, 1996-2004

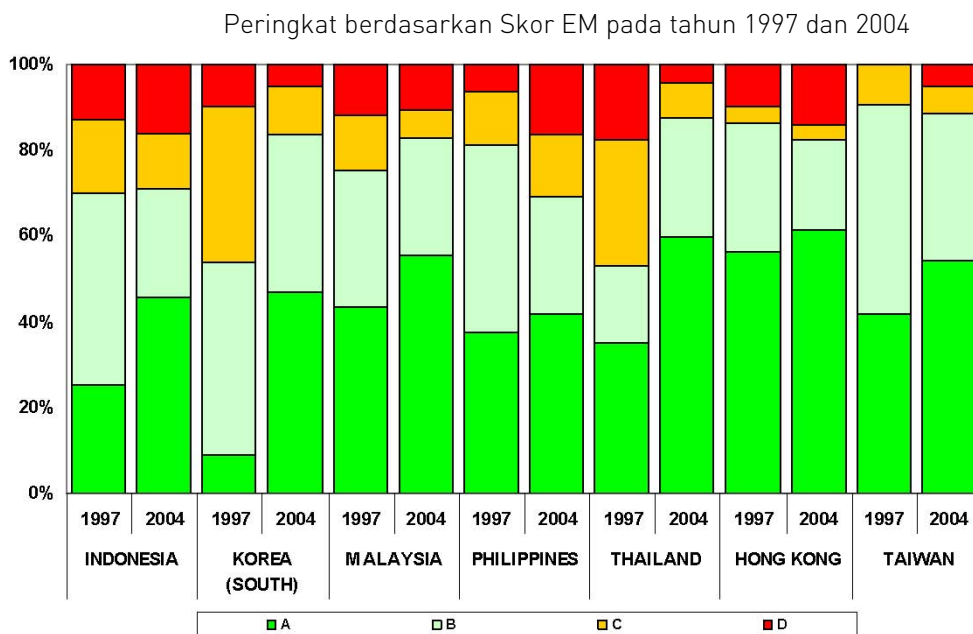
Tahun	Dipengaruhi krisis				Tidak dipengaruhi krisis		
	Indonesia %	Republik Korea %	Malaysia %	Filipina %	Thailand %	Hong Kong (Cina) %	Taiwan (Cina) %
1996	5.63	11.51	8.53	30.30	7.41	6.49	1.44
1997	14.29	15.82	8.11	27.27	15.45	5.83	0.67
1998	31.67	13.02	18.75	40.00	12.20	9.43	8.33
1999	11.25	10.25	18.42	40.00	16.67	5.83	6.12
2000	17.86	12.00	15.00	20.00	12.40	8.11	8.75
2001	14.15	11.55	13.75	26.32	10.40	4.91	11.00
2002	12.98	5.52	12.12	13.89	7.60	6.25	5.60
2003	14.17	5.07	9.77	24.44	7.45	5.95	3.42
2004	17.33	6.31	7.48	19.57	2.19	7.33	4.79

Sumber: Perkiraan Staf

Kesehatan kredit

Model *emerging market scoring* (EMS) digunakan untuk menilai kesehatan kredit. Model tersebut memakai metodologi statistik dengan faktor pembeda berganda untuk menilai kesehatan keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio keuangan tradisional yang mengukur rasio modal kerja terhadap total aset, rasio laba ditahan terhadap total aset, rasio pendapatan usaha terhadap total aset, dan rasio nilai buku ekuitas terhadap total kewajiban. Skor EM (*emerging market*) kemudian dikonversi menjadi setara dengan peringkat obligasi AS. Perusahaan-perusahaan diperingkatkan dari A sampai D, di mana A diberikan untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki kinerja terkuat dan D untuk perusahaan-perusahaan dengan kinerja terlemah. Skor tersebut menggambarkan kesehatan perusahaan.

Perusahaan-perusahaan di Asia telah meningkatkan kesehatan keuangan mereka selama tahun-tahun sejak terjadinya krisis, berdasarkan peringkat EMS dan peringkat-peringkat yang setara peringkat obligasi AS (lihat Gambar 2.7). Jumlah perusahaan-perusahaan yang sehat telah meningkat di sektor korporat di semua negara, dengan Korea dan Thailand yang menunjukkan peningkatan yang paling signifikan dalam persentase perusahaan dengan peringkat A atau B. Indonesia dan Malaysia berada pada peringkat menengah, sementara Filipina masih memiliki persentase yang cukup tinggi untuk perusahaan dengan kesehatan yang relatif rendah.

Gambar 2.7: Peringkat Perusahaan berdasarkan EMS di Beberapa Negara Asia, tahun 1997 dan 2004

Sumber: KSEI, Perkiraan Staf

Investor

Investor-investor kelembagaan asing sampai saat ini merupakan investor terbesar dalam pasar modal dalam negeri, disusul oleh investor kelembagaan dalam negeri (lihat tabel 2.7).

Tabel 2.7: Jenis Pemegang Rekening dan Struktur Pemegang Saham dalam Kustodian Sentral Efek Indonesia, 2004

Jenis investor	Jumlah Rekening	persentase semua rekening	persentase saham dipegang	persentase kapitalisasi pasar
Dalam Negeri				
Institusi	4,864	6	51.59	20.98
Individual	71,488	80	9.16	4.93
Asing				
Institusi	10,795	12	38.81	7387
Individual	1,986	2	0.44	0.22
Total	89,133	100	100.00	100.00

Sumber: KSEI, Perkiraan Staf

Investor asing. Selama periode tahun 1989–96, investor asing terlibat dalam lebih dari setengah perdagangan di Bursa Efek Jakarta. Mereka juga memiliki perusahaan-perusahaan sekuritas besar dan bank-bank kustodian di Indonesia. Institusi asing merupakan bagian yang besar dari investor secara keseluruhan karena investor--investor kelembagaan dalam negeri lebih memilih deposito bank dan Sertifikat Bank Indonesia – SBI daripada ekuitas. Rata-rata, sekitar 40% perdagangan dilakukan di antara investor-investor asing.

Investor ritel dalam negeri. Diperkirakan terdapat 90.000 investor ritel dalam negeri di Indonesia. Tabel 2.8 menyajikan daftar jumlah pemegang saham ritel di berbagai pasar. Meskipun jumlahnya sedikit, keadaan ini mencerminkan potensi yang besar untuk bertumbuh. Seiring berjalannya waktu, pasar Jakarta dapat berlipat ganda, yang mana lebih sulit dicapai oleh pasar-pasar yang lebih berkembang.

Tabel 2.8: Jumlah Pemegang Saham Ritel di Pasar-pasar Tertentu

Perekonomian	Jumlah investor ritel (dalam juta)	Persentase penduduk
Australia	5.7	39
Jepang	33.7	27
Republik Korea	3.9	8
Hong Kong (Cina)	1.0	24
Singapura	0.6	20

Sumber: Estimasi Staf

Investor kelembagaan (reksadana). Reksadana memberikan alternatif yang baik untuk mengarahkan investasi bagi berbagai investor ritel. Reksadana pertama kali diperkenalkan di Indonesia pada tahun 1997. Karena laba dari reksadana bebas pajak selama lima tahun pertama, para investor memberikan tanggapan terhadap suku bunga yang lebih rendah dengan beralih dari deposito berjangka ke reksadana. Sejak tahun 1997, industri reksadana Indonesia tumbuh secara konsisten – meskipun terjadi penurunan tajam pada tahun 1998 karena krisis – dan menjadi populer pada tahun 2002 ketika dana yang dimobilisasi meningkat tajam dari kurang dari Rp 8 triliun pada akhir tahun 2001 menjadi hampir Rp 104 triliun (AS\$10,4 milyar) pada akhir tahun 2004 (lihat tabel 2.9). Namun demikian, industri ini mengalami guncangan hebat karena adanya penebusan/*redemption* besar-besaran pada tahun 2005, dan aset-aset yang dikelola merosot menjadi Rp 29,4 triliun (AS\$3 triliun, 1,1 persen dari PDB) pada bulan Desember 2005. Meskipun reksadana dapat memiliki spesialisasi pada salah satu dari empat jenis aset keuangan (pendapatan tetap, saham, pasar uang, dan reksadana campuran atau berimbang), sebagian besar investasinya berbentuk obligasi rekapitalisasi bank. Reksadana melakukan investasi dalam jumlah yang sangat besar di pasar modal namun tidak terlalu besar apabila dibandingkan dengan total kapitalisasi pasar BEJ. Meskipun demikian, beralihnya para investor swasta ke reksadana berpotensi memperluas basis para investor dan memperdalam pasar. (Lihat bab 4.)

Tabel 2.9: Aset yang Dikelola oleh Reksadana, 2004 dan 2005

Indikator	2004		2005	
	Jumlah	Persentase Total	Jumlah	Persentase Total
Nilai aset bersih			2.1	7.1
ReksaDana pasar uang	9.4	9.1	14.0	47.3
ReksaDana pendapatan tetap	88.1	84.6	5.5	18.6
ReksaDana berimbang	4.6	4.5	4.9	16.8
ReksaDana Ekuitas	1.9	1.8	3.1	10.2
ReksaDana Dengan Perlindungan	tidak ada	tidak ada	29.4	100.0
Total	104.0	100.0		
Jumlah reksadana				
ReksaDana pasar modal	31		33	
ReksaDana pendapatan tetap	146		170	
ReksaDana berimbang	46		78	
ReksaDana ekuitas	23		30	
ReksaDana Dengan Perlindungan	tidak ada		18	
Total	246		329	

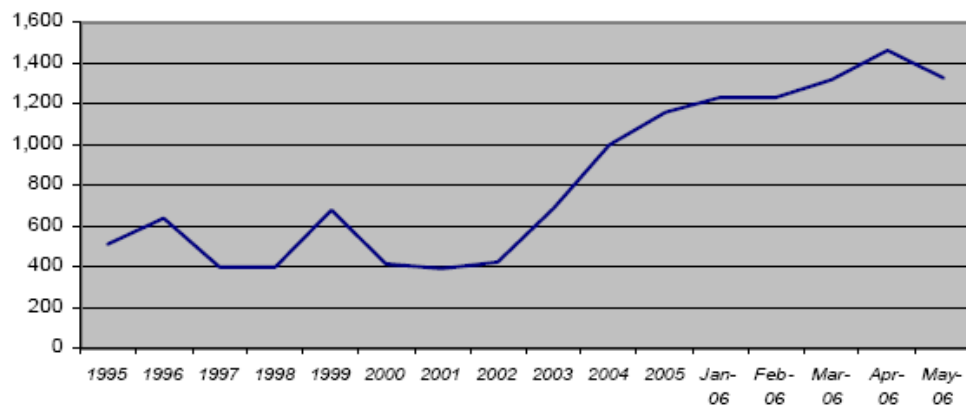
Sumber: Bapepam & LK

KINERJA DAN KESINAMBUNGAN PASAR

Pasar modal Indonesia saat ini telah beroperasi dengan baik (lihat gambar 2.8). Sebelum terjadinya krisis keuangan di Asia, permintaan dari pihak asing mendongkrak harga saham di BEJ naik 148 persen dalam 18 bulan, sementara lembaga-lembaga luar negeri mengalirkan sekitar \$3 milyar ke pasar Indonesia. Karena terjadinya krisis, para pemegang saham reksadana dari A.S. yang menjadikan pasar-pasar yang baru berkembang sebagai target mereka melakukan penarikan yang jumlahnya tidak terlalu besar pada akhir tahun 1996 dan, setelah melihat peluang

untuk membeli, menggunakan arus masuk kas mereka untuk membeli ekuitas Asia dalam jumlah besar selama semester kedua tahun 1997. Para manajer portofolio umumnya tetap memegang komitmen dan merupakan para pembeli ekuitas utama pada tahun 1997. Indeks saham gabungan meningkat terus-menerus sejak tahun 2002, dan pasar Indonesia adalah salah satu dari pasar dengan kinerja terbaik di Asia dan di antara yang terbaik di dunia pada tahun 2005 (lihat tabel 2.10). Meskipun kinerja dari suatu tolok ukur merupakan suatu hal yang penting, dalam analisis ekonomi keuangan standar, pasar modal memberikan kontribusi terhadap kestabilan dan pertumbuhan dengan memobilisasi tabungan, menyimpan kekayaan, mengalokasikan modal risiko, dan menerapkan disiplin pasar terhadap para emiten. Penilaian atas kinerja pasar modal Indonesia serta keempat kriteria tersebut perlu dilakukan.

Gambar 2.8: Indeks Saham Gabungan Akhir Tahun, Jakarta 1995–2006



Sumber: Bursa Efek Jakarta

Tabel 2.10: Pasar dengan Kinerja Terbaik di Dunia, 2005

Bursa	Perubahan persentase, 2005
Bursa Efek Cairo & Alexandria	146
Bursa Efek Kolombia	119
Bursa Efek Siprus	68
Bursa Efek Malta	63
Bursa Efek Istanbul	59
Bursa Efek Korea	54
Bursa Efek Osaka	51
Bursa Efek Tokyo	44
Bursa Efek Jakarta	43
Winer Borse	43

Sumber: Federasi Bursa Dunia 2006

Mobilisasi Tabungan Masyarakat

Tanpa pasar modal yang aktif, perusahaan-perusahaan baru, berskala kecil atau yang memiliki risiko lebih besar mungkin mengalami kesulitan dalam memperoleh pembiayaan. Demikian pula halnya, bank-bank mungkin mengalami kesulitan dalam memberikan pinjaman karena rendahnya modal sendiri. Pasar Indonesia tidak dapat berfungsi sebagai sumber utama modal bagi para emiten, dan penawaran umum perdana bukan suatu sumber pendanaan perusahaan yang signifikan di Indonesia. Krisis keuangan di Asia menyebabkan beberapa perusahaan telah dicoret dari catatan. Indonesia hanya memiliki 105 pencatatan saham baru dalam sepuluh tahun terakhir, dan hanya ada 8 perusahaan baru yang dimasukkan dalam catatan pada tahun 2005, meskipun terdapat kinerja pasar yang solid. Bandingkan jumlah tersebut dengan 72 perusahaan di Malaysia, 70 di Hong Kong (Cina), 82 di Singapura, dan 50 di Thailand. Hampir di setiap tahun, perusahaan-perusahaan tercatat yang telah ada mengumpulkan dana lebih besar dari pasar dibandingkan

yang didapatkan oleh perusahaan-perusahaan yang baru tercatat melalui penawaran umum perdana, sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 2.11. Laporan yang dibuat oleh perusahaan efek CLSA pada bulan September 2002 menyatakan bahwa, sejak terjadinya krisis, sangat sedikit penawaran umum perdana yang dapat mengumpulkan lebih dari AS\$10 juta, karena terbatasnya minat perusahaan dalam negeri untuk membeli surat berharga primer dan masalah likuiditas yang dihadapi oleh lembaga-lembaga dalam negeri dan luar negeri. Penawaran umum perdana mengumpulkan dana yang lebih besar dibandingkan perusahaan-perusahaan tercatat yang ada hanya dalam dua tahun, sebagian besar disebabkan oleh tiga swastanisasi berskala besar: Telkom pada tahun 1999 dan Bank Mandiri serta BRI pada tahun 2003. Pada tahun 1999, 28 perusahaan tercatat mendulang dana sebesar Rp 133 trilyun dari pasar melalui emisi saham, dan pada tahun 2002 terdapat dua penempatan berskala besar dalam pasar sekunder: AS\$110 juta untuk Indosat dan AS\$126 juta untuk Telkom. Mobilisasi modal sendiri besar lain terjadi sebagai akibat dari krisis melalui HMETD.

Tabel 2.11: Mobilisasi Modal di Bursa Efek Jakarta, 1997-2005

Tahun	Jumlah Perusahaan Tercatat		Penawaran umum perdana	Persentase kapitalisasi pasar	
	Baru	Yang Telah Ada		Penawaran sekunder	Modal baru yang dinaikkan
1997	-	-	2.21	9.77	11.98
1998	-	-	0.58	5.28	5.86
1999	9	28	0.07	29.50	29.57
2000	21	15	0.82	8.12	8.94
2001	31	14	0.53	1.73	2.27
2002	22	13	0.42	2.76	3.18
2003	6	11	2.06	0.99	3.05
2004	12	15	0.31	0.62	0.93
2005	8	Tidak Ada	0.44	0.76	1.41

Sumber: Federasi Bursa Dunia

Mengapa pasar Indonesia tidak dapat memobilisasi modal (lihat tabel 2.12)? Jawabannya sebagian disebabkan oleh tata kelola perusahaan. Terdapat banyak keterkaitan antara mobilisasi modal sendiri dan tata kelola perusahaan. Kurangnya kendali atas para pemilik dominan yang menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi atau yang tidak terkait, program kompensasi eksekutif yang tidak terkendali, insentif manajemen yang membahayakan stabilitas jangka panjang untuk memperoleh keuntungan jangka pendek, dan pengawasan integritas finansial yang tidak memadai, menciptakan risiko finansial dan melemahkan kesehatan finansial perusahaan. Sebaliknya, tata kelola perusahaan yang kuat, yang ditunjukkan, misalnya, dengan adanya direksi yang independen dan aktif, mungkin dapat mendukung kredibilitas pengungkapan data finansial dan mempermudah mobilisasi modal segar. Sebagaimana ditunjukkan dalam bagian-bagian selanjutnya, tata kelola perusahaan di Indonesia perlu diperbaiki lebih lanjut.

Tabel 2.12: Modal Baru yang Terkumpul sebagai Persentase Kapitalisasi Pasar di Bursa-bursa Regional Tertentu 1997 - 2005

Bursa	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Australia	5.58	5.38	5.06	4.86	1.77	3.36	4.48	3.47	3.98
Hong Kong (Cina)	7.73	1.39	3.16	9.56	1.63	3.06	3.85	4.20	3.64
Jakarta	11.98	5.86	29.57	8.94	2.27	3.18	3.05	0.93	1.41
Republik Korea	4.45	9.78	10.46	3.10	2.05	2.91	2.31	4.20	0.67
Kuala Lumpur	4.69	0.46	1.22	1.38	0.59	2.76	1.10	1.06	1.11
Taiwan (Cina)	4.19	4.16	1.43	1.86	0.51	0.65	2.28	1.42	0.46
Thailand	4.74	26.53	11.38	5.46	8.98	4.01	3.87	2.03	2.87

Sumber: Estimasi Staf, Berbagai Sumber

Akumulasi Kekayaan

Dalam kaitannya dengan penyimpanan kekayaan, pasar modal Indonesia tidak memiliki kinerja yang baik. Pertama, untuk semua perusahaan tercatat, hanya sebagian kecil dari saham mereka yang dipegang oleh publik. Saat ini, *free float* (saham yang dimiliki oleh publik) dalam pasar modal Indonesia untuk 20 perusahaan teratas berdasarkan kapitalisasi pasar hanya berjumlah sebesar 39,4 persen. Rendahnya tingkat *free float* tersebut menyebabkan terbatasnya kapasitas untuk menyimpan kekayaan. Demikian pula halnya, untuk menyimpan kekayaan secara efektif, pasar memerlukan likuiditas. Pasar yang likuid adalah pasar dengan jumlah omset atau transaksi yang cukup besar atau pasar tempat transaksi besar dapat berlangsung secara cepat dan efisien. Tingkat *public float* yang rendah disertai oleh omset yang rendah (persentase saham yang dijual sebagai persentase kapitalisasi pasar). Bursa Efek Jakarta memiliki angka omset rendah – 43 persen – di mana hanya perusahaan-perusahaan terbesar berdasarkan kapitalisasi bertanggung jawab atas persentase yang besar dari keseluruhan transaksi yang terjadi.

Alokasi Modal Berisiko

Meskipun masalah alokasi modal berisiko merupakan masalah yang rumit dan memiliki berbagai aspek, kami memperoleh sebagian jawaban dari makalah terbaru yang mempelajari perbedaan internasional dalam biaya modal sendiri perusahaan di 40 negara (Hail dan Leuz 2006). Makalah tersebut menyimpulkan bahwa negara-negara dengan persyaratan transparansi yang lebih luas, pengaturan efek yang lebih tegas, dan mekanisme pemberlakuan peraturan yang lebih ketat memiliki biaya modal yang jauh lebih rendah. Biaya modal di Indonesia, sebesar 16,6 persen, termasuk tinggi dibandingkan dengan biaya modal di negara-negara maju dan berkembang lainnya (lihat tabel 2.13).

Tabel 2.13: Biaya Modal di Beberapa Negara

Negara	Biaya modal (persen)
Argentina	12.81
Australia	10.72
Brasil	20.85
Kanada	10.53
Chili	12.55
Jerman	10.05
Hong Kong (Cina)	14.58
India	14.39
Indonesia	16.60
Republik Korea	14.10
Malaysia	10.65

Sumber: Hail dan Leuz 2006

Disiplin Pasar

Sistem finansial memerlukan infrastruktur yang memadai agar berfungsi dengan baik. Setelah terjadinya krisis di Asia, Indonesia dan negara-negara lain di wilayah tersebut diakui memiliki infrastruktur yang lemah, tata kelola perusahaan yang buruk, standar pemeriksaan dan pembukuan yang lemah, dan undang-undang kepailitan yang tidak memadai. Apakah langkah-langkah perbaikan telah cukup terfokus pada infrastruktur yang dipersyaratkan, dan seberapa jauh kemajuan yang telah dicapai di wilayah ini? Selanjutnya, apakah Indonesia telah meningkatkan kepatuhannya terhadap standar tata kelola perusahaan, dan apakah Indonesia mematuhi norma-norma internasional?

Untuk menilai kepatuhan negara-negara terhadap standar internasional, kami menggunakan nilai dari eStandards, yang, sejak tahun 2000, telah memantau kemajuan 83 negara dalam

menerapkan dan melaksanakan standar dan tata tertib internasional yang ditetapkan oleh komunitas penetapan standar dunia.¹⁴ Penilaian menggunakan informasi yang tersedia untuk umum untuk mengukur kepatuhan dengan skala enam, yang berkisar antara kepatuhan penuh (10 poin) sampai dengan informasi tidak memadai (0 poin). Nilai rata-rata didasarkan atas nilai berbobot sama dari semua standar. Nilai maksimum adalah 100 (kepatuhan penuh dalam segala bidang), dan nilai minimum adalah 0 (informasi yang tersedia tidak memadai untuk semua standar). Kami berfokus pada enam bidang yang terkait dengan infrastruktur lembaga dan pasar dan tiga bidang yang terkait dengan pengaturan dan pengawasan finansial:

Infrastruktur kelembagaan dan pasar	Peraturan dan pengawasan finansial
Insolvensi	Pengawasan perbankan
Pembukuan	Peraturan efek
Tata kelola perusahaan	Pengawasan asuransi
Pemeriksaan	
Pencucian uang	
Sistem pembayaran dan pelunasan	

Hasilnya perlu ditinjau kembali, sesuai dengan peringatan umum. Skor kuantitatif tersebut bersifat subjektif dan tidak menyingkap perbedaan kualitatif yang besar, dan informasi pada ruang publik bersifat terbatas serta berdurasi singkat. Dengan menggunakan nilai eStandards rata-rata untuk infrastruktur kelembagaan dan pasar, beberapa negara – seperti Korea – mencapai kemajuan yang luar biasa antara tahun 2003 dan 2005, sementara yang lainnya tidak (lihat tabel 2.14). Selanjutnya, dengan menggunakan skor rata-rata di 12 bidang tersebut, 12 negara yang terpilih sebagai contoh mencapai kemajuan selama periode tersebut. Korea meningkatkan skor rata-ratanya lebih dari 100 persen, sementara Indonesia hanya mencapai kemajuan sedikit, yaitu meningkat dari 28 menjadi 39.

Tabel 2.14: Skor Keseluruhan Infrastruktur Kelembagaan dan Pasar di Negara-negara Tertentu antara tanggal 1 Januari 2003 dan 1 Desember 2005

Negara	Nilai awal	Nilai akhir	Persentase peningkatan	Nilai minimum	Nilai Maksimum
Indonesia	28.33	39.17	38.26	28.33	50.83
Malaysia	36.67	38.33	4.53	36.67	44.17
Republik Korea	30.83	62.50	102.72	30.83	65.00
Thailand	28.33	46.67	64.74	28.33	46.67
Argentina	42.50	52.50	25.53	41.67	52.50
Brasil	30.00	50.83	69.43	30.00	50.83
Meksiko	43.33	56.67	30.79	43.33	56.67
Rusia	35.83	50.00	39.55	35.83	50.00
Turki	33.33	49.17	47.52	33.33	49.17
Chili	37.50	61.67	64.45	37.50	67.50
Kolombia	25.83	40.00	54.86	25.83	52.50
Polandia	54.17	58.33	7.68	54.17	60.00

Sumber: eStandards

Melihat bidang-bidang tertentu, Indonesia meraih skor 60 dalam bidang tata kelola perusahaan dan pencucian uang tetapi mencapai kemajuan kecil dalam bidang insolvensi dan pembukuan dan pemeriksaan (lihat tabel 2.15). Demikian pula halnya, sumber-sumber lain menunjukkan bahwa kemajuan dalam bidang pengaturan dan pengawasan finansial tidak seimbang. Indonesia telah mencapai kemajuan dalam bidang pengawasan perbankan tetapi masih lemah dalam hal pengaturan efek dan asuransi.

¹⁴ Lihat www.estandardsforum.com

Tabel 2.15: Skor Rinci untuk Nilai Infrastruktur Kelembagaan dan Pasar di Negara-negara Tertentu

Negara	Insolvensi		Pembukuan		Tata kelola perusahaan		Pemeriksaan		Pencucian uang		Sistem pembayaran dan pelunasan	
	2003	2005	2003	2005	2003	2005	2003	2005	2003	2005	2003	2005
Indonesia	10	0	60	10	10	60	30	10	10	60	0	30
Malaysia	0	30	10	30	80	60	60	10	30	60	0	0
Republik Korea	10	30	10	30	30	60	60	10	60	60	0	80
Thailand	0	30	30	30	10	60	60	0	60	60	10	80
Argentina	0	60	10	30	0	60	60	60	80	60	0	0
Brasil	10	60	10	10	10	60	10	0	80	80	0	60
Meksiko	0	60	0	30	10	60	60	30	80	80	30	30
Rusia	30	10	30	30	60	60	60	10	30	60	0	60
Turki	0	60	30	10	0	60	60	30	80	60	0	60
Chili	0	60	10	30	0	80	60	30	10	60	30	0
Kolombia	0	30	10	10	0	30	0	10	60	60	0	30
Polandia	0	60	30	10	60	60	60	30	10	30	80	80

Sumber: eStandards

Catatan: Skor awal adalah untuk tanggal 1 Januari 2003, dan skor akhir adalah untuk tanggal 1 Desember 2005.

MASALAH DAN HAMBATAN PENGEMBANGAN

Meskipun telah terjadi masa-masa kenaikan harga selama beberapa tahun terakhir, pasar modal Indonesia memiliki kelemahan mendasar: kurangnya kelompok perusahaan yang tercatat, tingginya konsentrasi transaksi, rendahnya likuiditas, dan kurangnya investor ritel. Diperlukan usaha yang sungguh-sungguh untuk meningkatkan jumlah badan usaha yang tercatat dan menstimulasi permintaan atas efek mereka.

Kurangnya Kelompok Perusahaan yang Tercatat

Apabila para emiten di Bursa London ditanya tentang tujuan mereka menjual saham kepada publik, tiga jawaban teratas mereka adalah (a) untuk mengumpulkan dana untuk terus mengembangkan usaha mereka, termasuk rencana-rencana akuisisi, (b) untuk meningkatkan kredibilitas dan profil yang lebih tinggi, dan (c) agar dapat menawarkan insentif berbasis saham untuk merekrut, mempertahankan, dan memotivasi para direktur dan karyawan. Perusahaan-perusahaan Indonesia tidak memiliki tujuan-tujuan ini; sebagian besar adalah milik keluarga, banyak perusahaan milik keluarga yang menguntungkan lebih memilih untuk tetap bersifat tertutup, karena mereka merasa pemeriksaan oleh publik akan menghambat pertumbuhan mereka. Bagi banyak perusahaan lokal, pasar modal adalah tujuan yang terakhir, bukan yang pertama, untuk pembiayaan perusahaan mereka.

Badan Usaha Kecil dan Menengah

Bapepam & LK memiliki peraturan terpisah yang mengatur penawaran umum oleh badan usaha kecil dan menengah, yang ditetapkan sebagai badan hukum yang didirikan di Indonesia, memiliki total aset tidak lebih dari Rp 100 milyar, tidak terkait dengan atau dikendalikan oleh perusahaan lain yang bukan badan usaha kecil atau menengah, dan bukan merupakan dana investasi. Penawaran harus dilakukan untuk dana yang tidak lebih dari Rp 40 milyar. Badan usaha kecil dan menengah diberikan beberapa keringanan: mereka tidak harus menyertakan laporan akuntan atas laporan keuangan dalam prospektus, dapat menyertakan laporan tahunan yang sudah diaudit untuk dua tahun bukan tiga tahun, dan tidak harus mengumumkan prospektus dalam surat kabar harian Indonesia. Meskipun ketentuan ini memberikan keringanan, penawaran dalam

jumlah kecil harus menjalani proses registrasi yang membutuhkan biaya sama mahalannya dan waktu yang sama panjangnya dengan penawaran dalam jumlah besar. Persyaratan modal badan usaha kecil dan menengah seringkali terlalu rendah, terlalu sporadis, dan terlalu cepat untuk menjamin upaya tersebut.

Selain itu, suatu kelemahan dalam peraturan, yang disebut sebagai ketentuan pengaman, mengizinkan perusahaan-perusahaan yang lebih besar untuk mengumpulkan modal dalam penawaran secara tertutup. Catatan kaki pada Undang-undang Pasar Modal menyatakan bahwa penawaran saham perusahaan tidak dianggap sebagai penawaran publik yang memerlukan pernyataan registrasi apabila (a) penawaran tidak dilakukan melalui media massa, (b) penawaran tidak dilakukan kepada lebih dari 100 orang, dan (c) saham tidak dibagikan kepada lebih dari 50 orang. Ketentuan pengaman ini dianggap ringan dalam kaitannya dengan ketentuan-ketentuan serupa di pasar-pasar yang lebih maju. Sebagai contoh, Australia membatasi penawaran tersebut sampai dengan penawaran yang nilainya tidak lebih dari A\$2 juta dan yang melibatkan kurang dari 20 orang. Amerika Serikat juga memiliki batas sebesar AS\$5 juta untuk penawaran tersebut, yang juga dilengkapi dengan berbagai persyaratan.

Kurangnya Investor Ritel

Pasar Indonesia tidak memberikan dukungan kepada para investor lokal, terutama investor ritel. Para investor ritel memberikan kontribusi terhadap likuiditas pasar karena, tidak seperti lembaga, mereka tidak dibatasi oleh kebijakan investasi kelembagaan atau *herding*. Mereka menanamkan modal pada saham perusahaan-perusahaan yang mereka yakini akan menghasilkan uang bagi mereka, tanpa memandang ukurannya. Para investor ritel mengembangkan pembagian kegiatan perdagangan di antara seluruh efek dan melakukan investasi jangka panjang. Saat yang tepat untuk memperkenalkan investor pemula kepada pasar efek adalah pada saat penawaran umum perdana perusahaan yang berusaha untuk masuk dalam daftar bursa efek. Saat inilah badan usaha diminta untuk mengeluarkan prospektus yang menunjukkan informasi finansial dan historis rinci, dan informasi usaha yang memberikan laporan tentang perusahaan. Bagi banyak investor ritel, memperoleh informasi pada tahap ini seringkali jauh lebih mudah daripada memperoleh informasi tentang perusahaan tercatat yang telah ada. Di banyak negara, penawaran umum perdana cenderung menguntungkan lembaga dan cukup banyak nasabah perorangan dari para bankir investasi dan pedagang efek. Penawaran umum perdana yang terbuka bagi pihak-pihak yang bukan nasabah dari perusahaan efek tidak hanya memberikan jalan cepat untuk menarik para investor baru ke dalam pasar tetapi, dengan kepentingan yang meningkat, menciptakan permintaan yang lebih besar akan penawaran umum perdana dan meningkatkan likuiditas saham di pasar sekunder.

Infrastruktur yang Belum Memadai

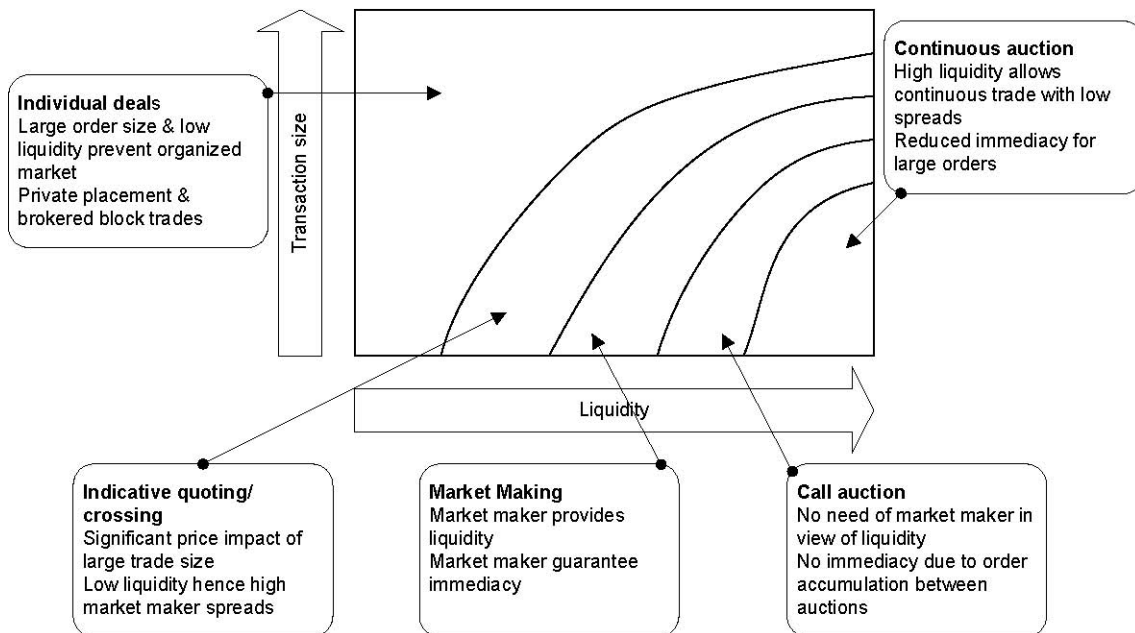
BEJ rentan terhadap penghentian perdagangan apabila terjadi bencana alam, seperti kebakaran, banjir, atau serangan teroris, yang mengakibatkan kerusakan pada bursa¹⁵. Bergantung pada tingkat kerusakan, transaksi dapat dihentikan untuk jangka waktu yang tidak pasti. Meskipun BEJ sedang berupaya untuk melaksanakan transaksi jarak jauh, diperlukan sistem antar muka (*interface*) dan komunikasi tambahan untuk menghubungi lokasi-lokasi yang jauh. Akibatnya, dalam waktu singkat, akan lebih cepat untuk memasukkan pesanan di lokasi kerja yang terdapat di bursa daripada di lokasi kerja yang jauh. Terdapat risiko bahwa perusahaan-perusahaan efek akan terlambat untuk beralih ke sistem jarak jauh, yang menyebabkan bursa rentan terhadap penghentian.

¹⁵ Bom meledak di lantai bawah tanah gedung Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000.

Di berbagai negara, internet telah menjadi medium yang dominan untuk melaksanakan perdagangan. Untuk negara yang besar seperti Indonesia, kemampuan untuk memperdagangkan saham melalui internet akan memperluas jangkauan pasar kepada para investor ritel di lokasi-lokasi yang jauh. Lantai bursa, serta sistem perdagangan yang ada, menghalangi pertumbuhan dan perkembangan perdagangan melalui internet.

Sistem perdagangan JATS, tanpa memandang pembaruan terakhir, dirancang lebih dari lima tahun yang lalu dan pada dasarnya merupakan sistem untuk melaksanakan transaksi ekuitas. Sebagian besar sistem perdagangan, seperti Bursa Efek London dan Euronext, adalah sistem-sistem "campuran", yang mampu menangani berbagai perangkat (tunai, berjangka, dan opsi) dan berbagai teknik yang sesuai (lelang terbuka yang berkelanjutan, pembentukan pasar, panggilan periodik). Berbagai pengkajian telah dilaksanakan atas sistem-sistem perdagangan dan kesesuaian mereka untuk efek dengan jumlah likuiditas yang berbeda. Meskipun tidak terdapat bukti konklusif, beberapa jenis sistem lebih baik untuk memperdagangkan efek yang bersifat lebih likuid, sementara yang lainnya lebih baik untuk memperdagangkan efek tidak likuid. Gambar 2.9 menjelaskan gambarannya. Indonesia perlu mempertimbangkan hal ini ketika merancang sistem-sistem perdagangan yang baru.

Gambar 2.9: Likuiditas dan Struktur Pasar



Sumber: McKinsey & Company dan J.P. Morgan 2002

Privatisasi

Karena Indonesia mencapai kemajuan bertahap dalam privatisasi badan-badan usaha milik negara, Indonesia dapat belajar dari pengalaman negara-negara lain. Negara-negara baru Eropa Timur telah berusaha untuk membangun pasar modal dengan privatisasi badan-badan usaha milik negara. Banyak negara telah menggunakan paket insentif, termasuk pembagian bonus dan potongan harga, untuk mendorong para investor ritel berpartisipasi dalam privatisasi. Dalam struktur bonus, seorang investor menerima pembagian bonus sejumlah X untuk setiap saham sejumlah Y yang dipegang untuk jangka waktu yang ditetapkan (katakanlah satu tahun) setelah penawaran. Potongan harga ritel memberikan hak kepada investor atas potongan harga penawaran lembaga dan terkadang disertai oleh persyaratan untuk memegang saham yang telah dialokasikan selama jangka waktu yang telah ditetapkan. Struktur insentif ditujukan untuk

mencegah *flipping* dan menciptakan basis luas para pemegang saham dalam negeri (Kantor Audit Nasional Inggris 1988). Berdasarkan estimasi, satu dolar yang digunakan untuk insentif ritel membantu menarik sekitar 29 kali lebih banyak investor daripada satu dolar yang dikeluarkan untuk memberlakukan harga yang lebih rendah dari harga sebenarnya (*underpricing*). Analisis tingkat perorangan menunjukkan bahwa *flipping* berkurang dalam jangka waktu singkat dan berkurang sampai sedikitnya 16 persen dalam jangka waktu seribu hari. Privatisasi yang terstruktur dan ditargetkan dengan baik dapat memberikan kontribusi yang signifikan kepada para investor ritel dalam negeri dalam pasar modal.

MASALAH-MASALAH HUKUM, PENGATURAN, DAN PENGAWASAN

Bapepam & LK merupakan badan yang mengawasi pasar modal. Di samping itu, terdapat empat organisasi otonom: Bursa Efek Jakarta, Bursa Efek Surabaya, KSEI, dan KPEI. Peraturan berfokus pada isu-isu berikut ini: pengungkapan informasi, tata kelola perusahaan, benturan kepentingan, dan perlindungan investor.

Transparansi

Transparansi dan keterbukaan merupakan masalah hukum utama di pasar modal. Pembentukan modal perusahaan bergantung pada kepercayaan yang dimiliki para investor terhadap kondisi manajemen dan finansial perusahaan. Kepercayaan ini hanya dapat dicapai apabila perusahaan sepenuhnya dan secara akurat menyingkapkan kondisi keuangan dan usaha lain mereka kepada para investor. Transparansi dalam operasi ini diawali dengan pembentukan perusahaan, apabila prospektus menjelaskan tujuan usaha, manajemen, dan kondisi keuangan perusahaan, dan dilanjutkan dengan penyingkapan langsung fakta-fakta materiil yang berkaitan dengan perusahaan dan pelaporan secara berkala.

Transparansi dalam prospektus. Masalah pertama berkaitan dengan transparansi dalam prospektus. Dalam penawaran umum perdana, perusahaan harus menyusun dan memberikan propektus kepada para investor. Dokumen ini menjabarkan informasi tentang perusahaan yang menjual saham kepada masyarakat umum. Pasal 71 dalam Undang-undang Pasar Modal mengatur bahwa semua pembeli harus menandatangani pernyataan yang menyebutkan bahwa mereka telah membaca prospektus sebelum membeli saham dalam penawaran umum.

Prospektus memberikan informasi dasar tentang sasaran usaha perusahaan, identitas dan latar belakang para pemegang saham pendiri, kapitalisasi awal dan struktur modal perusahaan, penggunaan hasil dari penjualan efek, dan setiap aset penting atau proses intelektual yang akan digunakan oleh perusahaan. Dalam praktik internasional, keakuratan informasi dalam prospektus sangatlah penting sehingga penjualan dapat dibatalkan apabila ditemukan ketidakakuratan. Hal ini dilakukan tanpa memandang alasan ketidakakuratan: pernyataan salah yang disengaja, kelalaian, atau kesalahan kecil. Para petugas, direktur, dan tenaga profesional lain yang menyusun prospektus dapat dianggap bertanggung jawab atas ketidakakuratan tersebut kecuali mereka dapat menunjukkan bahwa mereka bertindak dengan "cermat" dalam menyelidiki dan memperoleh informasi.

Peraturan Bapepam & LK No. IX.C.2/1996 menetapkan pedoman tentang bentuk dan isi prospektus. Pasal 78 menetapkan bahwa prospektus tidak dapat berisi pernyataan yang salah atau menghapuskan informasi materiil yang akan diperlukan untuk keakuratan prospektus. Pernyataan salah dalam prospektus dapat menimbulkan sanksi perdata berdasarkan Pasal 80, dan Bapepam & LK dapat mengenakan sanksi administratif berdasarkan Pasal 102 serta tanggung jawab pidana berdasarkan Pasal 104 Undang-undang Pasar Modal.

Salah satu masalah utama yang dilaporkan selama wawancara yang dilakukan dalam pengkajian ini adalah penggunaan hasil penawaran umum perdana untuk tujuan selain dari yang dijabarkan di dalam prospektus. Untuk mengatasi masalah tersebut, Peraturan Bapepam & LK No. X.K.4 mengharuskan adanya pelaporan tambahan selanjutnya tentang penggunaan hasil kepada rapat umum pemegang saham, atau wali amanat obligasi dalam hal obligasi, serta Bapepam & LK sendiri.

Tanggung jawab dan sanksi atas informasi yang menyesatkan dan tidak akurat dalam prospektus dan dalam laporan berkala tentang penggunaan hasil penawaran saham tercantum dalam Undang-undang Pasar Modal. Pelanggaran dalam penggunaan hasil penawaran saham dapat menimbulkan sanksi administratif berdasarkan Pasal 102, dan tanggung jawab pidana berdasarkan Pasal 107, akan tetapi Bapepam & LK mengalami kesulitan dalam membuktikan dan menghukum kasus-kasus penyalahgunaan.

Keterbukaan dalam laporan berkala. Masalah yang kedua berkaitan dengan pelaporan keuangan berjangka sebagaimana diwajibkan berdasarkan Pasal 86 Undang-undang Pasar Modal. Peraturan X.K.2/2003 menjelaskan isi laporan berkala. Pasal 86 juga mewajibkan pelaporan peristiwa-peristiwa materiil dalam waktu dua hari setelah peristiwa tersebut terjadi. Peraturan X.K.1 menetapkan jenis informasi yang dianggap penting. Namun demikian, tanggung jawab perdata tidak diberikan untuk pernyataan salah atau ketidakakuratan dalam laporan berkala, meskipun kegiatan tersebut dapat melanggar ketentuan penipuan umum dari Pasal 90, yang memasukkan tanggung jawab pidana untuk pernyataan salah. Sanksi administratif oleh Bapepam & LK akan berlaku berdasarkan Pasal 102.

Pengkajian terakhir telah menemukan bahwa Indonesia mencapai angka yang lebih tinggi daripada rata-rata regional dalam keterbukaan informasi perusahaan dan memberikan perlindungan pelanggan (Bank Dunia 2005). Dengan demikian, aspek penting dari penyingkapan dan transparansi yang lebih baik di Indonesia adalah penegakan peraturan-peraturan yang ada oleh Bapepam & LK. Pada kenyataannya, Bapepam & LK telah meningkatkan tindakan penegakan hukum dalam dua tahun terakhir. Selama tahun 2004, Bapepam & LK mengenakan sanksi kepada 313 emiten karena keterlambatan penyerahan laporan keuangan tengah tahun, laporan keuangan tahunan, laporan tahunan lainnya, atau laporan tentang penggunaan dana yang diterima dari penawaran umum mereka dan karena pelanggaran terhadap peraturan tentang penyingkapan informasi. Jumlah denda seluruhnya Rp 8,9 milyar. Secara khusus, Bapepam & LK mengenakan denda kepada dua emiten dengan jumlah total Rp.200 juta berdasarkan tujuh pelanggaran khusus. Dengan demikian, jumlah denda keseluruhan pada tahun 2004 yang dikenakan terhadap para emiten adalah Rp 9,1 milyar. Jumlah denda pada tahun 2004 60 persen lebih tinggi daripada pada tahun 2003, yaitu sebesar Rp 5,7 milyar.

Peraturan tentang Tata Kelola Perusahaan

Indonesia memiliki sistem yang rinci berkaitan dengan peraturan tentang tata kelola perusahaan, yang tidak jauh berbeda dari yang dimiliki oleh negara-negara maju, akan tetapi praktik-praktik tata kelola perusahaan seringkali kurang direkomendasikan, meskipun terdapat perbaikan sejak terjadinya krisis (lihat tabel 2.16). Secara khusus, pada tahun 2004, penilaian Bank Dunia atas tata kelola perusahaan Indonesia menemukan sebagai berikut:

Budaya usaha di Indonesia didasarkan atas hubungan dan bukan atas peraturan, sebagian besar disebabkan oleh banyak dijumpainya kepemilikan yang terkonsentrasi, usaha-usaha milik keluarga, dan pemegang saham pengendali.

- Penegakan peraturan perundang-undangan masih lemah. Sanksi tidak pernah berupa selain denda dan sistem insentif tidak terlalu berhasil untuk mencegah pelanggaran oleh para

pelanggar dan meningkatkan perilaku korporat yang baik. Kemampuan Bapepam & LK untuk memberlakukan sanksi atas pelanggaran efek perlu lebih ditingkatkan; kemampuannya untuk bertindak secara independen sebagai pengatur efek juga masih lemah.

- Transparansi dan keterandalan laporan keuangan dan kecukupan pengungkapan masih merupakan tantangan utama. Meskipun standar akuntansi Indonesia pada dasarnya sesuai dengan standar internasional, terdapat kesenjangan antara standar tersebut dengan praktik-praktik aktual. Para auditor eksternal tidak memberikan jaminan yang dapat diharapkan dan otoritas perpajakan memiliki kewenangan untuk menentukan dalam menetapkan pajak.
- Konsep komisaris independen baru-baru ini diperkenalkan untuk perusahaan terbuka dan badan usaha milik negara, akan tetapi tidak jelas apakah para komisaris tersebut mampu untuk bertindak secara independen dari kendali para pemegang saham utama dan melaksanakan pengawasan secara efektif.

Tabel 2.16: Skor Rata-rata Tata Kelola Perusahaan di Negara-negara Tertentu tahun 2003 dan 2005

Perekonomian	2003	2005
Singapura	77	70
Hong Kong (Cina)	73	69
India	66	61
Taiwan (Cina)	58	52
Republik Korea	55	50
Malaysia	55	56
Thailand	46	50
Cina	43	44
Filipina	37	46
Indonesia	32	37

Sumber: Asosiasi Tata Kelola Perusahaan Asia

Catatan: Urutan negara berdasarkan skor rata-rata pada tahun 2003

Peraturan tentang Benturan Kepentingan

Aturan Bapepam & LK Nomor IX.E.1 mengatur transaksi dengan benturan kepentingan. Aturan ini menetapkan bahwa diperlukan kuorum kehadiran yang mewakili lebih dari 50 persen saham yang dimiliki oleh para pemegang saham independen untuk melakukan transaksi dengan benturan kepentingan. Aturan ini tidak membedakan antara transaksi yang dilakukan dalam pelaksanaan kegiatan usaha normal dengan transaksi yang sebaliknya. Sebagaimana tercantum dalam rancangan yang ada saat ini, kepatuhan terhadap aturan hampir tidak mungkin. Meskipun kesulitan untuk mematuhi persyaratan akan menghambat dilakukannya transaksi dengan benturan kepentingan, perusahaan-perusahaan dapat menghindari peraturan tersebut karena tidak ada alat untuk memantau kepatuhan. Perubahan atas peraturan ini sedang dalam proses pembuatan. Perubahan tersebut masih belum membedakan antara transaksi reguler dengan transaksi tidak reguler; akan tetapi, perubahan tersebut akan membedakan antara transaksi bernilai di atas Rp. 2 milyar dengan di bawah Rp. 2 milyar atau kurang dari 0,5% dari aset, yang mana saja yang lebih tinggi. Transaksi-transaksi yang masuk kategori kedua tidak memerlukan persetujuan pemegang saham independen.

Banyak bursa efek (Inggris, Hong Kong (Cina), Singapura, dan Malaysia) memiliki peraturan yang mengatur transaksi-transaksi seperti ini. Peraturan tersebut umumnya lebih bersifat bebas dibandingkan dengan peraturan Bapepam & LK, akan tetapi juga lebih memiliki nuansa, dengan mengklasifikasikan transaksi menjadi transaksi yang tidak perlu diungkapkan kepada publik dan tidak perlu mendapatkan persetujuan pemegang saham, transaksi yang harus diungkapkan kepada publik tetapi tidak memerlukan persetujuan pemegang saham, atau yang harus mendapatkan persetujuan pemegang saham.

Perlindungan Investor

Bapepam & LK mengakui dan menghargai perlunya untuk melindungi aset para investor dalam hal perusahaan efek melakukan wanprestasi; dengan demikian, Peraturan Nomor VI.A.3 (7) mewajibkan perusahaan-perusahaan efek untuk mengasuransikan risiko kerugian keuangan para pemegang rekening apabila terjadi kebangkrutan. Pada dasarnya, untuk menjadi anggota bursa efek, perusahaan efek dan bank kustodian harus mengasuransikan risiko kerugian keuangan para pemegang rekening apabila terjadi kebangkrutan dan bursa menentukan jumlah asuransi yang disyaratkan.

Perusahaan asuransi enggan untuk menyediakan polis untuk tujuan tersebut dan apabila mereka dapat menyediakannya, premi sangatlah mahal. Akibatnya tidak ada perusahaan efek yang membeli polis asuransi tersebut, meskipun berdasarkan fakta peraturan tersebut telah berlaku sejak bulan Januari 2000. Bapepam & LK memahami masalah yang dihadapi oleh perusahaan efek dan sejauh ini belum mengambil tindakan terhadap perusahaan-perusahaan karena kelalaiannya untuk mematuhi peraturan tersebut.

Pendidikan bagi Investor

Pendidikan investor sangat penting untuk memperluas basis investor dan untuk mencapai perlindungan investor. Bahkan pada pasar di mana budaya ekuitas sangat maju, para investor memiliki pemahaman yang buruk tentang risiko. Dalam sebuah survei terbaru, yang dilakukan atas nama Asosiasi Pialang Efek Nasional (NASD) oleh *Applied Research and Consulting*, 1.086 investor ditanyai dengan lebih dari 50 pertanyaan tentang berinvestasi dalam saham, obligasi dan reksa dana. Temuan dari survei tersebut antara lain,

- 97 persen dari investor menyadari bahwa mereka perlu untuk lebih mengetahui informasi tentang berinvestasi dan hampir separuhnya percaya bahwa mereka dapat menghindari pengalaman negatif apabila mereka mengetahui lebih banyak tentang berinvestasi.
- Hampir 50 persen percaya bahwa kerugian pasar modal diasuransikan.
- 70 persen tidak memahami bahwa apabila mereka membeli sekuritas dengan cara membayar terlebih dahulu sebagian, mereka dapat kehilangan semua investasi mereka, meskipun nilai saham mereka tidak jatuh sampai nol.
- Hampir 80 persen tidak memahami pengertian sepenuhnya dari reksa dana "no-load" (tanpa biaya penjualan).
- Hampir 70 persen tidak mengetahui mengapa obligasi pemerintah daerah menawarkan penghasilan sebelum pajak yang lebih rendah daripada investasi lainnya.

Untuk meningkatkan pemahaman masyarakat tentang investasi, BEJ bekerja sama dengan beberapa perguruan tinggi Indonesia telah mendirikan pusat-pusat informasi di 36 lokasi di beberapa kota. Pusat informasi BEJ tersebut memberikan informasi dan bantuan kepada para mahasiswa yang tertarik untuk berinvestasi di pasar modal. Simulasi kegiatan perdagangan ditampilkan pada terminal-terminal komputer, yang juga memungkinkan mahasiswa untuk mengakses internet dan situs BEJ. Melalui pusat-pusat informasi tersebut, BEJ telah menargetkan segmen penduduk yang penting, yang sebagian besar merupakan calon investor di pasar.

BEJ juga telah melakukan berbagai seminar tentang investasi. Meskipun berguna, tingkat penetrasi dari seminar-seminar tersebut tidak signifikan. Komisi Efek dan Transaksi Berjangka Hong Kong telah menggunakan berbagai media untuk pendidikan investor dan mendapati bahwa televisi merupakan saluran yang lebih disukai untuk menyampaikan informasi tentang

berinvestasi, yang disusul oleh surat kabar, radio dan internet. Indonesia dapat belajar dari pengalaman Hong Kong (Cina).

Masalah-masalah Lainnya

Masalah-masalah lainnya yang perlu untuk ditangani antara lain adalah perpajakan, papan terpisah untuk pencatatan perusahaan bermodal kecil di bursa dan demutualisasi bursa Indonesia.

Insentif pajak. Perusahaan-perusahaan Indonesia membayar dividen dari laba setelah pajak mereka dan pembayaran tersebut kemudian dikenakan pajak sebagai bagian dari penghasilan pemegang saham. Dengan demikian, keuntungan perusahaan terkena pajak berganda: sekali pada tingkat perusahaan dan sekali lagi pada tingkat individu. Pajak berganda atas dividen menyimpang dari keputusan pembiayaan. Masalahnya adalah bahwa perlakuan pajak atas dividen membuat keputusan investasi perusahaan menjadi biasa terhadap emisi ekuitas baru dan terhadap pembiayaan utang dan laba ditahan, yang hanya sekali dikenai pajak. Akibatnya, perusahaan-perusahaan tidak dapat menggunakan perpaduan mekanisme pembiayaan secara maksimal.

Italia memberikan tarif pajak perusahaan sebesar 20 persen kepada perusahaan-perusahaan yang baru masuk bursa sebagai ganti dari tarif yang berlaku sebesar 33 persen selama tiga tahun fiskal setelah suatu perusahaan masuk bursa di Eropa. Selain itu, perusahaan-perusahaan yang baru masuk bursa dapat mengurangi biaya yang timbul untuk dapat tercatat di bursa. Akibatnya, kapitalisasi pasar bursa Italia naik dari 18 persen dari PDB menjadi 50 persen. Pada tahun 2001, Thailand juga mengurangi tarif pajak penghasilan perusahaan di mana perusahaan yang baru tercatat di bursa membayar 20 persen dan perusahaan-perusahaan yang sudah lebih dulu ada membayar 25–30 persen, tergantung pada besarnya perusahaan tersebut. Pengurangan untuk perusahaan yang baru tercatat di bursa hanya berlangsung selama lima periode pembukuan. Bursa Efek Jakarta telah mengusulkan insentif pajak untuk mendorong perusahaan-perusahaan masuk bursa, akan tetapi sejauh ini saran tersebut belum mendapat persetujuan.

Insentif pajak, apabila diberlakukan di Indonesia, mungkin tidak cukup menarik bagi perusahaan-perusahaan untuk masuk bursa. Banyak perusahaan tidak berupaya masuk bursa karena perusahaan tersebut khawatir bahwa pengungkapan laporan keuangan yang telah diaudit akan memberitahukan kepada otoritas perpajakan tentang potensi pendapatan kena pajak perusahaan yang tidak dilaporkan pada tahun-tahun sebelumnya. Manfaat dari insentif pajak dalam keadaan seperti ini bersifat ambigu dan potensi insentif pajak di Indonesia perlu untuk dikaji secara seksama.

Pencatatan perusahaan bermodal kecil di bursa. Pasar modal bagi perusahaan kecil dan menengah telah mencapai berbagai keberhasilan di seluruh dunia. Negara-negara lain seperti Malaysia dan Polandia telah melakukan percobaan dengan berbagai badan atau tingkatan pasar atau dengan beberapa bursa yang memiliki kriteria masuk bursa yang lebih ringan untuk mempermudah akses terhadap modal ekuitas untuk perusahaan-perusahaan berskala kecil. Tujuannya adalah untuk mempermudah akses terhadap modal ekuitas bagi perusahaan-perusahaan berskala kecil. Sementara pasar London untuk perusahaan-perusahaan baru dianggap layak, pasar lainnya gagal. Sebagian besar dari pasar tersebut menderita masalah likuiditas dan diabaikan oleh para investor. Oleh karena itu, pihak berwenang Indonesia perlu memiliki harapan yang terbatas tentang kemampuan dari badan sekunder untuk memobilisasi modal segar.

Demutualisasi. Pendanaan dalam jumlah besar diperlukan untuk memastikan bahwa pasar modal dapat mengikuti perkembangan teknologi. Sepanjang kepemilikan saham terikat pada

keanggotaan, akses terhadap pendanaan eksternal menjadi terbatas dan hal ini dapat menghambat perkembangan pasar. Oleh karena itu, proses demutualisasi di Indonesia perlu dipercepat.

Namun demikian, transisi untuk menjadi badan yang telah didemutualisasi mungkin memerlukan upaya pengaturan dan pengawasan yang intensif. Bursa tradisional memainkan peran yang signifikan dalam pengawasan kepatuhan perusahaan efek terhadap persyaratan modal yang ketat. Pengawasan atas perusahaan yang telah tercatat di bursa dan diterimanya perusahaan-perusahaan tersebut di bursa juga merupakan wewenang bursa bersama. Bursa-bursa seperti Bursa Efek New York menganggap persyaratan pencatatan, pengawasan dan kepatuhan sebagai bagian yang tidak mungkin dipisahkan dari peran mereka di pasar modal. Dalam lingkungan yang telah didemutualisasi, di mana peningkatan nilai pemegang saham merupakan hal yang sangat penting, pertimbangan keuntungan mungkin menekan bursa efek untuk mengurangi biaya yang berkaitan dengan pengawasan dan kepatuhan. Hasilnya di Inggris, Hong Kong (Cina), dan Singapura, pihak berwenang telah mengambil alih pengawasan atas para pialang dan pedagang.

Biaya dari pencatatan saham perusahaan merupakan bagian yang signifikan dari pendapatan bursa, dan, dalam upayanya untuk menghasilkan lebih banyak pendapatan, bursa yang telah didemutualisasi mungkin mengorbankan kualitas demi kuantitas. Di Hong Kong (Cina) dan Singapura, masalah-masalah seperti ini telah diangkat secara terbuka, meskipun sejauh ini belum ada perubahan yang telah dicapai berkaitan dengan peran bursa. Hanya di Inggris peran tersebut telah dialihkan kepada Otoritas Pencatatan Saham Inggris, yang merupakan bagian dari Otoritas Layanan Keuangan.

Pihak berwenang di Indonesia telah mendapat banyak masukan untuk mempertimbangkan peran mereka berkaitan dengan perusahaan yang tercatat di bursa serta pengawasan mereka atas peserta pasar dalam lingkungan demutualisasi.

REKOMENDASI KEBIJAKAN

Banyak negara di wilayah ini telah membuat kebijakan proaktif untuk mengembangkan pasar modal mereka. Pasar Indonesia termasuk pasar yang kecil apabila dibandingkan dengan pasar-pasar tersebut di atas, akan tetapi potensi pertumbuhannya sangat besar, mengingat besarnya negara ini dan sumber daya alamnya yang melimpah. Kebijakan-kebijakan yang terencana dengan baik diperlukan baik oleh pemerintah maupun oleh bursa, apabila seluruh potensi pasar ingin diwujudkan. Tindakan kebijakan yang direkomendasikan berdasarkan kerangka waktu dirangkum dalam tabel berikut ini. Rekomendasi kebijakan akan dijelaskan lebih rinci kemudian.

	Langkah Cepat (1 tahun)	(1-3 tahun)
Pengaturan	Lakukan pengkajian dan analisis komprehensif terhadap tingkat kesehatan perusahaan Tingkatkan dan perluas peran Bapepam & LK dalam pengawasan Sederhanakan aturan yang mengatur benturan kepentingan	Demutualisasi dan penggabungan Bursa Efek Jakarta dengan Bursa Efek Surabaya. Hal tersebut saat ini sedang dilakukan, menunggu perubahan atas Undang-undang Pasar Modal Tingkatkan perlindungan investor dengan melaksanakan skema kompensasi investor Tingkatkan prasarana pasar dengan penyampaian pesan secara real-time antara peserta pasar dengan organisasi prasarana, suatu sistem perdagangan gabungan yang baru, perdagangan jarak jauh dan model usaha "penyedia jasa"
Penegakan	Tingkatkan tata kelola perusahaan dengan menciptakan istilah khusus untuk model praktik tata kelola, membentuk komite pencalonan untuk pemilihan komisaris independen dan menerapkan pemungutan suara secara kumulatif	Kembangkan Organisasi Otonom untuk meningkatkan kesadaran dan untuk meningkatkan efektivitas dari pelaksanaan dan penegakan peraturan dan perundang-undangan untuk meningkatkan budaya dan praktik perusahaan
Keterampilan	Tingkatkan peran, tanggung jawab dan keterampilan dari para anggota dewan dan komite audit independen	
Pajak	Tangani pajak berganda atas dividen	
Lingkungan yang Kompetitif	Persaingan bursa efek setempat adalah bersifat regional dan global. Untuk lebih siap menghadapi persaingan tersebut, gabungkan dua bursa efek dan tingkatkan teknologi	
Akses	Kembangkan basis investor dalam negeri	Tingkatkan lingkungan untuk Penawaran Umum Perdana (IPO)
Mengembangkan basis investor dan pendidikan investor	Laksanakan pendidikan investor untuk menarik investor baru serta untuk mendukung pengembangan pasar secara berkelanjutan Kembangkan kebijakan pendanaan program pendidikan sebelum demutualisasi bursa efek	Pertimbangkan pembentukan organisasi nirlaba terpisah untuk menjalankan upaya-upaya pendidikan investor secara berkesinambungan

Rekomendasi Kebijakan Prioritas

Prioritas yang paling utama adalah kebijakan untuk meningkatkan kesehatan dan tata kelola perusahaan, meningkatkan prasarana pasar dan memperkuat pengawasan.

Tingkatkan kesehatan perusahaan. Para investor melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan terbaik dalam industri mereka masing-masing setelah melakukan penilaian terhadap perusahaan-perusahaan tersebut berdasarkan tolok ukur secara global. Akhirnya, suatu pasar

hanya sebaik perusahaan-perusahaan yang telah tercatat di pasar tersebut. Temuan ini secara konsisten mengindikasikan bahwa bobot dan profitabilitas perusahaan telah semakin membaik di Indonesia sejak krisis, akan tetapi belum cukup memadai untuk dapat bersaing secara global. Indonesia dengan demikian harus memperlakukan restrukturisasi sebagai upaya yang terus-menerus. Langkah pertama dalam membantu perusahaan-perusahaan untuk mencapai standar yang sesuai dengan norma-norma internasional adalah program pengawasan keuangan perusahaan. Data yang diperoleh dari program tersebut akan memberikan peluang untuk melaksanakan pengkajian dan analisis yang lebih komprehensif terhadap kesehatan keuangan perusahaan di Indonesia. Meskipun pengelolaan makroekonomi yang baik sangat penting untuk mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan, hal ini tidak cukup. Meningkatnya produktivitas pada tingkat perusahaan merupakan faktor penentu utama dari pertumbuhan dan aset. Pihak yang berwenang juga dianjurkan untuk melakukan studi tingkat industri untuk mengkaji produktivitas industri-industri utama dan untuk menentukan apakah reformasi kebijakan (misalnya: dalam bidang-bidang seperti persaingan usaha, praktik usaha, ketenagakerjaan) dapat dilaksanakan untuk meningkatkan produktivitas.

Tingkatkan tata kelola perusahaan. Pada akhirnya, para investor melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan yang baik yang mereka percayai. Tata kelola yang baik bersama dengan keuangan yang baik akan menarik para investor. Untuk mendorong tata kelola perusahaan yang baik, Bursa Efek Jakarta dan Bapepam & LK mungkin perlu untuk mempelajari kemungkinan adanya papan pencatatan terpisah dengan persyaratan pencatatan yang lebih ketat untuk badan usaha yang telah melaksanakan praktik-praktik tata kelola yang sudah baik (lihat Kotak 2.1). Efek dari perusahaan yang tercatat di bursa pada papan pencatatan tersebut dapat dibeli oleh reksadana dan dana pensiun atau bank atau dapat dibeli dengan memberikan sebagian pembayaran terlebih dahulu. Tindakan-tindakan berikut ini direkomendasikan untuk meningkatkan tata kelola perusahaan, yaitu: (a) pembentukan komite pencalonan untuk memperkuat proses pencalonan dan pemilihan komisaris independen, (b) pelaksanaan pelatihan dan peningkatan kesadaran di antara para pemegang saham sebagai bagian dari perubahan budaya usaha, (c) peningkatan peran, tanggung jawab dan keterampilan dari anggota direksi dan komite audit yang independen, (d) peningkatan pemisahan pengelolaan dari pemilik dan penunjukan manajer yang profesional, dan (e) diberikannya kepada pemegang saham minoritas suara yang lebih besar dalam pemilihan komisaris (yaitu menerapkan pemungutan suara kumulatif).

Tingkatkan prasarana dan infrastruktur pasar. Pasar global bergerak menuju otomatisasi yang lebih baik dan penggunaan sistem teknologi yang lebih canggih dan maju untuk meningkatkan operasi dan kendali pasar. Gambaran keseluruhan mendukung paradigma pemrosesan langsung, yang memungkinkan pengurangan tingkat kesalahan dan risiko operasi secara menyeluruh ditambah dengan dasar yang kuat untuk akses dan distribusi informasi. Operasi pasar yang lebih efisien akan mengurangi biaya operasi, meningkatkan pengaturan dan meningkatkan likuiditas dalam pasar. Untuk mencapai hal tersebut, dianjurkan agar Indonesia (a) melaksanakan penyampaian pesan secara *real-time* antara peserta pasar dengan organisasi prasarana, (b) mengevaluasi sistem perdagangan gabungan yang baru, (c) berpindah kepada perdagangan jarak jauh, (d) melaksanakan model usaha "penyedia jasa", dan (e) melakukan demutualisasi dan menggabungkan Bursa Efek Surabaya dengan Bursa Efek Jakarta.

Tingkatkan dan perluas peran dari Bapepam & LK dalam pengawasan. Bapepam & LK mungkin ingin mengambil alih pengawasan langsung terhadap para pialang-pedagang. Ketika pasar menjadi lebih mantap, pialang-pedagang dapat terlibat dalam kegiatan di luar perdagangan efek dan perdagangan berjangka yang lebih sesuai untuk diawasi oleh Bapepam & LK. Akan tetapi, metode pendanaan Bapepam & LK yang ada saat ini—di luar anggaran pemerintah—mungkin harus diubah. Di banyak negara, organisasi yang sejenis dengan Bapepam & LK didanai terutama dari retribusi transaksi yang dikenakan pada bursa. Metode seperti ini akan

memberikan kredibilitas yang lebih besar kepada pendapat bahwa Bapepam & LK merupakan organisasi yang independen.

Kotak 2.1: Novo Mercado: Pasar Saham Baru di São Paulo

Pada bulan April 2001, Bursa Efek Sao Paulo (Bovespa) di Bazil meluncurkan segmen-segmen baru dalam pencatatan saham di bursa untuk perusahaan-perusahaan yang secara sukarela mematuhi praktik-praktik tata kelola perusahaan dan pengungkapan yang baik. Segmen pencatatan di bursa ini dikenal sebagai Tata Kelola Perusahaan Khusus Tingkat 1, Tingkat 2 dan Novo Mercado (Pasar Baru). Di antara ketiga segmen pasar tersebut, Novo Mercado memiliki aturan tata kelola perusahaan pencatatan saham yang paling ketat. Pasar Baru diciptakan untuk menghentikan eksodus pencatatan perusahaan di bursa luar negeri, terutama di Bursa Efek New York, dan untuk mendorong perusahaan teknologi untuk *go public*. Biaya transaksi yang tinggi dan perlindungan pemegang saham minoritas yang buruk dikutip sebagai hambatan utama terhadap perdagangan di Bovespa.

Fitur utama dari Novo Mercado adalah sebagai berikut:

- Penghapusan saham tanpa hak suara yang memperkuat hak investor dengan menghilangkan keberadaan saham prioritas
- Penerapan standar pengungkapan yang jauh lebih tinggi – U.S. GAAP (prinsip-prinsip akuntansi yang diterima umum) atau IAS (standar akuntansi internasional) – yang meningkatkan informasi dalam laporan triwulanan dengan mensyaratkan antara lain laporan keuangan konsolidasi dan audit khusus
- Pemberian hak untuk ikut serta, yang memberikan persyaratan kepada semua pemegang saham yang sama dengan yang diberikan kepada para pemegang saham mayoritas dalam pengalihan saham pengendali
- Ketentuan tentang penawaran lelang, yang mengharuskan perusahaan-perusahaan untuk melaksanakan penawaran lelang berdasarkan nilai ekonomis apabila akan diambil keputusan untuk keluar dari pencatatan di Novo Mercado.
- Pemberian mandat tunggal selama setahun kepada semua direksi
- Modal dasar perusahaan mengambang bebas minimal 25 persen
- Pembentukan dewan arbitrase pasar untuk menyelesaikan konflik di antara para investor dengan perusahaan yang menawarkan alternatif yang lebih aman, cepat dan khusus kepada para investor
- Perbaikan dalam penawaran saham publik yang harus dilakukan melalui mekanisme yang mendukung pendistribusian modal dan akses ritel yang lebih luas.

REKOMENDASI LAINNYA

Rekomendasi berikut ini akan mendukung rekomendasi prioritas tinggi dalam berbagai cara.

Tingkatkan Audit dan Keterbukaan

Profesi pemeriksaan lemah dan perlu ditingkatkan untuk mencapai standar internasional tentang praktik-praktik terbaik. Sejalan dengan hal tersebut, komite audit perlu lebih diefektifkan dengan memperjelas dan memperkuat peran dan fungsi mereka.¹⁶ Pengetahuan dan keterampilan ke-15

¹⁶ Contoh praktik yang baik merupakan rekomendasi dari Komite Pita Biru (*Blue Ribbon Committee*) untuk Peningkatan Efektivitas Komite Audit Perusahaan dan rekomendasi dari Komite Pendaftaran Bursa Efek New York yang dikeluarkan pada tahun 2002.

anggota komite Audit tersebut harus ditingkatkan secara terus-menerus, misalnya melalui salah satu lembaga yang melatih para direksi. Selain itu, Undang-undang Pasar Modal (Pasal 102 - Pasal 110) perlu diubah untuk memperkuat tanggung jawab atas pembuatan laporan keuangan yang tidak benar dan meningkatkan denda karena melakukan hal tersebut. Akan tetapi, untuk jangka pendek, kesulitan dengan lingkungan pengadilan Indonesia berarti bahwa pemberlakuan sanksi secara efektif atas ketidakpatuhan terhadap persyaratan peraturan akan tetap menjadi masalah, meskipun akhir-akhir ini pengadilan Indonesia telah memberikan indikasi bahwa penipuan perusahaan, termasuk kejahatan kerah putih akan ditangani secara lebih berat daripada waktu yang lalu. Sejumlah kasus telah berakhir dengan pidana kurungan yang jarang terjadi di masa yang lalu ketika hanya denda yang dikenakan.

Dengan mengenakan sanksi denda dan pidana kurungan yang lebih berat, pengadilan memberikan sinyal tentang pentingnya akuntabilitas dan transparansi serta tata kelola perusahaan yang baik. Hal ini dapat dengan baik memberikan contoh bagi pihak lainnya untuk diikuti dan harus merupakan penjara bagi praktik-praktik yang buruk.

Di Indonesia, konsep “*whistleblowers*” (pengadu) dan “*hotline*” (jalur yang selalu terbuka) belum merupakan konsep yang banyak dikenal yang digunakan untuk membantu dalam upaya mengidentifikasi penipuan, korupsi dan ketidakpatuhan terhadap peraturan perundang-undangan. Pembuatan peraturan perundang-undangan dan pembangunan kesadaran berkenaan dengan pendekatan ini dapat mempermudah langkah penegakan hukum oleh Bapepam & LK serta Bank Indonesia dan dapat meningkatkan kepatuhan.

Kembangkan Basis Investor Dalam Negeri

Pengembangan basis investor dalam negeri merupakan kebutuhan yang mendesak. Untuk membangun basis investor dalam negeri yang lebih luas, diperlukan upaya bersama dari semua pihak, yaitu—BEJ, BES, KSEI, KPEI, Bapepam & LK, serta pialang efek. Para investor, baik yang merupakan investor dalam negeri atau asing, perorangan atau kelembagaan, mengharapkan adanya hal-hal berikut ini:

- Lingkungan yang transparan dengan arus informasi yang memadai
- Akses yang mudah dan luas terhadap pasar dengan biaya yang wajar
- Pilihan yang baik atas produk investasi
- Perlindungan atas aset secara wajar
- Penyelesaian perselisihan dengan baik.

Upaya-upaya terarah yang dimaksudkan untuk menarik investor dalam negeri seringkali menguntungkan bagi semua investor. Paket-paket insentif, termasuk saham bonus dan diskon dapat diperiksa sebagai kemungkinan untuk menarik investor perorangan untuk ikut serta dalam swastanisasi dan Penawaran Saham Umum Perdana (IPOs).

Tingkatkan Perlindungan Terhadap Pemegang Saham Minoritas

Peningkatan lebih lanjut akan diperlukan untuk meningkatkan hak-hak pemegang saham minoritas dan kemudahan bagi para pemegang saham untuk melaksanakan hak-hak tersebut. Hal ini dapat mencakup langkah-langkah untuk lebih meningkatkan hak-hak para pemegang saham dengan memberikan suara yang lebih besar kepada para pemegang saham minoritas di dewan komisaris, termasuk penerapan pemberian suara kumulatif wajib untuk dewan komisaris. Selain itu, langkah lebih lanjut harus diambil untuk meningkatkan proses pencalonan komisaris independen. Misalnya, semua perusahaan publik dapat disyaratkan untuk membentuk komite pencalonan. Meskipun *class action* (gugatan publik) dan tindakan derivatif diperkenankan,

tindakan tersebut mahal dan dengan demikian telah dibatasi hanya untuk beberapa kasus dan tanpa hasil yang positif.

Kompensasi yang tersedia bagi para pemegang saham apabila hak mereka dilanggar masih terbatas. Meskipun Indonesia memiliki sistem aturan tata kelola perusahaan resmi yang kompleks, yang dalam beberapa hal mungkin tidak secara substansial berbeda dengan negara-negara OECD, praktik-praktik tata kelola perusahaan sering tidak sesuai dengan rekomendasi-rekomendasi dalam prinsip-prinsip OECD. Tantangannya sekarang terletak pada peningkatan kesadaran dan peningkatan efektivitas pelaksanaan dan penegakan peraturan dan perundang-undangan untuk meningkatkan budaya dan praktik-praktik perusahaan. Hal ini dapat dilakukan melalui dukungan untuk aktivisme pemegang saham dan kelompok advokasi.

Pendidikan bagi Investor Ritel

Pendidikan investor tidak hanya membawa manfaat segera dengan mencari investor baru, akan tetapi juga penting untuk pengembangan pasar secara terus-menerus. Kebijakan tentang cara pendanaan kegiatan tersebut sebaiknya dipetakan sebelum BEJ didemutualisasi dan menjadi badan pencari keuntungan.

Pendidikan investor juga merupakan tanggung jawab dari regulator di banyak negara. Misalnya, di Inggris Raya, Otoritas Jasa Keuangan memiliki tanggung jawab wajib atas pendidikan investor dan melaksanakan tanggung jawab tersebut dengan mendedikasikan bagian terpisah untuk kegiatan tersebut. Kegiatan-kegiatannya dibiayai dari biaya yang dibayar oleh perusahaan yang diatur kepada Otoritas Jasa Keuangan tersebut. Di Amerika Serikat, sebuah yayasan didirikan untuk memberikan informasi bermutu tinggi dan mudah diakses serta peralatan kepada para investor untuk lebih memahami investasi dan pasar. Yayasan Pendidikan Investor NASD, dengan dana awal sebesar \$10 juta, berfungsi sebagai organisasi nirlaba terpisah dan melengkapi upaya-upaya pendidikan investor. Indonesia harus mempertimbangkan pembentukan organisasi sejenis. Bapepam & LK mungkin perlu mengemban tanggung jawab tersebut.

Sederhanakan Peraturan yang Mengatur Benturan Kepentingan

Bapepam & LK harus mengkaji ulang peraturan ini dengan suatu pandangan untuk mengecualikan transaksi yang tidak melampaui nilai yang telah ditetapkan dan dilakukan dalam kegiatan usaha yang biasa. Pada waktu yang bersamaan, komite audit dari perusahaan yang tercatat di bursa harus diwajibkan untuk mengkaji ulang kelayakan dari semua transaksi pihak terkait dan menulis keterangan tentang hal tersebut dalam laporan komite audit yang merupakan bagian dari laporan tahunan. Apabila tidak terdapat transaksi dengan benturan kepentingan selama satu tahun, maka keterangan nihil harus dicantumkan.

Selesaikan Demutualisasi

Perlunya untuk mengupayakan demutualisasi adalah sesuatu yang pasti. Setelah demutualisasi, penting untuk terus mengupayakan kebijakan pengembangan pasar. Untuk memastikan bahwa hal ini dilakukan, sebagian dari pendapatan demutualisasi bursa dapat digunakan untuk membentuk dana pengembangan pasar. Perlu dipastikan bahwa peran pengembangan untuk menarik lebih banyak pencatatan saham di bursa dan lebih banyak transaksi dengan mengenakan biaya yang kompetitif, tidak dirusak oleh upaya-upaya untuk meningkatkan profitabilitas dengan cara menaikkan biaya. Dengan demikian, perubahan harga oleh bursa yang telah didemutualisasikan harus mendapatkan persetujuan dari Bapepam & LK. Praktik pemilihan komisaris dan direksi setiap tiga tahun merupakan hal yang lazim di antara perusahaan-perusahaan yang tercatat di bursa. Akhirnya, memiliki papan yang terpisah untuk pencatatan

saham perusahaan bermodal kecil di bursa merupakan hal yang kontraproduktif; BEJ sebaiknya mempertimbangkan untuk hanya memiliki satu papan pencatatan.

Penggabungan Bursa Efek Jakarta dengan Bursa Efek Surabaya

Untuk jangka menengah, penggabungan Bursa Efek Jakarta dengan Bursa Efek Surabaya, yang diikuti dengan demutualisasi —pengintegrasian sistem-sistem dan fungsi-fungsi administratif— dapat menjadi cara yang efektif untuk meningkatkan pasar secara keseluruhan.

Konsolidasi bursa efek merupakan suatu kecenderungan global. Misalnya, baru-baru ini, Kelompok Bursa Efek New York (NYSE) telah melakukan demutualisasi dan mencatatkan dirinya sendiri di bursa. NYSE secara terang-terangan memperlihatkan keinginannya untuk menggabungkan kekuatan dengan bursa efek Eropa. NYSE juga telah bereaksi dengan cepat dan dengan pasti terhadap perubahan teknologi dengan mengintegrasikan Archipelago, sebuah bursa efek yang sepenuhnya elektronik dan meluncurkan sebuah sarana transaksi hibrida yang menggabungkan perdagangan secara elektronik dengan sistem komunikasi verbal terbuka tradisional.

Tantangan yang dihadapi NYSE dan responsnya tidak bersifat unik; hal ini merupakan contoh dari penggabungan dan percepatan kecenderungan di antara bursa-bursa dunia. Hal ini mencakup perubahan dari kepemilikan bersama menjadi bursa tercatat di bursa, kemajuan yang pesat dan sosialisasi teknologi serta para pengguna yang semakin canggih yang ingin melakukan transaksi lintas batas dan lintas kelas aset. Demikian pula, pada dekade terakhir telah terjadi suatu perubahan yang sangat besar secara global dalam konsolidasi bursa keuangan. Kecenderungan tersebut telah mengakibatkan penurunan biaya dan kemajuan teknologi. Kecenderungan tersebut telah memunculkan pertanyaan yang sulit tentang siapa dan bagaimana harus mengatur badan usaha yang terkonsolidasi secara global dan bagaimana caranya. Badan-badan pengatur dengan perlahan sedang melakukan penyesuaian dan memberikan respon.

Sementara itu, Indonesia sangat lambat dalam menanggapi kecenderungan global dan dalam merasionalisasi bursa efeknya. Sebagai akibatnya, Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya berfungsi kurang optimal. Indonesia perlu mencari solusi yang berani, seperti penggabungan Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya, perubahan platform, dan pencatatan dalam bursa Pan-Asia. Dalam hal ini, Bapepam & LK perlu mempertimbangkan cara untuk berbagai kewenangan pengawasan pengaturan dengan badan yang telah didemutualisasi dan swasta.

Pengembangan Kapasitas Organisasi Otonom

Organisasi otonom yang efektif di bawah pengawasan Bapepam & LK, merupakan hal yang sangat penting untuk kesuksesan pengembangan pasar modal di Indonesia. Rangkuman eksekutif dari laporan ini mencatat kapasitas profesi yang lemah dalam sektor keuangan Indonesia. Dengan demikian, masalah generasi selanjutnya dalam pengembangan pasar modal di Indonesia adalah perlunya untuk membina organisasi otonom yang kuat dengan kapasitas kelembagaan dan insentif untuk mengawasi pengembangan dan pengaturan pasar. Penguatan lembaga-lembaga profesional merupakan kebutuhan yang mendesak yang tujuan akhir adalah untuk memberikan kepada lembaga-lembaga profesional tersebut tanggung jawab otonom. Hanya dengan membina lembaga-lembaga profesional tersebut secara memadai, maka lembaga-lembaga profesional tersebut dapat diubah menjadi otoritas otonom. Mungkin organisasi otonom paling penting untuk dikembangkan lebih lanjut adalah bursa efek, yang mengawasi aturan dan peraturan pasar. Untuk membuat dan menegakkan peraturan dan standar industri, asosiasi profesi dan industri diperlukan untuk para pialang-pedagang, akuntan, pengacara dan industri reksadana dan dana pensiun.

Penciptaan Iklim yang Kondusif bagi Penawaran Umum Perdana (IPO)

BEJ harus proaktif dalam mencatatkan perusahaan-perusahaan dalam bursa. Selama jangka waktu setahun, BEJ harus menjalin kerjasama erat dengan para akuntan publik dan bank, yang para nasabahnya berasal dari berbagai industri dan yang dapat memberikan daftar perusahaan yang potensial untuk dicatatkan sahamnya di bursa. BEJ harus menyelenggarakan lokakarya untuk para nasabah tersebut untuk mensosialisasikan informasi tentang manfaat, mekanisme, tanggung jawab dan biaya untuk pencatatan di bursa. Beberapa dari upaya tersebut di atas telah dilakukan oleh BEJ dalam beberapa tahun yang lalu.

Tingkatkan Perlindungan terhadap Investor

Aturan Bapepam & LK VI.A.3 (7), yang mensyaratkan perusahaan efek untuk mengasuransikan kerugian keuangan kepada para pemegang rekening apabila terjadi kebangkrutan, sebaiknya dicabut. Asuransi tidak ada atau terlalu mahal serta aturan tidak ditegakkan. Meskipun demikian, masalah perlindungan investor perlu ditangani dan banyak pasar telah melakukan hal tersebut dengan melaksanakan skema kompensasi investor. Skema tersebut dapat dibuat dalam berbagai bentuk, akan tetapi skema tersebut pada umumnya memberikan kompensasi kepada para investor, secara penuh atau secara sebagian, atas kegagalan penengah keuangan. Disamping memberikan perlindungan investor yang diperlukan, skema tersebut juga memberikan kepercayaan tambahan kepada yang melakukan perdagangan di pasar, mendorong para investor baru yang sebaliknya jangan dulu ikut serta.

Dalam lingkungan Indonesia, apabila terdapat struktur kelembagaan untuk menjamin (sebagian dari) simpanan tabungan di bank, sulit untuk mempengaruhi para individu untuk mengubah atau mengalihkan bagian dari tabungan mereka menjadi investasi dalam ekuitas tanpa adanya suatu bentuk dana jaminan. Juga sesuai dalam hal tersebut di atas untuk mengganti Aturan VI.A.3(7) dengan dana jaminan sehingga dana dapat dikembangkan secara progresif sejalan dengan pasar yang terus berkembang dan tumbuh.

Banyak pasar memiliki skema kompensasi untuk para investor, termasuk Amerika, Kanada, Inggris Raya, Hong Kong (Cina), Singapura, dan Malaysia. Bursa Efek Thailand baru saja mengumumkan keputusannya untuk membentuk sebuah skema kompensasi investor pada penghujung tahun ini. Bapepam & LK serta BEJ perlu merancang aturan baru untuk mengatur skema kompensasi tersebut. Hal-hal berikut ini perlu untuk dipertimbangkan:

- Batasi skema hanya untuk klaim oleh nasabah ritel karena nasabah kelembagaan memiliki kelengkapan yang lebih baik untuk menilai risiko yang berkaitan dengan pialang tertentu dan memiliki kapasitas yang lebih baik untuk mengurangi risiko dengan menganekaragamkan kegiatan mereka melalui beberapa pialang
- Lindungi kerugian yang timbul dari (a) setiap penggelapan oleh perusahaan efek, direksinya atau karyawannya atau (b) kebangkrutan perusahaan efek
- Batasi pembayaran hanya untuk persentase tertentu (katakan misalnya 80 persen) dari kerugian, dengan ketentuan jumlah maksimal (katakan sebesar Rp.100 juta) per nasabah
- Wajibkan para pihak yang mengupayakan kompensasi dari skema untuk menggantikan hak mereka untuk mencegah setiap pihak melakukan "pengambilan keuntungan ganda" dari dana perusahaan yang bangkrut.

Sebagian besar skema didanai melalui retribusi yang dikenakan kepada para perantara pasar. Manfaat dari retribusi adalah bahwa dana kompensasi berkembang selama bertahun-tahun, dan retribusi dapat dilepaskan apabila dana telah mencapai jumlah tertentu. Inilah kondisi yang terjadi

pada Dana Jaminan Nasional Bursa Efek Australia. Segi negatifnya adalah perlu waktu agar dana mencapai jumlah tertentu dan mungkin tidak memadai untuk melakukan pembayaran yang perlu dilakukan pada tahun-tahun awal. Mungkin perlu untuk mengizinkan berlakunya skema untuk meminjam sampai dengan jumlah tertentu dari suatu bank atau lembaga lainnya. Di beberapa negara, pemerintah yang bersangkutan memberikan pembiayaan yang diperlukan.

Dengan adanya skema kompensasi tidak berarti bahwa para nasabah dapat melakukan perdagangan tanpa risiko. Dengan demikian, perlu untuk mempublikasikan bahwa skema tersebut (a) hanya melindungi para nasabah dari perusahaan efek, (b) hanya menangani hubungan antara para nasabah dengan para pialang dan tidak mencakup kerugian yang timbul dari pilihan investasi yang buruk, dan (c) mengenakan batas atas jumlah kompensasi yang dibayar dan dengan demikian mensyaratkan para nasabah untuk menanggung beberapa risiko.

REFERENSI

Claessens, Stijn, dengan Simeon Djankov dan Larry Lang. 2000. "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 81–112.

Hail, Luzi, dan Christian Leuz. 2006. "International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?" Segera Tersedia di *Jurnal Penelitian Akuntansi*.

Levine, Ross, dan Sarah Zervos. 1996. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." Kertas Kerja Penelitian Kebijakan 1690, Bank Dunia, Washington, DC, Desember.

McKinsey & Company dan J. P. Morgan. 2002. "The Future of Equity Trading in Europe." Februari.

Bank Dunia. 2005. "Doing Business: Snapshot of Indonesia." Washington, DC. Dapat diperoleh di <http://www.doingbusiness.org/ExploreEconomies/Default.aspx?economyid=90>.

Federasi Bursa Dunia. 2004. 2004 Annual Report.

www.estandardsforum.com/.

www.acga-asia.org/.

BAB 3

PASAR OBLIGASI INDONESIA

Pasar obligasi pemerintah dan korporasi yang berfungsi dengan baik merupakan faktor penopang utama untuk perekonomian modern. Pasar obligasi merupakan penghubung bagi emiten-emiten yang membutuhkan dana jangka panjang dengan investor yang ingin menempatkan dana mereka pada efek-efek yang menghasilkan bunga jangka panjang. Pasar obligasi dalam negeri yang telah berkembang dengan baik dewasa ini menawarkan berbagai peluang pendanaan bagi sektor pemerintah dan swasta, di mana lazimnya pertumbuhan pasar obligasi pemerintah turut menciptakan peluang bagi perkembangan emiten-emiten lain. Perkembangan Pasar obligasi memegang peranan penting dalam beberapa hal berikut ini:

- Membantu pemerintah dalam melakukan mobilisasi dana untuk kebutuhan investasi.
- Menciptakan akses bagi perusahaan-perusahaan untuk mendapatkan dana secara langsung dari pasar, yang berdampak pada terciptanya suatu iklim pasar yang kondusif serta menyediakan persaingan yang sehat untuk sistem perbankan, dalam upaya mengurangi risiko sistematis.
- Menyediakan akses kepada investor terhadap berbagai macam instrumen keuangan untuk melakukan investasi baik secara langsung maupun tidak langsung pada instrumen reksadana, dana pensiun dan perusahaan asuransi.
- Bilamana tercipta suatu pasar obligasi yang telah mapan, maka mekanisme pasar akan dapat berperan lebih banyak. Hal ini juga turut berdampak positif pada terciptanya suatu iklim transparansi dan tingkat akuntabilitas yang lebih baik di pasar obligasi perusahaan, yang pada akhirnya turut mendukung tumbuhnya komunitas analis keuangan dan lembaga pemeringkat rating.

Di banyak Negara, pasar obligasi merupakan sumber utama pendanaan jangka panjang karena sumber pendanaan perbankan yang pada umumnya bersumber dari dana jangka pendek membatasi bank dalam menyalurkan pinjaman-pinjaman jangka panjang. Oleh karena itu, negara memerlukan pasar obligasi yang telah berkembang dengan baik dalam rangka meningkatkan efisiensi pengalokasian dan meningkatkan ketersediaan modal. Selain itu, terciptanya pasar obligasi dalam negeri yang kuat mengurangi ketergantungan pada arus modal asing dan memperkuat daya tahan sistem keuangan suatu negara terhadap berbagai volatilitas eksternal.

Di Indonesia, pasar obligasi masih berada pada tahap awal, sehingga aspek pengembangan berikutnya akan menjadi prioritas penting bagi pemerintah. Dalam kurun waktu perkembangannya, pasar obligasi pemerintah telah tumbuh dengan pesat, dari sama sekali tidak ada obligasi pemerintah sebelum tahun 1997, obligasi pemerintah yang diperjualbelikan dewasa ini bernilai total Rp 389 trilyun (14,2 persen dari PDB). Walaupun sebagian besar dari jumlah tersebut pada awalnya didorong oleh rekapitalisasi sistem perbankan, saat ini pasar obligasi merupakan salah satu alternatif bagi pemerintah dalam memenuhi kebutuhan dana regulernya, dengan total nilai emisi bersih tahunan berkisar 1 persen dari PDB. Dewasa ini, pemerintah menerapkan strategi pengelolaan utang untuk meningkatkan bagian utang dalam negeri dalam total utang pemerintah.

Pasar obligasi korporasi, walaupun volumenya lebih kecil dibandingkan dengan pasar obligasi pemerintah, juga terus berkembang saat ini, dengan total nilai emisi sebesar lebih kurang Rp 63 trilyun. Terciptanya pasar obligasi korporasi yang kondusif turut mendukung emiten dalam memperoleh pendanaan dengan biaya yang lebih murah dengan menggunakan berbagai instrumen yang sesuai dengan kebutuhan-kebutuhan mereka. Selama ini, perusahaan mengandalkan sumber pendanaan dari perbankan dalam pemenuhan kebutuhan pinjaman, namun pinjaman bank saja tidaklah cukup untuk memenuhi semua kebutuhan dana untuk menggerakkan perekonomian Indonesia. Hal ini menyebabkan, tumbuhnya pasar obligasi perusahaan merupakan suatu langkah penting dalam mendiversifikasi sumber-sumber keuangan perusahaan, mengurangi ketergantungan pada pinjaman bank, dan mengurangi kerentanan sistem keuangan terhadap berbagai volatilitas di masa yang akan datang.

Permintaan dari sumber-sumber lainnya juga mengalami peningkatan. Berkaitan dengan komitmen Indonesia untuk melaksanakan berbagai agenda pembangunan infrastruktur, yang sebagian besarnya diharapkan akan didanai dengan modal swasta yang dimobilisasi dari pasar modal dalam dan luar negeri, salah satu wacana yang sedang dikembangkan untuk mendorong pembiayaan proyek-proyek infrastruktur swasta tersebut adalah melalui pasar obligasi dalam negeri. Selain itu, dalam jangka menengah, seiring dengan perkembangan otonomi daerah, pemerintah daerah akan semakin membutuhkan akses terhadap pasar obligasi. Secara umum, pasar obligasi dalam negeri akan memegang peranan penting bagi sektor keuangan Indonesia. Oleh karena itu, pemerintah harus senantiasa tanggap dalam menangani masalah-masalah kebijakan utama yang menghambat perkembangannya dan membina pertumbuhannya. Bab berikut ini akan memberikan beberapa rekomendasi sesuai dengan tujuan tersebut.

STRUKTUR

Pasar obligasi Indonesia masih terhitung relatif kecil jika dibandingkan dengan pasar obligasi regional, dengan prasarana perdagangan yang masih terus berkembang, di mana pemerintah berperan sebagai penerbit obligasi, sedangkan Bank bertindak sebagai investor dan perantara. Instrumen dalam pasar obligasi terdiri dari surat utang pemerintah, surat utang perusahaan, surat utang bank, dan surat utang perusahaan milik negara, di mana obligasi pemerintah (lihat tabel 3.1) merupakan instrumen mayoritas. Sertifikat Bank Indonesia juga merupakan bagian penting dari pasar obligasi, namun tujuan penerbitannya lebih ditujukan untuk kepentingan khusus, yaitu sebagai salah satu instrumen kebijakan moneter - bukan untuk investasi pembiayaan. Dengan demikian, obligasi sebagai salah satu instrumen utang dapat dipertimbangkan sebagai salah satu alternatif pembiayaan dan investasi yang menguntungkan, baik dari sisi pinjaman bank (bagi peminjam) maupun deposito bank (bagi penabung).

Tabel 3.1: Obligasi, Kredit Perbankan dan Kapitalisasi Pasar Modal, 2002 - 2005

Indikator	2002	2003	2004	2005
Pinjaman bank				
Jumlah (Rp. trilyun)	371.1	440.5	559.5	695.6
Persentase dari PDB	19.9	21.5	24.7	25.5
Obligasi pemerintah				
Jumlah (Rp. trilyun)	419.4	403.4	402.1	388.9
Persentase dari PDB	22.5	19.7	17.8	14.2
Sertifikat Bank Indonesia				
Jumlah (Rp. trilyun)	76.9	101.4	94.1	54.3
Persentase dari PDB	4.1	5.0	4.2	2.0
Obligasi Perusahaan				
Jumlah (Rp. trilyun)	19.6	44.9	62.8	62.8
Persentase dari PDB	1.1	2.2	2.8	2.3
Persentase dari total	1.7	3.1	3.5	3.1
Kapitalisasi pasar modal				
Jumlah (Rp. trilyun)	268.8	460.3	679.9	801.3
Persentase dari PDB	14.4	22.5	30.1	29.4
Total				
Jumlah (Rp. trilyun)	1,155.7	1,450.6	1,798.4	2,002.8
Persentase dari PDB	62.0	70.9	79.5	73.4

Sumber: Bapepam & LK, Bank Indonesia

a. Dipegang oleh bank-bank umum

PENERBIT SURAT UTANG (OBLIGASI)

Penerbit obligasi yang utama adalah pemerintah dan perusahaan-perusahaan.

Obligasi Pemerintah. Indonesia telah mencapai kemajuan yang pesat dalam membangun struktur fondasi yang kuat bagi perkembangan pasar obligasi pemerintah. Sebelum tahun 1997, Indonesia tidak memiliki pasar obligasi pemerintah — karena adanya kebijakan Anggaran Berimbang — di mana pemerintah membiayai kebutuhan modalnya dari sumber-sumber pembiayaan internasional jangka panjang yang bersifat resmi, baik dalam bentuk pinjaman bilateral maupun multilateral. Tidak lama setelah krisis moneter pada tahun 1997–1998, pemerintah menempatkan obligasi di bank-bank yang sedang ‘sakit’ untuk tujuan rekapitalisasi dan penyehatan bank-bank tersebut. Tidak kurang dari Rp.430 trilyun dana yang disebut obligasi “rekap” ditempatkan langsung di bank-bank tersebut antara tahun 1997 dan 2000. Selain obligasi rekap tersebut, tercatat Surat Utang Negara yang tidak dapat diperdagangkan dengan nilai sekitar Rp.220 trilyun telah ditempatkan pada Bank Indonesia (BI), termasuk di dalamnya adalah obligasi tanpa bunga sebesar Rp.144 trilyun. Pada saat itu, utang dalam negeri pemerintah yang berjumlah total kurang lebih Rp.654 trilyun mencapai sekitar 52 persen dari PDB pada akhir tahun 2000. Pada bulan Desember 2002, pemerintah mulai menerbitkan obligasi dalam negeri. Antara tahun 2002 dan 2005, pemerintah berhasil mengumpulkan dana sekitar Rp.60 trilyun dengan menerbitkan obligasi dalam negeri, dan bagian utang dalam negeri pemerintah yang belum terbayarkan hingga saat ini (termasuk kepada BI) adalah sebesar Rp.648 trilyun (23,7 persen dari PDB; lihat tabel 3.2).

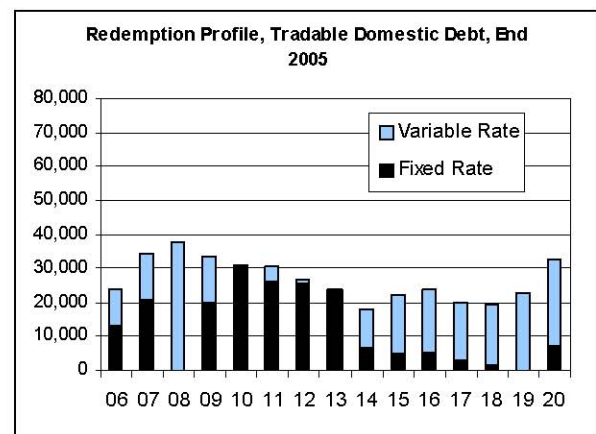
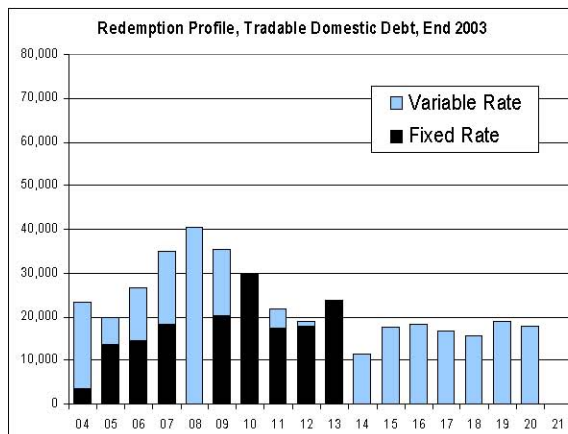
Tabel 3.2: Utang Pemerintah Pusat, 1999 – 2005 (dalam Trilyun Rupiah kecuali dinyatakan lain)

Jenis Utang	2002	2001	2002	2003	2004	2005
Dalam Negeri						
Penerbitan obligasi	-	-	2.0	11.7	23.6	22.6
Total jumlah yang tertunggak	654	647	651	617	631	648
Persentase dari total	51.6	50.8	52.6	50.8	48.9	50.1
Persentase dari PDB	47.0	38.4	34.9	30.2	27.9	23.7
Luar Negeri						
Total jumlah yang tertunggak	613	627	587	598	660	646
Persentase dari total	48.4	49.2	47.4	49.2	51.1	49.9
Persentase dari PDB	44.1	37.2	31.5	29.2	29.2	23.7
Total						
Total jumlah yang tertunggak	1,226.8	1,274.0	1,238.0	1,215.0	1,291.0	1,294.0
Persentase dari PDB	91.2	75.6	66.4	59.4	57.1	47.4

Sumber: Bank Indonesia, DPSUN (Departemen Keuangan) Catatan: Nilai tukar pada akhir tahun. Utang luar negeri tidak mencakup utang kepada Dana Moneter Internasional.

Selain emisi baru, Departemen Keuangan telah mengubah struktur utang dalam negeri Indonesia dengan melaksanakan operasi *buyback* (pembelian kembali) dan *asset-bond swap* (penukaran aset dengan obligasi). Departemen Keuangan juga berupaya membuat rangkaian acuan dengan menerbitkan instrumen utang dengan kupon tetap dengan masa jatuh tempo jangka menengah (misalnya, tiga sampai tujuh tahun) dan mendorong sekuritisasi (lihat gambar 3.1 dan tabel 3.1).¹⁷

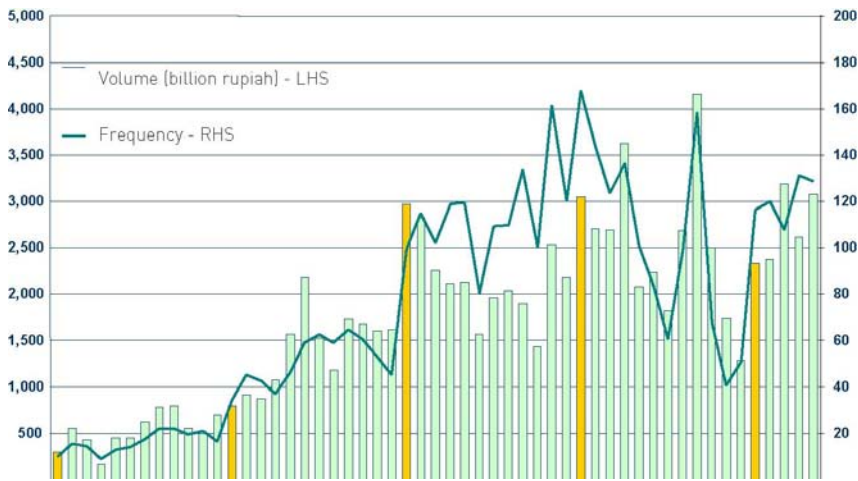
Sementara itu, perdagangan di pasar sekunder telah meningkat cukup pesat dalam beberapa tahun terakhir, terutama karena penjualan obligasi rekap secara bertahap dan penerbitan obligasi-obligasi baru oleh Departemen Keuangan (lihat gambar 3.2). Bank-bank Rekap yang merupakan penjual netto dari obligasi rekap, telah mengalihkan portofolio obligasi rekapnya dari rekening investasi ke rekening perdagangan dan menjualnya secara bertahap melalui mekanisme pasar sekunder.

Gambar 3.1: Surat Utang Dalam Negeri yang Dapat Diperdagangkan, Akhir Tahun 2003 dan Akhir Tahun 2005 (Rp milyar)

Sumber: Bapepam & LK, Departemen Keuangan

¹⁷ Pergeseran dari instrumen bertarif tidak tetap ke instrumen bertarif tetap juga menggambarkan strategi Departemen Keuangan untuk mengurangi risiko suku bunga

Gambar 3.2: Perdagangan Obligasi Pemerintah di Pasar Sekunder, Januari 2002 – Mei 2006



Sumber: Bapepam & LK

Obligasi Pemerintah Daerah dan BUMD. Sejak tahun 1979 sampai tahun 2004, pemerintah daerah dan BUMD mendapatkan pinjaman secara eksklusif dari pemerintah pusat. Syarat dan ketentuan pinjaman tersebut ditetapkan secara terpusat dan tidak mencerminkan perbedaan antara mutu kredit dari masing-masing peminjam. Jumlah total pinjaman yang dicairkan dalam jangka waktu tersebut masih relatif sedikit — Rp 5.8 triliun, atau kurang dari 0,3 persen dari GDP tahun 2004. Namun, tingkat pengembalian pinjaman tersebut masih sangat rendah, tercatat total tunggakan mencapai sebesar kurang-lebih 48 persen pada tahun 2004. Pinjaman tersebut juga disertai dengan pinjaman jangka pendek dari bank-bank pemerintah atau bank-bank umum untuk keperluan pengelolaan arus kas.

Sejak tahun 2001, Pemerintah meluncurkan program desentralisasi yang ambisius dan mengembangkan sistem pinjaman pemerintah daerah yang lebih "berbasis pasar". UU No. 33/2004 menetapkan kerangka dasar bagi pinjaman pemerintah daerah. Dengan mekanisme yang dibentuk tersebut sekarang pemerintah-pemerintah daerah dapat meminjam dari berbagai sumber, baik pemerintah pusat, pemerintah daerah lain, bank, lembaga-lembaga keuangan maupun dari masyarakat melalui obligasi pemerintah daerah yang diterbitkan di pasar modal. Namun, pemerintah daerah tidak dapat meminjam secara langsung dari sumber-sumber internasional, kecuali melalui dana pinjaman subordinasi dari pemerintah pusat. Pinjaman pemerintah daerah tunduk pada beberapa ketentuan, yaitu: (a) batas pinjaman maksimum kumulatif yang ditentukan oleh pemerintah pusat tiap tahun dan (b) persyaratan pinjaman pemerintah daerah (misalnya tunggakan total utang tidak melebihi 75 persen dari pendapatan pemerintah daerah dikurangi pengeluaran wajib dan pemerintah daerah tidak memiliki tunggakan kepada pemerintah pusat). Pemerintah pusat tidak menjamin obligasi pemerintah daerah, dan pemerintah daerah tidak dapat menjaminkan pinjaman tersebut kepada pihak ketiga. Undang-undang tersebut juga menyatakan bahwa pendapatan dan harta kekayaan pemerintah daerah tidak dapat digadaikan sebagai jaminan atas pinjaman pemerintah daerah kecuali apabila suatu proyek didanai dengan obligasi pemerintah daerah.

Ditinjau dari perspektif fiskal murni, banyak pemerintah daerah di Indonesia yang memiliki kapasitas untuk mengeluarkan surat utang. Akan tetapi, dewasa ini lebih banyak pemerintah daerah yang berperan sebagai investor (*net-savers*). Secara total, pemerintah-pemerintah daerah telah menginvestasikan lebih dari Rp.35 triliun dalam kurun waktu 2001 dan 2005 (1,3 persen dari PDB tahun 2005). Hingga saat ini, belum ada pemerintah daerah yang menerbitkan obligasi. Bulan Juli 2005 yang lalu, PAM Lyonnaise Jaya menerbitkan obligasi senilai Rp.650 milyar. Perusahaan ini adalah perusahaan pengelolaan air minum untuk bagian barat Jakarta dan dioperasikan

berdasarkan kontrak kerja bersama dengan PAM Jaya yang bertindak atas nama pemerintah DKI Jakarta. Transaksi ini adalah penerbitan obligasi yang pertama dari sebuah perusahaan yang bergerak dalam bidang air minum di Indonesia.¹⁸ Bank-bank pembangunan daerah, yang dimiliki pemerintah daerah, merupakan satu-satunya penerbit obligasi pemerintah daerah yang sebenarnya di Indonesia. Pada tahun 2005 terdapat dua penerbitan dengan jumlah total Rp 400 milyar.

Obligasi Korporasi. Pasar obligasi korporasi masih relatif kecil volumenya, namun terus berkembang. Pada akhir tahun 2005, terdapat 158 penerbit obligasi korporasi, dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp.62,8 trilyun (US\$6,4 milyar). Jumlah obligasi korporasi yang beredar hanya sebesar 2,3 persen dari PDB, jauh dibandingkan dengan rata-rata volume regional yang besarnya mencapai 20 persen. Obligasi korporasi hanya berkisar 3.1 persen dari pasar pembiayaan dalam negeri (surat utang pemerintah, pinjaman bank, dan pasar modal) dan masih memiliki ruang yang cukup luas untuk tumbuh.

Lembaga-lembaga keuangan, seperti bank, perusahaan-perusahaan pembiayaan (*multifinance*) serta perusahaan-perusahaan infrastruktur dan energi merupakan penerbit obligasi korporasi yang utama (lihat tabel 3.3). Terkecuali perusahaan prasarana dan utilitas, sebagian besar penerbit yang sifatnya non-bank adalah perusahaan berskala kecil, dengan volume penerbitan yang juga relatif kecil, berkisar Rp.240 milyar. BUMN dan perbankan juga termasuk penerbit utama surat utang perusahaan, tercatat diantaranya adalah empat bank, dua perusahaan semen, tiga perusahaan konstruksi, tiga perkebunan, satu perusahaan energi, satu perusahaan sekuritas, dan satu perusahaan jalan tol, bandara dan pelabuhan. Namun, secara total, volume penerbitan obligasi dari sektor-sektor tersebut hanya merupakan bagian kecil dari pasar obligasi korporasi, karena perusahaan-perusahaan tersebut juga mengandalkan pinjaman bank sebagai pemenuhan kebutuhan investasi.

Tabel 3.3: Penerbitan Obligasi korporasi, per Sektor, 2005

Sektor	Jumlah (trilyun Rupiah)	Persentase Total
Perusahaan keuangan	3.1	38.5
Prasarana dan energi	2.9	35.7
Perbankan	2.1	25.8
Total	8.1	100.0

Sumber: Bapepam & LK

Secara lebih umum, pembiayaan utang oleh perusahaan, termasuk pinjaman dari bank, tumbuh dengan lambat, meskipun terdapat pertumbuhan dari sisi pembiayaan ritel/konsumen. Fenomena tersebut bukan hanya disebabkan oleh adanya efek "*Crowding-Out*" dari pinjaman pemerintah, karena rasio utang dalam negeri pemerintah terhadap PDB telah turun (tabel 3.2). Bahkan, sistem perbankan memiliki likuiditas yang relatif cukup tinggi untuk menyalurkan pinjaman secara agresif bagi pembiayaan konsumen, namun tidak disalurkan untuk pembiayaan perusahaan. Pasca krisis, tingginya risiko kredit serta lemahnya sistem peradilan dan kerangka hukum, terutama pada saat diperlukan adanya eksekusi jaminan, merupakan faktor penyebab rendahnya tingkat kredit, selain mandeknya permintaan terhadap dana jangka panjang dari sektor perusahaan. Besarnya beban utang dalam neraca keuangan juga membuat perusahaan enggan untuk melakukan peminjaman secara agresif untuk keperluan investasi. (Lihat bab 2 tentang pembahasan keuangan perusahaan di Indonesia.)

Belakangan ini, pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan mendorong adanya peningkatan permintaan perusahaan terhadap dana jangka panjang, terutama untuk tujuan investasi dan

¹⁸ Akan tetapi perusahaan ini berbeda dengan perusahaan air minum milik pemerintah daerah lain di Indonesia karena sponsor internasional swastanya memungkinkannya mendapatkan peringkat A- dan mendapatkan akses ke pasar modal

peningkatan kapasitas. Permintaan konsumen saat ini juga menggerakkan siklus industri ke arah efisiensi pengelolaan persediaan, optimalisasi penggunaan kapasitas produksi, dan pada akhirnya bermuara pada investasi perusahaan untuk peningkatan kapasitas produksi. Faktor-faktor yang mendasari kecenderungan peningkatan investasi perusahaan nampaknya cukup kuat. Berdasarkan ilustrasi tersebut, permintaan perusahaan untuk dana pembiayaan yang bersifat jangka panjang diperkirakan akan meningkat. Sebagai dampak positifnya, jumlah obligasi korporasi yang beredar meningkat lima kali lipat dari tahun 2000 sampai 2005 (lihat tabel 3.4)—walaupun dengan basis yang kecil.

Tabel 3.4: Indikator Penerbitan Obligasi Korporasi, 2000–2005 (Rp trilyun)

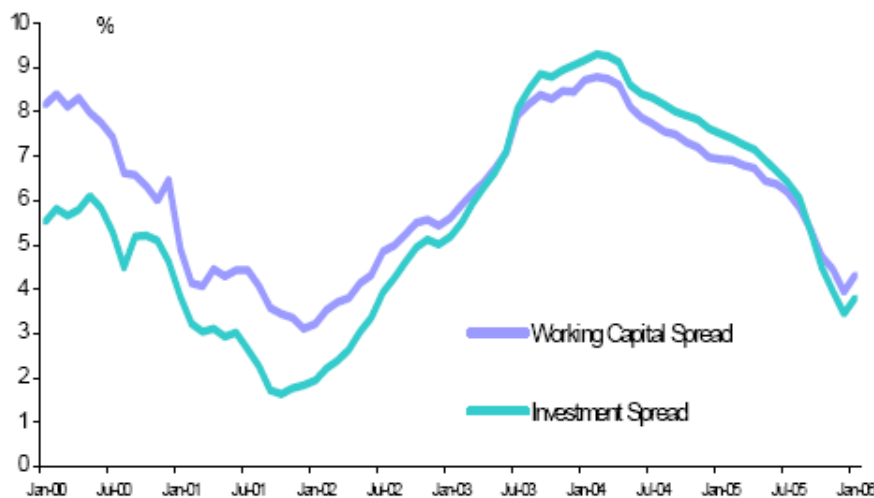
Indikator	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Jumlah penerbit	91	94	100	136	152	158
Jumlah tertunggak	12.1	14.3	19.6	44.9	62.8	62.8
Jumlah yang diterbitkan	-	2.2	5.6	25.7	17.9	8.1

Sumber: Bapepam & LK

-Tidak tersedia.

Tingkat selisih (*spread*) antara suku bunga deposito dan pinjaman merupakan suatu indikator penting untuk melihat tingkat efisiensi fungsi intermediasi lembaga keuangan, termasuk diantaranya daya saing bank dibandingkan dengan pasar obligasi. Umumnya, semakin besar selisih tersebut, pembiayaan dengan instrumen obligasi akan menjadi semakin menarik, terutama pada obligasi-obligasi yang ditawarkan kepada publik. Setelah kuartal pertama tahun 2004, bank-bank secara berangsur-angsur mempersempit *spread* tersebut. Per Januari 2006, suku bunga deposito satu bulan berkisar antara 12,0 persen dan 12,9 persen untuk 24 bulan, sementara suku bunga pinjaman berkisar antara 15,8 sampai 16,3 persen. Hal ini mencerminkan tingginya tingkat kompetisi di pasar obligasi dan adanya perbaikan kualitas kredit dari sisi peminjam. Namun, jika dibandingkan dengan bank-bank lain di kawasan, selisih tingkat suku bunga di Indonesia masih menduduki posisi tertinggi.

Gambar 3.3: Selisih Tingkat Suku Bunga Pinjaman dan Suku Bunga Deposito Berjangka Rupiah untuk Satu Bulan, 2000 - 2006



Sumber: Bank Indonesia

INVESTOR

Pada penghujung Oktober 2005, obligasi pemerintah dalam portofolio aset perbankan tercatat sebesar Rp.296 trilyun. Sementara itu, posisi pinjaman kepada pemerintah dan BUMN relatif tidak terlalu besar (Rp.28 trilyun),¹⁹ yang menandakan terbatasnya pemberian pinjaman untuk keperluan pembangunan utilitas dan infrastruktur. Bank-bank non-rekap berfungsi sebagai *dealer*, sedangkan pialang pasar uang dan perusahaan efek mengambil posisi sebagai perantara (*intermediaries*).

Sebagaimana terlihat pada tabel 3.5, di luar sektor perbankan, lembaga keuangan seperti dana pensiun, perusahaan asuransi, dan reksadana merupakan investor obligasi yang sangat penting. Di samping itu, masuknya investor asing untuk berinvestasi dalam obligasi Rupiah dengan tenor jangka panjang merupakan suatu sinyal yang kondusif untuk perkembangan pasar obligasi pemerintah, tanpa memperhatikan risiko investasi pada obligasi itu sendiri. Dengan adanya partisipasi dari berbagai investor kelembagaan (dana pensiun, perusahaan asuransi dan reksadana) diharapkan berdampak positif bagi meningkatnya permintaan atas instrumen lain selain obligasi pemerintah sebagai alternatif investasi untuk diversifikasi pada portofolio mereka, di mana obligasi korporasi jangka panjang dapat menjadi pilihan investasi yang menarik.

Tabel 3.5: Investor Obligasi Pemerintah dan Obligasi Korporasi

Investor	Pemerintah a		Korporasi b		Total	
	Jumlah (Rp. Trilyun)	Persentase	Jumlah (Rp. Trilyun)	Persentase	Jumlah (Rp. Trilyun)	Persentase
Bank	277.0	68.8	8.42	13.4	285.42	61.29
Investor Lainnya						
Reksa Dana	9.5	2.4	28.32	45.1	37.82	8.12
Perusahaan Asuransi	32.1	8.0	4.08	6.5	36.18	7.77
Dana Pensiun	22.2	5.5	16.64	26.5	38.84	8.34
Luar Negeri	49.7	12.3	0.00	0	49.7	10.67
Lain-lain	12.4	3.1	0.00	0	15.5	3.33
Total	402.9	100.0	62.8	100.0	465.7	100.0

Sumber: Bursa Efek Surabaya, Bapepam & LK

a. Per bulan April 2006

b. Per bulan Desember 2005

Secara riil, lembaga keuangan merupakan mayoritas pemilik dari obligasi korporasi, karena lembaga-lembaga tersebut memiliki hampir lebih dari tiga perempat bagian, sementara investor perorangan memiliki kurang dari 1 persen. Sejauh ini, perusahaan asuransi lebih konservatif jika dibandingkan dengan dana pensiun dalam berinvestasi pada obligasi korporasi, hal ini mengingat persyaratan kehati-hatian yang lebih ketat.

Sementara itu, para investor ritel telah berpaling ke instrumen reksadana sebagai suatu alternatif investasi dan instrumen reksadana sendiri sebagian besar melakukan investasi dalam surat utang negara berdenominasi Rupiah (terutama obligasi rekapitulasi). Namun, pada tahun 2005 lalu, adanya perubahan trend tingkat suku bunga dan menyeruaknya masalah penilaian Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana menyebabkan investor kehilangan kepercayaan terhadap industri reksadana sehingga menyebabkan total dana investasi reksadana merosot tajam, dari Rp.104 trilyun pada 2004 menjadi Rp.29 trilyun pada penghujung tahun 2005. (Lihat bab 4)

¹⁹ Bank Indonesia, Desember 2005.

PRASARANA PENDUKUNG

Pada bab ini akan diuraikan prasarana pendukung dalam pasar obligasi pemerintah dan korporasi disertai peran dari perantara dan lembaga risiko kredit.

Obligasi Pemerintah

Setelah ditematkannya hampir Rp.430 trilyun obligasi rekap pada bank-bank yang ikut serta dalam program rekapitalisasi pada tahun 2000, emisi obligasi pemerintah di pasar primer dimulai pada bulan Desember 2002. Emisi pertama tersebut dilakukan melalui para *arranger* yang melakukan penggalangan minat investor (*book-building*) tanpa disertai dengan adanya suatu komitmen untuk membeli maupun menyalurkan obligasi tersebut. Lelang yang dimulai pada tahun 2003 tersebut, dilakukan dengan mekanisme *multiple-price auction* dengan menggunakan sistem penawaran otomatis yang terhubung dengan fasilitas terminal Bloomberg. Hanya pelanggan Bloomberg sajalah yang dapat melakukan penawaran (*bid*) secara langsung, meskipun pada saat itu lelang primer dirancang terbuka untuk berbagai pihak, baik bank, pialang mata uang, dan perusahaan efek yang telah memenuhi persyaratan minimal sebagaimana yang ditetapkan dalam peraturan Bank Indonesia. Dewasa ini, lelang dilakukan melalui sistem BI-SSSS, yang tersambung secara otomatis dengan sistem pembayaran bruto *real-time* Bank Indonesia (BI-RTGS) demi tercapainya tujuan penyelesaian *delivery-versus-payment* (DVP) pada hari yang sama. BI-SSS dapat diakses oleh semua bank, sementara perusahaan efek dan pialang uang diberikan akses secara terpisah, sesuai dengan peraturan Bank Indonesia.²⁰

Pembelian kembali obligasi pemerintah (sebagai bagian dari pelaksanaan program *reprofiling* pemerintah yang sedang berlangsung) dilakukan dengan menggunakan Sistem Transaksi Departemen Keuangan (MOFiDS), yang dibangun di atas platform Sistem Perdagangan Surat Utang Pemerintah Indonesia (IGSTS) dan ditawarkan oleh Bursa Efek Surabaya kepada para Pedagang Surat Utang Negara (*Inter-Dealer Market - IDM*). Sistem ini berdampak dalam membatasi keikutsertaan secara langsung para anggota *Inter-Dealer Market Association* (Perhimpunan Pedagang Surat Utang Negara—Himdasun); pihak yang bukan merupakan anggota harus melakukan penawaran secara tidak langsung melalui anggota yang mungkin merupakan pesaing mereka.

Himdasun didirikan pada bulan Maret 2003. Anggotanya terdiri atas 14 bank dalam negeri, enam bank asing, dan empat perusahaan efek. Tujuan dari pendirian Himdasun adalah untuk menciptakan likuiditas bagi pasar sekunder obligasi pemerintah dengan memberikan informasi yang lebih transparan mengenai harga. Secara *'de facto'*, para anggota Himdasun bertindak sebagai pedagang pasar primer karena pemerintah belum menunjuk pedagang utama resmi.

Peluncuran BI-SSSS yang terintegrasi dengan BI-RTGS telah memberikan stimulus positif bagi pengembangan pasar sekunder. Dengan menggunakan pola *settlement DVP* (*Delivery versus Payment*) ini, mekanisme BI-SSSS telah berhasil menghilangkan risiko utama yang terdapat dalam perdagangan obligasi, hal ini memungkinkan bank-bank dan peserta pasar lainnya untuk melakukan transaksi perdagangan dengan berbagai pihak tanpa harus khawatir akan risiko kredit. Meskipun pasar sekunder telah terselenggara dengan baik di antara para dealer (*Inter-Dealer Market*), namun masih banyak transaksi perdagangan yang dilakukan di luar pasar ini. Belum lama berselang, para peserta pasar telah menandatangani perjanjian mengenai *Repurchase Agreement*, yang merupakan suatu langkah penting bagi perkembangan pasar

²⁰ Surat Edaran Bank Indonesia tertanggal 21 Maret 2003. Kecukupan modal merupakan syarat penting untuk kualifikasi. Dalam hal perusahaan efek, Bapepam memeriksa posisi modal dari pemohon. Persetujuan akhir diberikan oleh Menteri Keuangan. 20 Informasi lebih lengkap dapat diliaht di www.bes.co.id.

obligasi. Keputusan penting lainnya adalah keputusan untuk menggunakan Bloomberg sebagai platform informasi untuk *Inter Dealer Market* yang merupakan upaya penting untuk meningkatkan penyelenggaraan pasar sekunder dan meningkatkan transparansi. Para anggota Himdasun telah menjadi pelanggan terminal Bloomberg, dan, dengan demikian, hal ini merupakan alternatif tanpa biaya untuk *Indonesian Government Securities Trading System* (IGSTS). Para anggota Himdasun-lah, dan bukan Bloomberg, yang berperan sebagai kontributor informasi yang diperoleh oleh Bloomberg.

Himdasun terutama menangani penetapan harga surat utang negara. Pada bulan Januari 2004, Bapepam & LK menerapkan peraturan yang mensyaratkan para manajer reksadana untuk menggunakan harga rujukan yang dikeluarkan Himdasun untuk obligasi pemerintah yang dimiliki oleh reksadana. Himdasun menggunakan sistem Bloomberg untuk penentuan harga dan pelaporan elektronik atas perdagangan obligasi pemerintah. Saat ini, Himdasun menawarkan penetapan harga obligasi hampir *real-time* (pelaporan dalam jangka waktu lima sampai 10 menit dari perdagangan). Informasi tentang harga obligasi pemerintah tersebut tersedia pada halaman Himdasun di Bloomberg. Namun, belum terdapat informasi bilamana Himdasun akan menyediakan harga obligasi korporasi.

Baik obligasi korporasi maupun obligasi pemerintah tercatat pada Bursa Efek Surabaya (BES). BES mulai beroperasi pada tahun 1989 sebagai bursa efek regional untuk mendukung pembangunan di Jawa Timur dan Kawasan Timur Indonesia. 80% dari kegiatan operasi BES berada di Jakarta, sementara kantor pusatnya di Surabaya (Jawa Timur) lebih berfungsi sebagai kantor pendukung informasi dan sebagai pusat pelatihan. BES menjalankan dua sistem untuk transaksi perdagangan obligasi pemerintah, meskipun kedua sistem tersebut tidak digunakan secara aktif sebagai platform perdagangan. Layanan sistem yang dikenal dengan *Over the Counter - Fixed Income Services* (OTC-FIS) disediakan BES untuk memberikan penawaran harga transaksi obligasi dan digunakan oleh 16 bank dan empat perusahaan efek.²¹ Sistem perdagangan BES lain, IGSTS, diluncurkan pada tahun 2003 untuk obligasi pemerintah oleh anggota Himdasun. Namun, sistem ini belum digunakan secara luas, hanya berkisar 5-25 persen dari transaksi.

Obligasi Korporasi

Untuk dapat tercatat di BES, obligasi korporasi harus terlebih dahulu mendapatkan *rating*/peringkat tingkat investasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat kredit Indonesia, baik Kasnic maupun Pefindo, memiliki nilai emisi minimal sebesar Rp.50 milyar (5,2 juta Dolar AS), mempunyai catatan laporan keuangan terakhir selama tiga tahun, dan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Akan tetapi, peraturan yang berlaku saat ini mensyaratkan obligasi harus diberi peringkat pada saat emisi, bukan setelahnya. Dengan demikian, hal ini menyulitkan para investor untuk memperoleh informasi tentang kinerja perusahaan tempat mereka berinvestasi. Peringkat suatu obligasi merupakan parameter penting bagi investor seiring dengan siklus hidup dari obligasi tersebut. Untuk obligasi di bawah tingkat investasi, BES dapat memfasilitasi mekanisme penempatan secara terbatas (*private placement*).

Pada awalnya, perdagangan sekunder untuk obligasi korporasi sangatlah kecil, bahkan sangatlah sulit untuk mendapatkan harga jual – beli (*bid-offer*) yang wajar. Untuk memperbaiki hal ini, BES meluncurkan suatu sistem yang dikenal dengan nama *Fixed Income Trading System* (FITS) untuk obligasi korporasi pada bulan Juli 2005 guna memberikan harga penawaran yang diminta secara *real-time online*.

²¹ Informasi lebih lanjut dapat dilihat di www.bes.co.id

Pasar Uang

Pasar Uang di Indonesia relatif kecil, terbagi menjadi beberapa bagian, dan tidak stabil, yang didominasi oleh pinjaman jangka pendek yang sifatnya hanya semalam (*overnight call loan*). Sementara itu, transaksi repo surat utang negara jarang terjadi. Namun, Indonesia perlu untuk mengembangkan pasar uangnya (a) untuk mengurangi premi risiko suku bunga, dengan cara menurunkan risiko likuiditas dan mengurangi volatilitas dalam suku bunga jangka pendek, (b) untuk memungkinkan para investor memiliki lebih banyak instrumen portofolio utang, dikarenakan rendahnya risiko likuiditas pada pasar uang, dan (c) meningkatkan kompetisi diantara lembaga-lembaga intermediasi keuangan.

Perkembangan pasar uang sangatlah dipengaruhi oleh kebijakan moneter, khususnya berlaku pada pasar yang sangat didominasi oleh peran perbankan seperti di Indonesia. Kelebihan cadangan sistem perbankan perlu dipertahankan dalam rentang yang sesuai agar pasar antarbank tidak tertekan oleh permintaan bank yang homogen.²² Untuk mengantisipasi volatilitas cadangan perbankan, Bank Indonesia telah sejak lama mengandalkan Fasilitas Bank Indonesia (FASBI), yang merupakan fasilitas simpanan Rupiah, untuk menyerap kelebihan likuiditas harian sistem perbankan. Meskipun terlihat efektif dalam menstabilkan pasar uang, namun keberadaan FASBI menyebabkan Bank hanya tertarik untuk memperdagangkan likuiditasnya dengan Bank Indonesia sebagai *countreparty*, hal ini berdampak negatif bagi perkembangan pasar antarbank. Dewasa ini, Bank Indonesia sedang berupaya untuk mengurangi ketergantungan kepada FASBI dan meningkatkan penggunaan instrumen lain, seperti repo surat utang negara.

PIALANG (INTERMEDIARIES)

Pialang pasar uang dan perusahaan efek merupakan perantara untuk obligasi non-pemerintah yang diperdagangkan di pasar tidak resmi, bukan di bursa. Baik pialang Surat Utang Negara maupun sistem perdagangan alternatif merupakan elemen penting bagi terseleggaranya perdagangan obligasi di luar bursa.

Lembaga Rating Pemeringkat Kredit

Pefindo adalah lembaga pemeringkat terbesar Indonesia, yang didirikan pada tahun 1994 melalui prakarsa Bapepam & LK serta Bank Indonesia. Pefindo merupakan perseroan terbatas yang dimiliki oleh 100 pemegang saham dalam negeri, termasuk di dalamnya adalah dana pensiun, bank, perusahaan asuransi, perusahaan efek, Bursa Efek Jakarta, dan Bursa Efek Surabaya. Pefindo merupakan perusahaan afiliasi dari Standard and Poor's dan mengadopsi metodologi Standard and Poor's dalam menerapkan proses pemeringkatannya. Sekitar 60 persen dari kegiatan usahanya adalah melakukan pemeringkatan (*rating*) investasi obligasi korporasi dalam negeri, dan juga menerbitkan ulasan kredit atas emiten penerbit obligasi tersebut. Dewasa ini, Pefindo mulai memasukkan unsur tata kelola perusahaan (*good corporate governance*) sebagai salah satu variabel dalam metodologi pemeringkatannya.²³ Lembaga pemeringkat Indonesia lainnya adalah Kasnic Credit Rating Indonesia, yang didirikan pada tahun 1998. Kasnic berafiliasi dengan Fitch Ratings melalui pemegang sahamnya Duff and Phelps.²⁴ Kasnic berfokus pada efek beragun aset, termasuk didalamnya adalah sekuritisasi efek beragun aset, yang belum

²² Yaitu, semua bank ingin membeli obligasi apabila terdapat terdapat terlalu banyak kelebihan cadangan dan kemudian menjualnya ketika terdapat sedikit kelebihan cadangan, dengan demikian menekan pasar dan meningkatkan volatilitas.

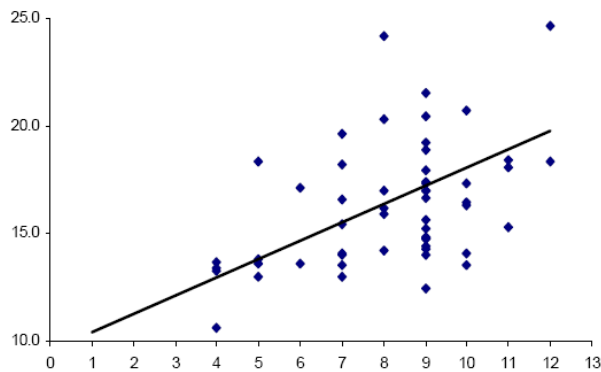
²³ Informasi lebih lanjut tentang Pefindo dan metodologinya dapat dilihat di www.pefindo.com.

²⁴ Untuk keterangan lebih lengkap lihat www.kasnicrating.com.

berkembang di Indonesia. (Fasilitas efek beragun aset telah dibentuk, akan tetapi perlu waktu bagi perbankan dan struktur hukum untuk implementasi selanjutnya). Kasnic juga memberikan peringkat bagi bank-bank kecil dan beberapa obligasi korporasi.

Sebuah studi tentang imbal hasil dan peringkat obligasi korporasi mengindikasikan bahwa secara statistik terdapat korelasi negatif yang signifikan antara imbal hasil obligasi dengan kualitas kredit, (nilai t dari 4.94; lihat gambar 3.4). Meskipun lazimnya orang cenderung mempunyai ekspektasi bahwa imbal hasil saat jatuh tempo (*yield to maturity*) berkorelasi positif dengan jangka waktu investasi, namun pada kenyataannya tidak demikian. Argumen yang paling mungkin adalah karena relatif pendeknya rentang distribusi jatuh tempo obligasi, yang berkisar antara nol hingga lima tahun, hal ini menyebabkan kualitas kredit lebih berperan dalam menentukan tingkat imbal hasil pada saat jatuh tempo dibandingkan dari tenor obligasi itu sendiri.

Gambar 3.4: Sensitivitas Imbal Hasil Obligasi Korporasi terhadap Peringkat



Sumber: Lembaga Pemeringkat Pefindo, harga obligasi adalah harga rata-rata tertimbang dari 30 hari terakhir terhitung sejak tanggal 10 Maret 2006, yang dikutip dari Bisnis Indonesia, Perhitungan Staf:

Catatan: Sumbu Y adalah persentase hasil obligasi sumbu X adalah peringkat pemeringkatan obligasi, dari 1 mewakili AAA+ sampai dengan 12 mewakili BBB-. Garis merupakan regresi linear yang paling sesuai untuk garis trend

STRUKTUR PENGATURAN DAN PENGAWASAN

Bapepam & LK, berdasarkan Undang Pasar Modal, merupakan badan pengatur utama untuk penerbitan obligasi, pasar obligasi, dan para pesertanya (lihat tabel 3.6). Selain itu, menurut Pasal 7(2), "Bursa efek harus mengawasi kegiatan para anggotanya." Himdasun adalah organisasi otonom yang diberi wewenang oleh Bapepam & LK, dan mempunyai kekuasaan untuk melakukan penelusuran audit transaksi di dalam Inter Dealer Market, apabila diperlukan untuk tujuan pengawasan.

Indonesia sebenarnya telah memiliki kerangka hukum dan peraturan pokok untuk mendukung pengembangan pasar obligasi korporasi. Bapepam & LK telah menetapkan berbagai persyaratannya dengan begitu rinci, termasuk penunjukan kontrak wali amanat dengan tujuan untuk melindungi kepentingan para investor. Aturan yang telah dibuat juga mencakup hal-hal seperti peringkat obligasi, namun aturan tersebut tidak secara khusus menangani masalah agunan, dimana hal ini diserahkan kepada wali amanat. Batasan-batasan yang bersifat umum pada umumnya mencakup hal-hal yang berkaitan dengan pembatasan tambahan jumlah utang (khususnya utang senior) oleh emiten, emiten melakukan eksekusi gadai, pendanaan kepada anak perusahaan, disposisi aset, investasi tambahan maupun pembayaran dividen oleh emiten.

Tabel 3.6: Instrumen Utang yang Tersedia, Kerangka Peraturan, dan Otoritas

Instrumen dan pasar	Emiten	Investor Utama	Tempat Perdagangan	Undang-undang Utama	Badan Pengatur	Catatan
Obligasi Pemerintah	Pemerintah Pusat	Bank umum, reksa dana, dana pensiun, perusahaan asuransi	IDM, di luar bursa (tidak resmi)	Undang-undang tentang Obligasi Pemerintah, Peraturan Bank Indonesia	Departemen Keuangan, Bank Indonesia	Suku bunga tetap, suku bunga tidak tetap, repo
Surat Utang	Bank Umum dan perusahaan pembiayaan	Perusahaan asuransi	Di luar bursa	Undang-undang Pasar Modal, Peraturan Bank Indonesia	Bank Indonesia	-
Sertifikat Bank Indonesia (SBI)	Bank Indonesia	Bank Umum	IDM, di luar bursa	Undang-undang Pasar Modal, Peraturan Bank Indonesia	Bank Indonesia	-
Utang Subordinasi Bank	Bank-bank	Perusahaan Asuransi	Di luar bursa	Peraturan Bank Indonesia	Bank Indonesia, Bapepam & LK	Untuk memperkuat modal bank
Obligasi korporasi	Perusahaan Modal Gabungan	Perusahaan Asuransi	Bursa Efek Surabaya, di luar bursa	Undang-undang Perseroan, Undang-undang Pasar Modal	Bapepam & LK	-
Surat Utang jangka menengah	Perusahaan Modal Gabungan	Perusahaan Asuransi	Bursa Efek Surabaya, di luar bursa	Undang-undang Perseroan, Undang-undang Pasar Modal	Bapepam & LK	Penempatan swasta
Obligasi konversi, Obligasi dengan waran	Perusahaan Masuk Bursa	Perusahaan Asuransi, Dana pensiun	Bursa Efek Surabaya	Undang-undang Perseroan, Undang-undang Pasar Modal	Bapepam & LK	Belakangan ini jarang tersedia di pasar
Surat berharga komersial		Perusahaan Asuransi, bank, Perusahaan Masuk Bursa	Di luar bursa	Tidak diatur	Tidak Jelas	Setelah krisis, pasar domestik mati suri
Sertifikat Deposito	Bank Umum	Perorangan, perusahaan	Di luar bursa	Peraturan Bank Indonesia	Bank Indonesia	Belakangan ini jarang tersedia di pasar

Sumber: Bank Dunia

— Nihil

Bapepam & LK mengatur emisi obligasi berdasarkan pengungkapan informasi, bukan kepatutan, mewajibkan emiten publik untuk mengungkapkan informasi pada saat emisi efek kepada publik. Emiten juga bertanggung jawab untuk secara berkesinambungan memberikan laporan kinerja, yang akan dilakukan secara berkala pada saat periode pelaporan keuangan²⁵ dan ketika terjadi hal-hal di dalam perusahaan yang dapat mempengaruhi solvabilitas atau profitabilitas dari emiten tersebut maupun mempengaruhi kelayakan kredit dari instrumen terkait. Pengungkapan informasi keuangan dilakukan berdasarkan standar akuntansi keuangan Indonesia (PSAK), yang sejalan dengan standar internasional—yaitu, standar akuntansi internasional (IAS) dan standar pelaporan keuangan internasional (IFRS; lihat kotak 3.1).

²⁵ Tahunan dan tengah tahunan. Laporan tahunan harus diaudit oleh auditor independen terakreditasi.

Kotak 3.1: Standar Akuntansi dan Audit di Indonesia

Standar Akuntansi Keuangan Indonesia (PSAK) secara umum sesuai dengan Standar Pelaporan Keuangan Internasional (IFRS). Indonesia sedang bergerak menuju penerapan IFRS secara menyeluruh pada tahun 2008. PSAK mensyaratkan perbaikan lebih lanjut terhadap standar-standar yang terkait dengan penilaian aset tetap, akuntansi untuk muhibah dan penggabungan usaha, pengukuran dan pengakuan aset, pasiva dan ekuitas dan akuntansi untuk pertanahan, pertanian dan hibah. Kerangka perundang-undangan, peraturan dan pelaporan keuangan yang ada sekarang dirasakan kurang terintegrasi dengan baik.

Salah satu bidang utama yang perlu diperbaiki adalah mutu pelaporan keuangan. Pembentukan sebuah komite pengawas nasional akan membantu pengembangan strategi dan rencana aksi yang rinci untuk meningkatkan kualitas pelaporan keuangan di Indonesia. Tantangannya masih tetap untuk meningkatkan efektivitas pelaksanaan dengan memperkuat pengawasan pasar dan penegakan oleh pihak Bapepam & LK dan Himdasun. Meskipun fungsi pengawasan semakin membaik, masih terdapat persepsi bahwa penegakan benar-benar tidak efektif. Persepsi tersebut mungkin disebabkan oleh keberadaan lingkungan hukum yang lemah, lemahnya tanggung jawab hukum akuntan, kurangnya metodologi manajemen risiko yang sesuai dan kurangnya pelatihan bagi para staf pengawas.

Lebih lanjut, guna menanggapi kebutuhan untuk memperkuat profesi akuntansi dan bergerak menuju standar internasional, sebuah Undang-undang Akuntansi Publik yang baru diperlukan untuk menangani kedua bidang penting tersebut, yaitu: (1) tanggung jawab hukum akuntan dan (2) sistem pengawasan publik yang independen. Sebagai tambahan, juga disarankan agar di dalam melakukan audit dan pengkajian atas laporan tengah tahunan dan triwulanan dapat ditingkatkan hingga sesuai dengan standar internasional. Paling tidak, perlu disyaratkan agar para auditor independent mengkaji laporan tengah tahunan dan laporan keuangan triwulanan perusahaan-perusahaan besar yang terdaftar di bursa sebagaimana yang telah dipersyaratkan.

MASALAH DAN HAMBATAN PENGEMBANGAN PASAR OBLIGASI

Pengembangan pasar obligasi mensyaratkan keterlibatan berbagai lembaga dan pasar yang dihubungkan dengan perilaku moneter dan kebijakan fiskal. Oleh karena itu, masalah kebijakan sering bersinggungan diantara berbagai otoritas, yakni Departemen Keuangan, Bank Indonesia dan Bapepam & LK. Hal lain, jenis lembaga keuangan yang berbeda-beda diatur oleh otoritas yang berbeda-beda berdasarkan peraturan dan perundang-undangan yang berbeda-beda pula. Mengingat tingkat koordinasi di antara departemen dan lembaga yang masing-masing berbeda, diperlukan adanya suatu perbaikan koordinasi dalam masing-masing departemen dan lembaga tersebut. Sebagai contoh, fungsi dan tanggung jawab untuk mengelola utang bersyarat dan pinjaman pemerintah daerah menyebar di berbagai divisi di bawah Departemen Keuangan dan divisi-divisi tersebut tidak selalu berkomunikasi atau bekerja sama secara efektif. Oleh karena itu, koordinasi di dalam dan di antara lembaga merupakan masalah utama yang perlu mendapatkan pendalaman lebih lanjut. Hal ini diperburuk oleh kenyataan bahwa kesenjangan dalam persepsi berkenaan dengan OJK serta perbedaan dalam tingkat kemampuan/*skill* antar lintas lembaga, hal ini membuat koordinasi terasa menjadi lebih sulit.

Terbatasnya Akses terhadap BI-SSSS

Perbaikan sistem kustodian dan penyelesaian (*settlement*) telah meningkat secara signifikan seiring dengan diperkenalkannya BI-SSSS, yang saat ini memberlakukan sistem *Delivery versus Payment* (DVP) berdasarkan pendekatan *trade-by-trade basis*. Meskipun mekanisme DVP

merupakan suatu langkah maju, namun sarana tersebut hanya tersedia bagi yang memiliki akses terhadap BI-SSSS. BI-SSSS dibangun dengan program jaringan yang sama dengan program jaringan BI-RTGS, yang dapat diakses oleh sebagian besar bank. Bank Indonesia secara selektif memberikan akses terhadap BI-SSSS kepada pialang pasar uang dan perusahaan efek yang memenuhi syarat. Peserta pasar lainnya hanya dapat memperoleh layanan penyelesaian DVP secara tidak langsung melalui peserta yang memiliki akses langsung ke BI-SSSS. Pengaturan ini menghambat partisipasi dari berbagai lembaga keuangan non-bank dalam pasar obligasi yang sebagian diakibatkan oleh biaya (biaya yang dikenakan oleh peserta yang memiliki akses langsung) dan sebagian lagi oleh karena keengganan untuk mengungkapkan strategi investasi mereka kepada peserta yang memiliki akses langsung, yang sebenarnya merupakan pesaing mereka.

Partisipasi Terbatas dalam Pasar Repo

Pada tahun 2005, sebuah perjanjian repo induk telah ditandatangani. Sebelumnya, sebuah perjanjian repo secara terpisah harus ditandatangani untuk setiap transaksi repo. Sekarang, para peserta menandatangani perjanjian repo induk sekali untuk semua transaksi yang tercakup dalam kontrak. Akibatnya, volume transaksi repo meningkat dari sekitar Rp.11 trilyun pada tahun 2004 menjadi Rp.107 trilyun pada tahun 2005, sementara jatuh tempo rata-rata turun antara 2-4 minggu pada tahun 2004 menjadi sekitar 2 minggu pada tahun 2005. Sebagian besar dari transaksi ini dilakukan oleh bank-bank internasional dan bank-bank besar dalam negeri dalam rangka mengelola likuiditas. Sedangkan, Bank-bank kecil sering terhalang oleh terbatasnya pengalaman dan pemahaman mereka tentang produk serta tingginya risiko yang ditanggung oleh pihak rekanannya. Pembentukan lembaga kliring terpusat surat utang negara dapat meningkatkan partisipasi bank-bank kecil dalam transaksi repo. Lembaga keuangan nonbank bukan merupakan peserta utama dalam transaksi repo karena akuntansi dan perlakuan pajak repo relatif lebih sulit bagi mereka daripada untuk bank-bank. Diversifikasi peserta dalam pasar repo akan memungkinkan peserta pasar, khususnya pedagang obligasi dan pelaku pasar untuk melakukan transaksi sepanjang kurva imbal hasil dan mengambil posisi beli untuk obligasi jangka panjang, sementara meraup laba. Hal ini akan meningkatkan kemampuan pasar untuk mengubah jangka waktu dan menghasilkan permintaan untuk obligasi jangka panjang.

Pengumpulan dan Distribusi Informasi tentang Penentuan Harga

Akses terhadap informasi penentuan harga yang dapat dipercaya adalah prasyarat untuk berinvestasi dalam efek pendapatan tetap dan sangatlah penting bagi investor kelembagaan dalam melakukan penilaian terhadap investasi mereka. Pemberian informasi tentang penentuan harga bukanlah tanpa biaya, dan pada dasarnya, penerima manfaat harus membayar untuk mendapatkan informasi tersebut. Akan tetapi, Bloomberg mengenakan biaya kepada para pengguna berdasarkan jumlah terminal yang dipesan, bukan berdasarkan volume transaksi yang dilakukan. Dengan demikian secara relatif lebih mahal untuk pedagang dengan volume kecil, seperti investor kelembagaan dan biaya tersebut dapat menjadi penghambat bagi perluasan partisipasi dalam pasar. Selain itu, Himdasun mengumpulkan harga pemerintah secara *real-time* dan menerbitkannya pada halaman Bloomberg-nya. Akan tetapi, informasi tentang harga obligasi korporasi tidak akurat. Bursa Efek Surabaya saat ini mengenakan biaya kepada para penyedia informasi tersebut, yang menjadi faktor penghambat bagi pelaporan harga.

Kelemahan dalam Industri Reksadana

Reksadana merupakan salah satu sumber utama permintaan bagi obligasi pemerintah; akan tetapi, industri ini memerlukan revitalisasi setelah mengalami peristiwa tahun 2005. Dari titik puncak dengan dana kelolaan senilai hampir Rp.110 trilyun, industri reksadana saat ini hanya

memiliki total dana kelolaan senilai kurang dari Rp.30 triliun dan terus menyusut. Ada beberapa alasan di balik kecenderungan baru yang dramatis ini, selain fluktuasi makroekonomi pada tahun 2005, informasi yang menyesatkan tentang produk reksadana oleh para agen dan lembaga penjual, kurangnya pengetahuan investor, dan lemahnya penegakan peraturan dan pengawasan. (Lihat bab 4)

Banyaknya Pembatasan terhadap Investor Kelembagaan

Indonesia menempatkan perpaduan antara prinsip kehati-hatian dengan peraturan pembatasan investasi terhadap dana pensiun dan perusahaan asuransi yang terasa telalu mengikat sehingga dirasakan sangat mengurangi keleluasaan investor dalam mengambil keputusan investasinya. Secara domestik, dana pensiun dapat berinvestasi dalam obligasi pemerintah dan obligasi korporasi yang tercatat di bursa, serta perusahaan asuransi dapat berinvestasi dalam obligasi yang memiliki peringkat minimal A sampai dengan 20 persen dari keseluruhan investasi untuk setiap emiten. Peraturan ini tidak merinci apakah obligasi harus dicatatkan di bursa agar dapat diinvestasikan oleh perusahaan asuransi. Dengan demikian, tidaklah jelas apakah perusahaan asuransi dapat berinvestasi dalam obligasi yang tidak tercatat di bursa. Dana pensiun dapat melakukan investasi dalam obligasi domestik yang tidak tercatat di bursa dengan jangka waktu satu sampai dengan 10 tahun masa jatuh tempo bilamana obligasi tersebut dijamin secara penuh oleh emiten dan juga bilamana emiten mendapatkan keuntungan paling tidak selama tiga tahun dan tidak berafiliasi dengan dana pensiun. Persyaratan yang mewajibkan terdaptarnya obligasi di bursa dimaksudkan untuk melaksanakan persyaratan transparansi yang memadai, meningkatkan kepatuhan terhadap standar pengaturan kehati-hatian dan meningkatkan transparansi harga pasar. Akan tetapi, hal ini sering menimbulkan tambahan biaya karena obligasi, khususnya obligasi non-pemerintah diperdagangkan di non-bursa, bukan di bursa. Walhasil, dana pensiun Indonesia dilarang melakukan investasi dalam aset asing, padahal perusahaan asuransi Indonesia dapat melakukan investasi sampai dengan maksimal sebesar 10 persen dalam obligasi asing, namun belum dilakukan dalam jumlah yang signifikan.

Struktur Pasar yang Tidak Sesuai untuk Instrumen Pendapatan Tetap

Sistem perdagangan konvensional dengan menggunakan order yang lazimnya berlaku di bursa efek dirasakan kurang sesuai untuk diterapkan dalam perdagangan efek pendapatan tetap. Metode yang dijalankan oleh market maker sulit untuk diterapkan karena proses pembentukan harga pasar merupakan suatu proses yang sangat berisiko dan memerlukan likuiditas yang sangat tinggi. Selain itu, banyak dari transaksi yang terjadi di luar bursa dan lebih banyak dilakukan secara langsung dengan *counterparty* maupun secara tidak langsung melalui pialang. (misalnya di luar bursa (OTC)).

MASALAH HUKUM

Masalah hukum yang sering dihadapi di dalam pasar obligasi adalah peran dari agen perwalian, hak kreditur dan masalah penentuan harga.

Peran Agen Perwalian

Hampir semua sistem hukum mengakui perbedaan antara pemegang efek bersifat ekuitas dengan pemegang efek bersifat utang. Para pemegang ekuitas adalah pemilik dari perusahaan dan memiliki hak untuk mengarahkan perusahaan, turut berpartisipasi baik dari sisi keuntungan maupun dari sisi peningkatan nilai pasar dari saham mereka. Sebaliknya, para pemegang utang merupakan kreditur dari perusahaan dan hanya menerima pengembalian dari pokok pinjaman

yang diberikan oleh mereka dan bunga yang telah disepakati. Akibatnya, baik dalam praktiknya dan menurut undang-undang, sebuah entitas sering dibentuk untuk bertindak atas nama dan melindungi kepentingan dari para pemegang obligasi.

Dalam praktik internasional, entitas yang bertindak atas nama para pemegang obligasi dapat berupa komite pemegang obligasi yang dipilih atau agen yang ditunjuk. Keduanya bersifat independen dari kreditur dan debitur dan dengan demikian secara teoritis dapat bertindak secara adil atas nama semua pemegang obligasi. Akhirnya, dalam kasus-kasus dimana utang dijamin dengan agunan, sebuah entitas yang dapat berbentuk wali amanat dapat melakukan eksekusi - menyita agunan dan memberikan hasil penjualan tersebut kepada pemegang obligasi secara adil dan seringkali dengan cara yang telah disepakati sebelumnya.

Dalam Bagian III Undang-undang Pasar Modal, seluruh penerbitan obligasi memiliki agen perwalian untuk mewakili kepentingan dari para pemegang obligasi. Saat ini, hanya bank yang diberi izin untuk bertindak sebagai agen perwalian, meskipun undang-undang memperkenankan Bapepam & LK untuk menyerahkan tanggung jawab tersebut kepada entitas lainnya setelah pasar berkembang. Nama Bank yang bertindak sebagai agen perwalian harus dicantumkan dalam prospektus sesuai dengan Aturan IX.C.6 Bapepam & LK. Jasa dari agen perwalian harus ditetapkan dalam aturan dan ketentuan dari kontrak antara emiten dengan agen perwalian dan harus diatur oleh Bapepam & LK. Akan tetapi, Bapepam & LK belum mengeluarkan aturan yang menyeluruh tentang tugas dan ketentuan kontrak dari agen perwalian.

Karena sebagian besar obligasi yang diterbitkan di Indonesia tidak disertai agunan maka tugas utama dari para agen perwalian tersebut adalah untuk mewakili kepentingan dari para pemegang obligasi di hadapan emiten dan di pengadilan bilamana terjadi wanprestasi, dan bukan untuk bertindak sebagai wali aset yang digunakan untuk mengagunkan obligasi. Biaya wali amanat aset biasanya dibayar dari hasil penjualan agunan; namun, biaya untuk agen perwalian biasanya harus dibayar oleh pemegang obligasi. Apabila terjadi wanprestasi, biaya tersebut sulit untuk diperoleh dari para pemegang obligasi atau emiten yang bangkrut. Para peserta pasar telah secara terus-menerus menyuarakan kekhawatiran bahwa mereka tidak memiliki suatu model—baik yang terkait dengan perundang-undangan, peradilan, maupun praktik—yang menjadi dasar kegiatan mereka sebagai agen perwalian dan mereka juga merasa tidak memiliki pedoman yang mengatur besaran kompensasi bilamana terjadi kebangkrutan. Dengan demikian, parameter dari kegiatan mereka hampir seluruhnya didasarkan pada pengalaman mereka yang terbatas di Indonesia dan atas ketentuan yang belum diatur sebagaimana diungkapkan dalam kontrak mereka dengan emiten.

Hak-Hak Kreditur

Pengembangan pasar obligasi perlu ditingkatkan melalui mekanisme sistem agunan guna menjamin obligasi tersebut bilamana terjadi wanprestasi. Pengembangan mekanisme dengan menggunakan agunan ini akan meliputi berbagai elemen seperti hak hukum kreditur atas agunan tertentu, daftar agunan agar masyarakat umum dapat mengetahui hak gadai, mekanisme yang efisien untuk melaksanakan hak gadai, dan adanya sistem hukum yang efisien untuk melaksanakan keputusan jaminan dan melakukan atau membantu penyitaan agunan.

Praktik internasional dalam melakukan eksekusi terhadap hak agunan sangat beragam, bergantung pada sistem hukum di negara tersebut. Dalam beberapa kasus, para kreditur diizinkan untuk mengusahakan sendiri kepemilikan kembali agunan tanpa permohonan bantuan kepada pengadilan, umumnya untuk barang-barang konsumen dan mobil, sementara yurisdiksi di negara lain mewajibkan adanya keputusan pengadilan untuk mengalihkan hak agunan kepada seorang kreditur. Beberapa negara mengizinkan para pejabat pengadilan untuk menyita agunan, sementara yang lainnya mengizinkan penggunaan badan penagih swasta.

Hukum Indonesia mengenal tiga jenis kepentingan jaminan atas agunan. Yang pertama, hipotik digunakan untuk tanah. Undang-undang tentang Hak-hak Tanggungan atas Tanah dan Hal-Hal yang Berkaitan dengan Undang-Undang No. 4/1996 mengatur hipotik atas harta riil (tanah) dan benda-benda yang berkaitan dengan tanah. Kedua, Undang-undang tentang Jaminan Fidusia No. 42/1999 mengatur kepentingan jaminan atas harta bergerak. Ketiga, Pasal 1153 Kitab Undang-undang Hukum Perdata mengatur bahwa gadai dapat digunakan untuk harta bergerak apabila harta yang digadaikan dapat dialihkan dari debitur ke kreditur atau agen-agennya.

Kepentingan jaminan yang berbeda memiliki tingkat efektivitas yang berbeda. Sistem hipotik berfungsi baik secara teori namun lemah dalam hal pencatatan tanah dan registrasi di sebagian besar daerah. Sistem pengalihan fidusia juga berfungsi baik, dan pusat registrasi diselenggarakan di Jakarta dan beroperasi di beberapa wilayah lain, namun penggunaannya terbatas. Sistem gadai juga efektif untuk transaksi dalam skala kecil namun kurang praktis dalam transaksi komersial yang sifatnya besar dimana mewajibkan debitur memiliki agunan untuk meneruskan usaha.

Praktik Non-Diskriminasi

Undang-undang Pasar Modal tidak menetapkan ruang lingkup usaha bursa secara spesifik dan jelas dan tidak mengacu kepada konsep pencocokan (*matching system*) untuk mengetahui harga pasar. Konsep pencocokan pesanan non-diskriminasi merupakan hal yang penting karena konsep tersebut membedakan usaha bursa dari usaha pialang yang juga menyocokkan pesanan dan menyelenggarakan perdagangan. Tidak adanya hal tersebut menimbulkan ketidakjelasan apakah seorang pialang antar pedagang harus memiliki izin sebagai bursa atau sebagai pialang dan apakah penggunaan sistem dagang alternatif dapat diizinkan.

REKOMENDASI DAN KEBIJAKAN

Berikut kami lampirkan beberapa rekomendasi kebijakan yang kami rangkum berdasarkan periode waktu tertentu pada tabel di bawah ini.

	Pencapaian Singkat (1 th)	1 – 3 tahun
Peraturan	Obligasi pemerintah	Obligasi Pemerintah
	Meningkatkan koordinasi pada level kebijakan dan operasional antara Bank Indonesia, BAPEPAM & LK, dan Departemen Keuangan untuk mengurutkan dan meningkatkan konsistensi tindakan berbagai pihak yang berwenang dan peserta pasar untuk memberikan hasil yang optimal dalam melaksanakan pengembangan pasar.	Menguji sistem pedagang primer dengan kewajiban pembentukan pasar. Mengembangkan pasar repo lebih lanjut.
	Kepastian emisi telah ditingkatkan dengan mengumumkan kalender emisi di muka. Saat ini Pemerintah harus berperan sebagai penentu harga dalam lelang, misalnya tidak membatalkan emisi setelah penawaran diperoleh dari pasar.	Memperbaharui kerangka kerja kebijakan moneter Bank Indonesia guna meningkatkan kemampuan BI untuk mengendalikan tingkat cadangan kelebihan harian sistem perbankan tanpa terlalu mengandalkan FASBI untuk mengembangkan pasar uang. (Penghapusan FASBI memerlukan manajemen kas pemerintah yang baik oleh Departemen Keuangan)
	Menyediakan insentif untuk mendorong para investor asing untuk terlibat dalam spekulasi jangka pendek di pasar obligasi dalam negeri dan untuk mengarahkan investasi mereka dalam instrumen jangka panjang.	Mendorong peningkatan emisi obligasi pemerintah daerah secara selektif
	Menetapkan kliring terpusat untuk proses settlement	Obligasi korporasi Menjelaskan persyaratan bagi badan-badan penerbit

²⁶ Pemberitahuan pers oleh Bapepam & LK tertanggal 29 Maret 2006 tentang pengembangan pasar obligasi menyatakan rencana untuk menetapkan mekanisme penyingkapan harga dengan mengeluarkan peraturan tentang kewajiban untuk melaporkan transaksi obligasi dan pembentukan badan penetapan harga obligasi

	perdagangan ritel dalam efek pemerintah.	kredit
	Obligasi korporasi	Menjelaskan tugas wali amanat untuk melindungi para investor obligasi korporasi
	Menyederhanakan prosedur penerbitan obligasi korporasi	Mengembangkan kerangka kerja penjaminan yang lengkap
	Obligasi Pemerintah dan Perusahaan	Obligasi Pemerintah dan Perusahaan
	Meningkatkan transparansi harga pasca penjualan dengan (i) menetapkan harga pasca penjualan dan melaporkan volume penjualan ke pusat informasi yang tersentralisasi, (ii) mensosialisasikan harga prapenjualan terbaik dan (iii) memberikan wewenang kepada satu badan sebagai pusat informasi untuk menerima dan memberikan harga obligasi tidak cair ²⁶	Menciptakan kerangka hukum dan pengatur yang baik untuk mengatur perdagangan obligasi secara elektronik di pasar luar bursa (OTC)
	Segara menghentikan praktik BES yang mengenakan biaya kepada para penyedia informasi harga dagang	
Pelaksanaan	Melaksanakan pelaporan harga pasar sekunder sebagaimana diamanatkan	Memperbaiki dan menegakkan kerangka hukum untuk kepailitan
Keterampilan	Meningkatkan kapasitas Departemen Keuangan untuk memproyeksikan arus kas pemerintah di masa mendatang	Meningkatkan kapasitas badan-badan pemerangkat untuk menganalisis penjaminan dan jaminan-jaminan pasarana ²⁷
		Memperbaiki manajemen kas pemerintah yang dilaksanakan oleh Departemen Keuangan
Pajak	Membebaskan pajak (termasuk PPN) atas pengalihan harta dari originator ke SPV untuk tujuan sekuritisasi	
	Menangani permasalahan tentang manfaat pajak sehubungan dengan transaksi-transaksi yang dilaporkan kepada bursa-bursa yang berwenang	
Lanskap kompetitif		Meninjau kelayakan suku bunga/pasar berjangka obligasi pemerintah
Akses	Mendukung keikutsertaan KSEI dalam BI-SSSS sebagai subdaftar untuk mempermudah akses investor kelembagaan ke obligasi SUN ²⁸ Mengembangkan pasar ritel untuk obligasi pemerintah	Mempertimbangkan penetapan KSEI sebagai kustodian pusat seluruh efek termasuk obligasi pemerintah untuk meningkatkan efisiensi penyelesaian yang bermanfaat dalam meningkatkan integrasi pasar regional
Mengembangkan basis investor dan pendidikan investor	Sehubungan dengan kepentingan pemerintah menerbitkan obligasi ritel, Bapepam & LK harus mengembangkan literatur untuk memberikan pendidikan kepada masyarakat tentang obligasi dan pasar utang untuk mendorong dan membantu partisipasi ritel dalam pasar utang	Merancang program pendidikan yang lengkap yang mencakup tidak hanya pasar obligasi tetapi juga pasar modal dan lembaga keuangan bukan bank lainnya

Isu-isu kebijakan ini merupakan suatu isu lintas sektoral yang meliputi kewenangan Departemen Keuangan, Bank Indonesia, Bapepam & LK, sehingga perlu adanya suatu kerjasama yang solid. Pengembangan pasar juga memerlukan pelaksanaan tugas-tugas yang saling berkaitan dan memerlukan acuan standar prioritas yang jelas. Dengan demikian, diperlukan kepemimpinan yang kuat untuk memimpin dan mengkoordinasi lembaga-lembaga tersebut secara efektif. Pengembangan pasar obligasi memang kerap terkait dengan masalah-masalah yang cukup kompleks sebagai dampak dari intensitas interaksi para pelaku pasar dan potensi benturan kepentingan. Di dalam konteks koordinasi, kami menawarkan rekomendasi-rekomendasi di bawah ini, dimulai dari skala prioritas tertinggi hingga rekomendasi yang sifatnya tambahan.

²⁷ Rancangan undang-undang tentang badan pemerangkat kredit sedang disusun

²⁸ Untuk memperdagangkan obligasi ritel pemerintah, Bank Indonesia telah menunjuk KSEI sebagai subdaftar

Rekomendasi-Rekomendasi Prioritas

Memperbaiki koordinasi antara Bank Indonesia, Bapepam & LK, dan Departemen Keuangan.

Pada tingkat pengambil keputusan, koordinasi diantara para pejabat telah menunjukkan adanya perbaikan, namun kesenjangan yang cukup besar kerap dirasakan dalam koordinasi di tingkat operasional. Perbedaan persepsi tentang OJK serta perbedaan keterampilan lintas lembaga mempersulit koordinasi yang diperlukan. Komite antar lembaga tingkat tinggi perlu dibentuk dan diberdayakan untuk mendiskusikan dan menyelesaikan isu-isu lintas yurisdiksi dalam pengembangan pasar obligasi. Pertemuan *tripartite* antara Menteri Keuangan, Bank Indonesia, dan Bapepam & LK harus terus berlanjut.

Meningkatkan kepastian emisi. Hal ini dapat dicapai dengan mengumumkan jadwal kalender penerbitan emisi di muka dan menjadi pengambil harga dalam lelang. Sebuah lelang (setelah dilakukan penetapan harga) tidak dapat dibatalkan dengan alasan apa pun, walaupun didasari dengan alasan yang bernuansa politis. Pengembangan kredibilitas dalam jangka panjang dan adanya kepastian merupakan elemen kunci bagi pengembangan pasar obligasi.

Memperbaiki sarana dan prasarana transaksi obligasi pemerintah. Penerbitan di pasar primer yang dilaksanakan melalui sistem BI-SSS juga harus digunakan untuk *buy-back* obligasi dan perlu dibuat secara lebih inklusif guna menarik pangsa pasar investor yang lebih luas, juga dalam rangka memperoleh penawaran yang lebih kompetitif. Likuiditas pasar uang harus didukung oleh transaksi repo. Keputusan untuk mengikutsertakan KSEI dalam BI-SSSS sebagai subdaftar harus dilaksanakan.

Memperjelas kriteria lembaga pemeringkat kredit. Belum adanya suatu standar wewenang yang jelas bagi lembaga pemeringkat kredit, dikarenakan peraturan-peraturan Bapepam & LK belum menetapkan persyaratan khusus bagi pembentukan dan operasi badan pemeringkat kredit. Peraturan-peraturan Bapepam & LK harus memasukkan unsur dan prosedur yang jelas untuk melakukan pemeringkatan dan mensyaratkan standar kualifikasi analis kredit maupun kelembagaan yang independensinya tidak perlu diragukan (misalnya, lembaga tersebut dimiliki secara beragam dan kolektif oleh sekelompok bank atau pialang, pihak perorangan namun tidak terkait kepentingan dengan emiten-emiten besar, badan-badan pemeringkat luar negeri, juga mungkin terdiri dari para investor dan mitra internasional). Badan-badan tersebut juga disarankan untuk memiliki beragam sumber pendapatan di luar pemeringkatan kredit obligasi sehingga mereka tidak tergoda untuk mengeluarkan peringkat-peringkat yang hanya memuaskan para emiten yang membayar mereka sehingga mempengaruhi independensi dalam melakukan penilaian.

Memperbaiki sosialisasi informasi penetapan harga di pasar sekunder. Bursa Efek Surabaya saat ini mengenakan biaya kepada para penyedia informasi, hal ini menyebabkan keengganan dari sisi kontributor untuk memberikan informasi. Seharusnya BES mengenakan biaya kepada para pengguna untuk informasi dan bukan kepada kontributor. Selanjutnya, Bapepam & LK harus memandatkan pelaporan transaksi-transaksi di luar bursa untuk meningkatkan transparansi harga pasca penjualan.

Rekomendasi-Rekomendasi Tambahan

Menguji sistem pedagang primer untuk lelang obligasi pemerintah. Pencapaian dalam penerapan mekanisme *Delivery vs Payment* (DVP) dan juga pengembangan pasar repo harus mendukung tercapainya acuan standarisasi bagi pasar obligasi pemerintah. Hal ini, pada waktunya, akan membuka kemungkinan untuk maksimalisasi sistem perdagangan untuk mendorong kinerja di pasar primer dan sekunder. Namun demikian, repo harus didukung oleh mekanisme kliring yang tepat, bukan hanya pembukuan yang baik dan pengendalian agunan, tetapi juga pada saat *settlement*. Secara khusus, sistem BI-RTGS mungkin perlu diubah untuk dapat melayani jasa *settlement* yang berkaitan dengan repo. Pemerintah, BI, dan para penasihat mereka telah mempelajari masalah ini secara lebih mendalam. Berbagai analisis baik pro dan kontra, serta kondisi yang diperlukan untuk sistem tersebut telah tersedia. Kemajuan dari aspek ini akan mendorong likuiditas di pasar sekunder, karena para pedagang primer mempunyai suatu tugas dalam menjalankan fungsi pembentukan pasar.

Namun, terdapat sejumlah keberatan yang menyangkut masalah ini. Pertama, pengenalan sistem perdagangan primer mungkin memerlukan perubahan terhadap struktur pasar sekunder, termasuk kompromi tentang transparansi harga prapenjualan dan batasan yang mungkin timbul dari akses ke *platform* Perdagangan E-Bond Bloomberg. Di samping itu, hubungan antara proses langsung dan masalah *settlement* diperlukan untuk berbagai peserta dan semua operator pasar yang memenuhi syarat (termasuk para pialang/*dealer*).

Meninjau peran investor asing pada obligasi pemerintah dalam negeri. Peran Investor asing di pasar obligasi pemerintah dalam negeri bermanfaat untuk menambah likuiditas pasar, namun arus investasi asing dalam jangka pendek ini bisa berdampak negatif bagi stabilitas pasar. Pemerintah disarankan untuk terus memberikan insentif guna mendorong pemilikan obligasi pemerintah jangka panjang.

Meningkatkan kapabilitas pemerintah daerah dan badan-badan usaha milik pemerintah daerah dalam upaya melakukan akses pembiayaan pasar obligasi secara selektif. Banyak dari pemerintah daerah memiliki kemampuan secara fiskal – dan juga mempunyai kebutuhan – atas utang. Namun demikian, beberapa langkah penting diperlukan untuk memfasilitasi pembiayaan berbasis pasar bagi pemerintah daerah yaitu: (a) merestrukturisasi tunggakan yang ada; (b) meningkatkan transparansi, pertanggungjawaban, kelayakan kredit, pembukuan, dan kapasitas penganggaran pembiayaan pemerintah daerah, dan melaksanakan audit yang jelas; (c) melakukan klarifikasi atas program kerja yang ada yang menjadi target usulan pinjaman pemerintah daerah; (d) meningkatkan kapasitas pemerintah pusat dalam melakukan pengawasan/fungsi monitoring atas risiko fiskal pinjaman pemerintah daerah dalam jangka pendek, penerapan batasan-batasan dalam pengajuan pinjaman pemerintah daerah yang baru-baru ini disusun dalam perundang-undangan; (e) menggunakan kerangka kerja pengaturan yang lebih baku dan lengkap untuk mengurangi ekspektasi bahwa pemerintah pusat mendukung pemerintah daerah hanya dikarenakan pemerintah daerah tersebut sedang mengalami kesulitan finansial (*moral hazard*), untuk memberikan perlindungan yang memadai bagi para kreditur, dan untuk senantiasa melindungi kepentingan publik; (f) mempertimbangkan untuk penentuan dasar pajak daerah (misalnya, pajak kekayaan) ke pemerintah daerah sebagai suatu program untuk meningkatkan akuntabilitas; dan (g) memperkuat kapasitas lembaga pemeringkat kredit dan para investor kelembagaan dalam melakukan penilaian atas kelayakan kredit pemerintah daerah.

Mengingat banyaknya isu kebijakan dan dan peraturan yang belum dapat diadaptasi secara rinci, kurangnya kapasitas kelembagaan pemerintah daerah, problem transisi dari transaksi nonpasar ke disiplin pasar, dan juga terbatasnya akses pemerintah daerah ke pasar-pasar modal, hal ini mungkin tidak dapat diatasi dalam waktu singkat. Selanjutnya, Bank dan Lembaga Keuangan

Non-Bank mempunyai preferensi untuk lebih mengembangkan sektor lain dibandingkan sektor pemerintah daerah, karena sektor ini masih dilihat sangat berisiko. Penerbitan obligasi akan menjadi tantangan di kemudian hari, mengingat permasalahan pokok terkait dengan permintaan (kelayakan kredit) dan penawaran (biaya dan kapasitas transaksi). Sementara itu, pemerintah nampaknya sedang menjajaki pengembangan proyek obligasi daerah ini, sebelum menetapkan kerangka yang lebih lengkap dan menyeluruh.

Adanya jaminan dari pihak swasta dapat menjadi suatu alternatif yang menarik bagi pengembangan pasar ini. Negara-negara maju telah berhasil menggunakan jaminan keuangan dalam bentuk *monolines* untuk mendapatkan akses ke badan-badan pemerintah dalam negeri maupun kepada proyek-proyek prasarana sektor swasta ke pasar-pasar modal luar negeri dan dalam negeri. Di Amerika Serikat, hampir setengah dari utang negara-negara bagian di AS dijamin melalui sistem *monolines*, sehingga pemerintah – pemerintah negara bagian dapat memperoleh pinjaman jangka panjang dengan biaya rendah dari para investor kelembagaan. Dengan memanfaatkan keahlian penilaian risiko mereka dan kapasitas mereka untuk melakukan diversifikasi dan mengelola risiko, perusahaan-perusahaan *monoline* bekerja bersama pemerintah kota dan para emiten lain untuk memperbaiki akses ke pasar obligasi dalam negeri terutama untuk memberikan pembiayaan kepada proyek-proyek prasarana dan kebutuhan pembiayaan daerah. Para emiten berkolaborasi dengan para nasabah dalam berbagai transaksi, seperti jalan raya, rumah sakit, dan sistem air dan pembuangan. Dengan menggunakan jaminan finansial yang bernilai tinggi dan kemampuan mengatur transaksi, keberadaan dari penjamin akan meningkatkan posisi tawar dan *marketability* terhadap si penerbit obligasi, sehingga membantu para nasabah dalam memperoleh pinjaman dengan jangka waktu yang lebih rendah. Dengan adanya program desentralisasi, pemerintah daerah akan memainkan peranan yang semakin penting bagi perekonomian di Indonesia. Hal ini berdampak pada akses yang luas bagi pendanaan infrastruktur di Indonesia. Menyadari pentingnya dan besarnya fungsi dari *monoline* tersebut, maka perlu adanya pendalaman dan kajian lebih lanjut bagi pendirian *monoline* tersebut.

Meningkatkan kemampuan dan kapasitas para investor kelembagaan untuk berinvestasi dalam obligasi pemerintah. Di antara para investor kelembagaan, perusahaan-perusahaan dana pensiun dan asuransi adalah investor utama obligasi pemerintah di tingkat internasional. Namun demikian, di Indonesia, peran mereka sangatlah terbatas, di mana sebagian besar sumberdayanya diinvestasikan pada deposito bank. Hal ini lebih banyak disebabkan oleh adanya keterbatasan dalam mengambil keputusan investasi, transparansi yang buruk, lemahnya tingkat akuntabilitas kepada pemegang polis dan adanya skema *blanket guarantee* (jaminan menyeluruh) untuk deposito perbankan yang dijamin oleh pemerintah. Semua permasalahan tersebut adalah merupakan isu – isu penting yang perlu dibahas dan menjadi prioritas agenda baik untuk jangka pendek maupun hingga jangka menengah.

Meningkatkan partisipasi investor ritel dalam pasar obligasi. Hal-hal yang perlu diperhatikan dalam rangka pengembangan investor ritel adalah (a) melakukan identifikasi dan penetapan metode dan jaringan distribusi yang hemat biaya, (b) melakukan analisis terhadap permintaan riil yang ada dan merancang instrumen investasi yang tepat untuk mewadahnya (misalnya, untuk menghindari kompetisi langsung dengan simpanan bank atau reksa dana dalam hal tenor jatuh tempo), dan (c) menyediakan likuiditas di pasar sekunder. Pengalaman internasional telah menunjukkan bahwa pasar obligasi ritel cukup sulit untuk dikembangkan. Hal ini didasarkan pada fakta bahwa inisiatif cenderung lebih sering dimotivasi melalui pertimbangan politis daripada pertimbangan analisis ekonomi.

Mengizinkan para investor kelembagaan untuk berinvestasi dalam obligasi *non-investment grade*. Investor kelembagaan harus diberikan keleluasaan dan kesempatan untuk secara luas melakukan investasi pada berbagai instrumen sepanjang kurva imbal hasil yang ada, dengan

catatan hal ini dilakukan sesuai dengan prinsip kehati-hatian. Di banyak negara, investor diperbolehkan untuk melakukan investasi pada obligasi yang bersifat *non-investment grade*.

Menyederhanakan prosedur untuk penerbitan efek baru oleh emiten. Para emiten 'papan atas' yang secara kontinu mencari pendanaan melalui mekanisme pasar modal, hendaknya diperkenankan untuk melakukan penyederhanaan pada saat melakukan emisi baru. Penggunaan registrasi dengan mekanisme *shelf* untuk emisi-emisi di masa mendatang juga dapat dipertimbangkan. Penjamin utama dari sebuah emisi harus lebih berperan dalam memberikan saran kepada emiten tentang penentuan waktu yang tepat untuk menerbitkan saham baru, juga berkaitan dengan masalah penetapan harga dan memprediksi besarnya permintaan pasar. Hal lain, seperti pembiayaan jangka menengah dalam bentuk *mezzanine financing* yang terletak diantara penawaran umum dan penempatan langsung, merupakan suatu alternatif menarik yang perlu ditelaah lebih lanjut, seiring dengan meningkatnya jumlah investor kelembagaan. Di Amerika Serikat dan di pasar-pasar maju lainnya memperbolehkan investor untuk melakukan emisi instrumen mezzanine ini dengan catatan emisi tersebut ditujukan hanya kepada investor yang telah memiliki pengalaman dengan persyaratan transparansi dan tingkat kredit yang tidak begitu ketat. Peran wali amanat obligasi menjadi sangatlah penting terutama untuk mencegah agar distribusi obligasi mezzanine ini tidak jatuh dan dibeli oleh investor yang kurang berpengalaman.

Melakukan klarifikasi atas tugas wali amanat demi melindungi kepentingan para investor obligasi. Meskipun Undang-undang Pasar Modal, Bagian III, telah mewajibkan semua emisi obligasi untuk memiliki wali amanat untuk mewakili kepentingan para investor, namun masih terdapat beberapa hal yang memerlukan pembahasan serta klarifikasi lebih lanjut, yaitu tentang: (a) tugas-tugas wali amanat, (b) ketentuan-ketentuan kontrak antara emiten obligasi dan wali amanat, dan (c) panduan kegiatan wali amanat, khususnya untuk hal-hal yang berkaitan dengan biaya, sumber gaji apabila terjadi kepailitan, dan tugas-tugas khusus apabila terjadi kepailitan dan pembebasan tanggung jawab. Dalam hal ini, Bapepam & LK harus menjabarkan lebih lanjut permasalahan ini sesegera mungkin karena Undang-undang Pasar Modal secara tegas mengatur bahwa masalah-masalah yang berkaitan dengan kompensasi dan tugas-tugas seorang wali harus diatur dalam peraturan Bapepam & LK. Sebagai langkah terkait untuk melindungi para investor, Bapepam & LK juga mewajibkan adanya transparansi biaya untuk semua dokumen publik.

Mengembangkan pasar repo. Diperlukan beberapa langkah dalam upaya untuk mengembangkan pasar repo. Pendirian sentral *counterparty* untuk surat berharga pemerintah berpotensi untuk meningkatkan partisipasi bank kecil dalam transaksi repo. Pemberian kredit *intraday* dengan biaya ringan dan layanan pemberian pinjaman efek pemerintah yang fleksibel juga harus dipertimbangkan untuk mengurangi risiko terjadinya gagal bayar maupun gagal serah yang berdampak pada timbulnya rantai wanprestasi. Layanan pemberian pinjaman efek membantu terselenggaranya *tripartite* repo (repo dengan agunan yang melibatkan tiga pihak), hal ini secara signifikan berdampak pada meningkatnya fleksibilitas penggunaan repo untuk mendanai likuiditas. Kerangka hukum dan pengaturan diperlukan, sementara itu mekanisme BI-SSS, subdaftarnya, dan para kustodian perlu senantiasa mengembangkan kapasitas dalam rangka melakukan penilaian agunan. Meskipun hal-hal yang telah disebutkan diatas dapat membantu, namun pada akhirnya perangkat BI untuk pelaksanaan kebijakan moneter – misalnya, FASBI – akan sangat mempengaruhi perkembangan pasar ini.

Memperbaiki kerangka peraturan dan hukum untuk sekuritisasi. Indonesia akan memperoleh manfaat dari yang sangat besar dengan adanya kajian bisnis dan pasar terhadap prospek sekuritisasi asset. Undang-undang terbaru tentang sekuritisasi harus dirancang dan dilaksanakan. Secara khusus, pemerintah harus memperkenalkan perundang-undangan baru yang menyediakan sarana alternatif untuk efek beragun aset, seperti dengan dibentuknya suatu *special purpose vehicle* (SPV) maupun suatu *trust*. Rancangan undang-undang yang disusun pada

tahun 2003 telah menuju kearah ini, namun tidak dapat menyajikan instrumen finansial yang lengkap. Sebagai contoh, SPV dalam rancangan ini diwajibkan untuk independen terhadap kreditur yang menjadi promotor, dan badan usaha tersebut hanya dapat memperoleh aset dari promotor saja, hal ini dirasakan mengurangi independensi dari sisi perusahaan itu sendiri. Di samping itu, ketentuan harus dibuat untuk pengaturan perwalian induk. Penjaminan bergantung pada ketidakberpihakan pajak dan peraturan pembukuan yang jelas untuk penilaian. Kelayakan penjaminan sangat sensitif terhadap biaya dan dengan demikian biaya ini harus diminimalisasi. Sebagai contoh, prasarana pasar, seperti sistem informasi kredit dan data historis pembiayaan kembali, harus tersedia dengan biaya rendah. Daftar hak milik perlu dihubungkan, dan format registrasi perlu distandardisasi antar daerah guna mencatat prioritas para kreditur yang dijamin, mencegah adanya penggadaian kekayaan secara rangkap, dan membantu pengalihan tanpa kesulitan.

Meningkatkan nilai pasar jaminan. Undang-undang perlu mengatur “penjualan sebenarnya” aset-aset kredit oleh *originator* (misalnya, bank) dan pemisahan risiko aset yang dijual kepada wali oleh *originator*. Undang-undang juga harus mengatur dengan tegas aspek pemisahan risiko tanggung jawab dari suatu *Special Purpose Vehicle* (SPV) apabila terjadi kebangkrutan. Untuk nilai pasar dari instrumen tersebut, peraturan Bapepam & LK harus mengakui efek beragunan aset sebagai “efek,” sehingga para pialang dapat melakukan transaksi dengan efek tersebut. Pegadaian hak-hak kontrak dan piutang harus memiliki dasar hukum yang jelas. Undang-undang perdagangan atau kontrak mewajibkan pemberitahuan kepada debitur tentang pengalihan hak-hak kreditur kepada SPV dengan tujuan untuk mensahkan pengalihan tersebut. Metodologi pemberitahuan ini harus dibuat dengan biaya serendah mungkin, dengan efektivitas yang tetap terjamin. Perlu diadakan suatu tinjauan terhadap kelayakan dan manfaat pendirian dari suatu SPV yang tidak memiliki kecukupan baik dari sisi catatan historis maupun cadangan modal yang memadai untuk menerbitkan efek beragunan aset, bilamana seluruh persyaratan tersebut telah dipenuhi.

Membangun pasar berjangka untuk repo. Adanya suatu pasar repo yang likuid berperan sangat penting dalam pembentukan sistem perdagangan primer. Sebagai langkah selanjutnya, kelayakan penetapan efek pemerintah atau suku bunga pasar berjangka harus dieksplorasi. Bank Indonesia perlu mengembangkan repo yang lebih fleksibel dibandingkan lelang SBI periodik yang telah berlangsung saat ini (sebagai contoh, Bank Indonesia dapat melaksanakan repo berkala dan *overnight* repo untuk menyempurnakan cadangan sistem perbankan dan suku bunga jangka pendek, khususnya suku bunga *overnight*, sebagai proyeksi posisi kas pemerintah). Hal tersebut akan membantu Bank Indonesia untuk mengelola cadangan sistem perbankan untuk tetap berada dalam kisaran target. Hal ini akan mengurangi volatilitas pasar uang tanpa membahayakan kemampuan sistem perbankan untuk memberikan respons terhadap sinyal-sinyal kebijakan moneter BI. Hal ini juga akan membantu Bank Indonesia dalam menentukan target inflasinya.

Mengembangkan kerangka untuk pasar obligasi sekunder. Peraturan perundang-undangan yang ada harus mencerminkan suatu kerja yang bersifat fleksibel dengan tanpa mengurangi aspek-aspek kelayakan, transparansi, dan efisiensi. Bapepam & LK dianjurkan untuk mempertimbangkan adanya suatu kerangka sistem informasi yang memfasilitasi perdagangan obligasi namun tidak berada di bawah definisi suatu bursa formal (misalnya, sistem-sistem perdagangan alternatif di Amerika Serikat dan konsep fasilitas perdagangan multilateral di Uni Eropa). Bilamana para penyelenggara non-bursa tersebut muncul, sangatlah penting untuk menyediakan medan permainan yang adil dan memastikan persaingan yang sehat.

Mengembangkan manajemen kas Departemen Keuangan dan proyeksi arus kas. Agar Bank Indonesia menggunakan instrumen pilihan, Bank Indonesia memerlukan informasi yang akurat tentang arus dan posisi kas pemerintah di masa mendatang, faktor kunci yang menyebabkan perubahan terhadap cadangan bank yang tidak dapat diprediksi. Departemen Keuangan, bersama

dengan Bank Indonesia, perlu meningkatkan kemampuan pemerintah untuk mengelola arus kas dan, secara khusus, untuk memproyeksikan arus dan posisi kas di masa mendatang. Kemungkinan lain untuk memperbaiki manajemen kas mencakup pengenalan program surat perbendaharaan negara dan manajemen saldo kas, lebih dalam lagi, pasar uang. Pengembangan-pengembangan tersebut seharusnya mengurangi perubahan dalam cadangan bank, dan selanjutnya mengurangi kebutuhan akan operasi kebijakan moneter Bank Indonesia.

Menetapkan standar untuk para penyedia layanan jaminan kredit. Layanan jaminan kredit mendukung pinjaman dan penerbitan obligasi. Pada dasarnya, pemberian jaminan kredit harus berupa layanan komersial yang dinilai untuk mencerminkan risiko yang diambil. Keputusan untuk menggunakannya atau tidak bergantung pada keputusan usaha peminjam atau pemberi pinjaman, bukan ketentuan peraturan. Bank, perusahaan asuransi, dan perusahaan jaminan investasi harus menyediakan layanan ini. Diperlukan standar kehati-hatian dan persyaratan yang sesuai.

Mengembangkan kerangka hukum untuk kepailitan dan pelaksanaan. Tersedianya layanan pemeringkatan kredit dan jaminan yang dapat diandalkan menjadi lebih penting karena pasar mengembangkan jenis-jenis instrumen baru, seperti utang daerah dan efek beragunan aset. Badan pemeringkat kredit dan penyedia jaminan harus mengembangkan keahlian untuk menentukan peringkat dan menilai risiko yang berkaitan dengan instrumen tersebut. Sebagai dasar untuk pemeringkatan kredit dan jaminan yang lebih efektif secara umum untuk pengeluaran pinjaman dan utang, harus terdapat dasar hukum yang jelas tentang kesanggupan melunasi utang (*solvency*), termasuk undang-undang yang mengatur tentang kepailitan, agunan, jaminan, dan hubungan fiskal antara pemerintah pusat dan badan-badan daerah, seperti pemerintah daerah, dan sistem pengadilan yang efektif dan efisien untuk melaksanakan undang-undang tersebut. Perusahaan-perusahaan efek yang berwenang untuk menjamin emisi obligasi harus dapat memberikan saran kepada emiten tentang biaya dan manfaat perolehan jaminan kredit dan membimbingnya melalui proses perolehan peringkat kredit.

Mengurangi batasan investasi para investor kelembagaan. Kriteria investasi untuk dana pensiun dan perusahaan-perusahaan asuransi harus konsisten dan jelas, terutama dalam kaitannya dengan persyaratan likuiditas, *listing*, dan peringkat. Sebagai contoh, kewajiban untuk mencatat obligasi pada bursa ditujukan untuk memenuhi persyaratan penyingkapan dan pemeringkatan kredit, meningkatkan kepatuhan terhadap standar peraturan kehati-hatian, dan meningkatkan transparansi harga pasar, akan tetapi hal tersebut secara tidak wajar meningkatkan biaya dan ketidaknyamanan. Sebaliknya, peraturan harus disusun atas dasar risiko dan kemampuan untuk melunasi utang.

Mengembangkan pasar untuk hipotik dengan suku bunga tetap. Agar hipotik lebih mudah diakses oleh masyarakat, bank-bank perlu menawarkan hipotik dengan suku bunga tetap. Hal ini, pada gilirannya, memerlukan stabilitas suku bunga yang lebih tinggi selama jangka menengah. Secara khusus, penjaminan hipotik dengan suku bunga tetap akan bermanfaat. Diperlukan adanya tolok ukur jangka panjang sekurang-kurangnya 15 tahun. Kelemahan dalam sistem hukum dan peradilan yang menghalangi kepemilikan kembali dan likuidasi agunan perlu diatasi. Faktor-faktor kunci yang memotivasi bank-bank untuk menjual pinjaman-pinjaman hipotik adalah tidak dipatuhinya tanggal jatuh tempo dan konsentrasi portofolio pinjaman mereka dalam pinjaman hipotik.

REFERENSI

Bapepam & LK. 2005. *Capital Market Statistics Report*. Jakarta: Bapepam & LK.

www.bes.co.id

BAB 4

INDUSTRI REKSADANA INDONESIA

Reksadana adalah perusahaan investasi yang mengumpulkan uang dari para pemodal dan menginvestasikannya dalam portofolio efek yang beragam. Berinvestasi melalui reksadana merupakan cara investasi yang sederhana, terjangkau dan murah. Keuntungan-keuntungan berinvestasi melalui reksadana antara lain adalah adanya manajemen yang profesional, diversifikasi, variasi, likuiditas, harga yang terjangkau, kenyamanan, dan kemudahan dalam pembukuan serta peraturan pemerintah yang ketat dan pengungkapan secara penuh (Investment Company Institute 2004). Reksadana harus memenuhi standar internal yang ketat dan peraturan perundang-undangan. Sebagai bagian dari peraturan perundang-undangan tersebut, semua reksadana harus memenuhi standar operasional tertentu, mematuhi peraturan anti penipuan yang ketat dan mengungkapkan informasi secara lengkap kepada para investor yang telah ada dan calon investor. Peraturan perundang-undangan tersebut dirancang untuk melindungi para investor dari penipuan dan penyalahgunaan.

Apabila reksadana dikelola, diatur dan diawasi dengan benar, reksadana akan memiliki peran yang sangat penting dalam pengembangan pasar modal dengan menyalurkan permintaan dari investor-investor baru. Sebagai contoh, ada sekitar 8.200 reksadana di Amerika Serikat yang memiliki tujuan dan bentuk yang cocok dengan berbagai maksud dan keadaan. Diperkirakan sekitar 91,2 juta orang dalam 53,3 juta rumah tangga yang ada di Amerika Serikat memiliki saham reksadana. Dengan cara seperti itu, mereka memberikan kontribusi kepada siklus yang baik dalam pengembangan pasar modal.

Dengan semua manfaat tersebut, tidaklah mengherankan apabila industri reksadana di Indonesia mengalami pertumbuhan yang pesat sejak pembentukannya pada tahun 1997. Industri ini tumbuh dengan pesat setelah tahun 2002, yang disebabkan oleh adanya peningkatan yang dramatis dalam reksadana pendapatan tetap, yang melakukan investasi terutama dalam surat utang negara dalam denominasi Rupiah (sebagian besar obligasi rekapitalisasi yang digunakan untuk keperluan rekapitalisasi bank-bank yang pailit selama krisis). Penurunan suku bunga (dan naiknya harga obligasi) menciptakan kondisi yang mendukung untuk peluncuran reksadana obligasi rekapitalisasi. Terhitung sejak akhir tahun 2004, reksadana mengelola dana sebesar Rp.104 triliun (10,4 milyar Dolar AS), yang merupakan 6,3 persen dari keseluruhan aset keuangan dan 4,5

persen dari PDB (lihat Tabel 4.1). Akan tetapi, pencairan secara besar-besaran mengguncang industri ini pada tahun 2005, dan aset yang dikelolanya merosot menjadi Rp.29,4 trilyun (3 trilyun Dolar AS, 1,1 persen dari PDB) pada bulan Desember 2005 (lihat Tabel 4.2).

Indonesia memiliki industri reksadana yang kecil dibandingkan dengan pasar regional dan pasar global. Pada tahun 2003, aset reksadana di seluruh dunia naik menjadi US\$ 14 trilyun. Berdasarkan kawasan, 57 persen dari aset reksadana dunia terdapat di benua Amerika, 33 persen di Eropa, dan 10 persen di Afrika dan Asia-Pasifik, serta 5 persen di Asia Timur, terutama di Hong Kong (Cina) dan Republik Korea (lihat tabel 4.3).

Tabel 4.1: Nilai Aktiva Bersih Reksadana, Tahun 1995-2005

Indikator	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nilai Aktiva Bersih											
Reksadana Pasar Uang	-	16	25	38	575	1.244	2.217	7.181	7.856	9.439	2.080
Reksadana Pendapatan Tetap	-	1.898	3.439	1.894	2.744	3.062	4.661	37.336	57.485	88.059	13.924
Reksadana campuran	315	350	862	522	729	652	635	1.795	3.734	4.648	5.468
Reksadana Saham	-	519	590	539	927	560	491	302	402	1.892	4.934
Reksadana Terproteksi											3.008
Total	315	2.782	4.917	2.992	4.974	5.516	8.004	46.614	49.478	104.038	29.415
Jumlah Produk											
Reksadana Pasar Uang	0	6	21	22	23	26	29	31	20	31	33
Reksadana Pendapatan tetap	0	12	31	32	31	35	46	61	116	146	170
Reksadana campuran	1	1	3	4	5	8	10	17	30	46	78
Reksadana Saham	0	6	22	23	22	25	23	22	20	23	30
Reksadana Terproteksi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18
Total	1	25	77	81	81	94	108	131	186	246	329

Sumber: Bapepam & LK

-Tidak tersedia

Tabel 4.2: Struktur Sektor Keuangan (Rp.trilyun)

Jenis Lembaga dan Tahun	Aset (Trilyun Rp)	Persentase Aset	Persentase PDB
Bank (2005)	1.470,0	79,7	53,9
Lembaga Keuangan Non-bank	374,5	20,3	13,7
Perusahaan Pembiayaan (2005)	67,7	3,7	2,5
Perusahaan Asuransi (2005)	75,1	4,1	2,8
Dana Pensiun (2004)	107,1	5,8	4,7
Perusahaan Efek (2004)	10,1	0,5	0,4
Pegadaian (2005)	4,8	0,3	0,2
BPR (2004)	14,7	0,8	0,6
Reksadana (2005)	29,4	1,6	1,1
Perusahaan Modal Ventura (2005)	2,7	0,1	0,1
Obligasi korporasi yang masih terutang (2005)	62,8	3,4	2,3
Total	1.844,5	100,0	67,6
Kapitalisasi Pasar Modal (2004)	680	Tidak tersedia	30,1
Kapitalisasi Pasar Modal (2005)	801	Tidak tersedia	29,4

Sumber: Bapepam & LK, Bank Indonesia

Catatan: Per Desember 2004. Angka-angka di atas mencakup perhitungan ganda karena dana pensiun, perusahaan asuransi dan reksadana berinvestasi pada bank. Persentase PDB dari masing-masing sektor dihitung dengan menggunakan PDB pada tahun yang sama dengan tahun data yang bersangkutan. Jumlah sebagai persentase PDB menggunakan angka PDB tahun 2005.

Tabel 4.3: Volume Industri Reksadana di Asia, Tahun 2003

Perekonomian	Jumlah (Milyar Dolar AS)	Persentase jumlah	Persentase PDB
Cina	20,5	2,8	1,4
Hong Kong (Cina)	534,3	71,7	340,3
Indonesia	7,5	1,0	3,6
Republik Korea	140,1	18,8	23,2
Malaysia	18,4	2,5	17,7
Filipina	0,8	0,1	1,0
Singapura	11,8	1,6	12,9
Thailand	12,0	1,6	8,4
Total	745,5	100,0	26,6

Sumber: Asosiasi Manajemen Aset Korea: IMAS 2005. Badan Pengawas Pasar Modal dan Pasar Berjangka di Hong Kong (Cina): Dalla dan Gamo 2004b.

Tabel 4.4: Volume Industri Reksadana di Asia, Tahun 1999-2002

Perekonomian	1999		2000		2001		2002	
	Jumlah (Dolar AS)	Persentase	Jumlah (DolarAS)	Persentase	Jumlah (DolarAS)	Persentase	Jumlah (DolarAS)	Persentase
Cina	7,0	1,4	10,3	2,2	9,8	2,1	14,4	2,6
Hong Kong (Cina)	298,9	58,1	311,4	65,6	285,2	60,9	342,1	61,3
Indonesia	0,5	0,1	0,6	0,1	0,9	0,2	5,0	0,9
Republik Korea	188,8	36,7	132,4	27,9	149,5	31,9	168,2	30,1
Malaysia	11,4	2,2	11,4	2,4	12,5	2,7	14,1	2,5
Filipina	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,5	0,1
Singapura	4,2	0,8	4,8	1,0	6,4	1,4	8,6	1,5
Thailand	3,5	0,7	3,6	0,8	4,0	8,8	5,5	1,0
Total	514,4	100,0	474,6	100,0	468,5	100,0	558,4	100,0

Sumber: Dalla dan lain-lain 2004; Asosiasi Manajemen Aset Korea; IMAS 2005; Badan Pengawas Pasar Modal dan Pasar Berjangka Hong Kong; Dalla dan Gamo 2004b, 2004c, 2004d; Bank Dunia, Indikator Pembangunan Dunia; Oanda.com; Bapepam & LK online; Otoritas Moneter Singapura; Komisi Efek dan Perdagangan Berjangka; Komisi Efek di Malaysia.
a. Mencakup *unit trust* (perwalian unit penyertaan) saja; tidak mencakup dana yang dikelola oleh para manajer dan produk yang berkaitan dengan investasi.

Sejak tahun 1999 sampai dengan tahun 2002, sejalan dengan pemulihan ekonomi regional secara umum, industri reksadana telah bangkit kembali, mengikuti pertumbuhan pasar obligasi dalam negeri di beberapa negara (lihat Tabel 4.4). Pemerintah di beberapa negara Asia Timur mengeluarkan obligasi pemerintah dalam jumlah besar untuk melakukan restrukturisasi dan rekapitalisasi atas sistem perbankan di negara-negara tersebut. Surat utang kelas tinggi tersebut dipasarkan kepada para investor ritel terutama melalui reksadana. Dengan demikian, reksadana pendapatan tetap berkembang pesat, khususnya di Indonesia, Korea, Malaysia, dan Thailand. Reksadana dengan pokok yang dijamin (*Principal-guaranteed mutual fund*) juga tumbuh dengan cepat, khususnya di Hong Kong (Cina) dan Singapura. Dengan pulihnya ekonomi secara keseluruhan, menurunnya suku bunga dan peningkatan keuntungan perusahaan yang tajam, para investor merealokasikan aset mereka dari reksadana pendapatan tetap ke reksadana saham. Akan tetapi, reksadana pendapatan tetap tetap dominan di Indonesia, Filipina dan Thailand.

STRUKTUR

Terdapat dua jenis reksadana di Indonesia, yaitu: reksadana korporasi (Perseroan) dan reksadana investasi kolektif (Kontrak Investasi Kolektif atau KIK). Industri reksadana memiliki berbagai macam produk, peserta (termasuk kustodian, manajer dan investor), dan jalur pendistribusian.

Produk

Terdapat lima jenis reksadana di Indonesia, yaitu: reksadana saham, reksadana pendapatan tetap, reksadana pasar uang, reksadana campuran, dan reksadana terproteksi. Per Desember 2004, sekitar 13,5 persen dari obligasi pemerintah yang masih terutang dikuasai oleh reksadana, sehingga reksadana merupakan pemilik obligasi pemerintah terbesar di antara lembaga-lembaga keuangan non-bank. Selama terjadinya pencairan cepat pada tahun 2005, para manajer investasi terpaksa menjual kepemilikan mereka atas obligasi pemerintah untuk membayar para investor yang berupaya mencairkan dana mereka, dan kepemilikan reksadana atas obligasi pemerintah merosot menjadi 3,2 persen dari keseluruhan obligasi pemerintah yang belum jatuh tempo (lihat tabel 4.5). Meskipun demikian, reksadana pendapatan tetap masih mendominasi sampai dengan bulan Desember 2005, yaitu hampir 50 persen dari keseluruhan reksadana. Pada bulan April 2005, reksadana menguasai lebih dari 45 persen dari seluruh nominal obligasi korporasi yang tercatat di Bursa Efek Surabaya, bursa utama untuk perdagangan obligasi korporasi dan proporsi tersebut bahkan semakin menurun pada bulan Desember 2005. Reksadana Terproteksi, jenis reksadana yang baru yang memberikan perlindungan atas investasi awal, mulai beroperasi dengan posisi yang kuat, yaitu sebesar 10 persen dari keseluruhan dana pada tahun 2005 (lihat gambar 4.1).

Tabel 4.5: Investor Obligasi berdasarkan Jenis Obligasi (persen)

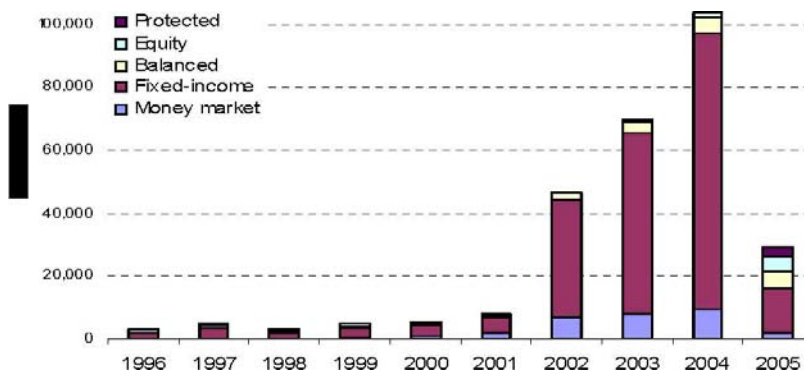
Lembaga Keuangan	Obligasi Pemerintah a	Obligasi korporasi b
Bank	68,8	13,4
Reksadana	2,4	45,1
Perusahaan Asuransi	8,0	6,5
Dana Pensiun	5,5	26,5
Luar Negeri	12,3	0,0
Lain-lain	3,1	8,5
Total	100,0	100,0

Sumber: Bursa Efek Surabaya, Bapepam & LK, Estimasi Staf

a. Per bulan April 2006

b. Per bulan April 2005

Gambar 4.1: Komposisi Industri Reksadana, Tahun 1996–2005



Sumber: Bapepam & LK

Manajer Investasi dan Kustodian

Dana dikelola oleh perusahaan manajemen investasi, yang merupakan perusahaan efek yang mendapatkan izin dari Bapepam & LK untuk melaksanakan jasa tersebut. Kegiatan pengelolaan dilakukan oleh para manajer investasi perorangan yang bekerja untuk perusahaan manajemen investasi dan telah memperoleh izin dari Bapepam & LK. Pada bulan Desember 2005, terdapat 104 perusahaan manajemen investasi resmi, akan tetapi hanya 72 perusahaan yang mengelola reksadana. 84 dari 104 perusahaan yang telah memiliki izin merupakan perusahaan nasional dan 20 perusahaan lainnya adalah perusahaan patungan dengan bank asing atau perusahaan asuransi jiwa asing. Enam belas perusahaan berafiliasi dengan bank umum nasional. Perusahaan-perusahaan tersebut mengelola 329 reksadana, yaitu: 170 reksadana pendapatan tetap, 30 reksadana saham, 33 reksadana pasar uang, 78 reksadana campuran, dan 18 reksadana terproteksi.

Jasa kustodian yang diberikan untuk reksadana antara lain adalah jasa administrasi, jasa pengalihan dan jasa penyimpanan. Undang-undang Pasar Modal (Pasal 25) melarang bank kustodian berafiliasi dengan perusahaan manajemen investasi. Sejak akhir bulan Desember 2005, sudah ada 19 bank kustodian yang telah memiliki izin, akan tetapi hanya 13 bank dari jumlah tersebut (tiga bank BUMN, lima bank nasional dan lima bank asing) yang memberikan jasa kustodian untuk reksadana.

Investor

Sebagian besar investor reksadana adalah perorangan, yang menguasai tiga perempat dari pemesanan. Pada bulan Desember 2005, jumlah pemegang unit Kontrak Investasi Kolektif mencapai angka 254.660. 99 persen dari jumlah tersebut adalah investor dalam negeri. Kepemilikan unit rata-rata dari masing-masing investor adalah sekitar Rp.300 juta. Banyak investor perorangan adalah orang kaya. Sejumlah manajer investasi yang diwawancarai untuk keperluan laporan ini menegaskan bahwa sebagian besar investor ritel membeli reksadana melalui cabang-cabang bank umum dan bahwa banyak diantaranya yang merupakan nasabah di bagian *private banking* dari bank-bank umum tersebut.

Investor kelembagaan, seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi, tidak terlalu banyak terlibat dalam reksadana, yaitu kurang dari seperempat dari jumlah pemesanan.²⁹ Investor kelembagaan cenderung untuk melakukan investasi dalam reksadana saham. Perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam bidang *treasury* (perbendaharaan) cenderung untuk mengelola dana menganggur mereka secara langsung atau menyimpannya di bank dengan janji bahwa mereka akan mendapatkan dukungan likuiditas yang besar apabila diperlukan. Bank-bank umum tidak membeli reksadana, meskipun tidak ada larangan yang eksplisit dalam Undang-undang Perbankan bagi bank umum untuk membeli reksadana. Namun demikian, bank-bank umum dilarang untuk melakukan investasi dalam saham perusahaan kecuali apabila investasi tersebut dilakukan dalam lembaga keuangan atau merupakan kepemilikan sementara sebagai akibat dari penyelesaian pinjaman. Hambatan penting lainnya terhadap partisipasi investor kelembagaan adalah aturan Bapepam & LK yang bersifat restriktif yang melarang kepemilikan atas lebih dari 2 persen dari reksadana, yang dengan demikian secara teoritis memastikan bahwa semua reksadana memiliki sekurang-kurangnya 50 investor.

²⁹ Pada penghujung tahun 2003, dana pensiun dan perusahaan asuransi hanya melakukan investasi sebesar 5 persen dari aset bersih mereka dalam reksadana, yang secara keseluruhan kurang dari 10 persen dari keseluruhan Nilai Aktiva Bersih. Persentase investasi reksadana dalam portofolio mereka tidak berubah secara substansial pada tahun 2004 dan 2005.

Biaya

Investor yang menginvestasikan uangnya dalam reksadana mendapatkan pelayanan dari perusahaan manajemen investasi yang profesional. Sama halnya dengan jasa lainnya, penggunaan jasa manajer investasi menimbulkan biaya. Biaya ini dikenakan kepada investor reksadana dalam bentuk biaya penjualan maupun biaya operasional. Biaya penjualan pada reksadana terbuka antara lain adalah beban di muka dan beban di belakang (biaya pencairan). Manajer investasi juga mengenakan iuran tahunan untuk pengurusan investasi.

Sebagian besar reksadana Kontrak Investasi Kolektif di Indonesia mengenakan biaya di muka dan biaya di belakang. Biaya tersebut termasuk biaya untuk jasa pengelolaan investasi, jasa kustodian dan jasa agen penjual. Selain biaya-biaya tersebut, reksadana juga membayar jasa akuntan, penasihat hukum, notaris, biaya administrasi dan pemasaran, pendaftaran dan transaksi efek, asuransi (apabila ada) dan pajak. Tabel 4.6 menyajikan rangkuman struktur biaya standar. Reksadana di Indonesia ternyata dapat mengenakan iuran tahunan sebesar 3,25 persen, serta biaya di muka dan pencairan. Apabila dibandingkan dengan rasio biaya rata-rata sebesar 1,5 persen untuk reksadana di Amerika Serikat, biaya yang dikenakan oleh reksadana Indonesia sangat tinggi (Ferris dan Yan 2002).

Tabel 4.6: Struktur Biaya Reksadana (persen)

Jenis Biaya	Jumlah
Biaya yang dikenakan kepada reksadana	
Biaya pengelolaan investasi (tahunan)	0,30-2,00
Biaya bank kustodian (tahunan)	0,25
Biaya agen penjual (tahunan)	0,5-1,00
Biaya yang dikenakan kepada investor	
Biaya pembelian (per transaksi)	0,75-1,00
Biaya pencairan (per transaksi)	
Kepemilikan kurang dari jangka waktu minimal	0,5-2,50
Kepemilikan lebih dari jangka waktu minimal	0,00
Pengalihan dana	0,25-1,00

Sumber: Prospektus reksadana

Jalur Penjualan dan Distribusi

Kontrak Investasi Kolektif didistribusikan melalui berbagai jalur, yaitu: secara tidak langsung oleh bank-bank umum, perusahaan asuransi dan pialang serta secara langsung oleh perusahaan manajemen investasi. Sebagian besar pangsa pasar dikuasai oleh bank umum, yaitu sebesar lebih dari tiga perempat dari Nilai Aktiva Bersih. Banyak bank dan perusahaan asuransi BUMN mendistribusikan Kontrak Investasi Kolektif yang dikelola oleh perusahaan manajemen investasi yang merupakan anak perusahaan mereka sendiri, sementara bank-bank umum swasta (yang sebagian besar adalah milik asing) menawarkan berbagai jenis reksadana yang didistribusikan oleh berbagai perusahaan manajemen investasi.

Kontrak Investasi Kolektif dijual sebagai unit penyertaan dan ditawarkan kepada publik secara terus-menerus sampai jumlah unit yang terjual mencapai jumlah maksimum yang ditetapkan dalam kontrak yang dibuat antara manajer investasi dengan bank kustodian. Pada penawaran perdana, setiap unit harus memiliki Nilai Aktiva Bersih sebesar Rp.1.000.³⁰ Perusahaan manajemen investasi menetapkan jumlah minimal yang berbeda-beda untuk volume pembelian

³⁰ Untuk reksadana berdenominasi Dolar AS dan Euro, Nilai Aktiva Bersih awal selalu masing-masing sebesar AS\$1 dan 1 Euro.

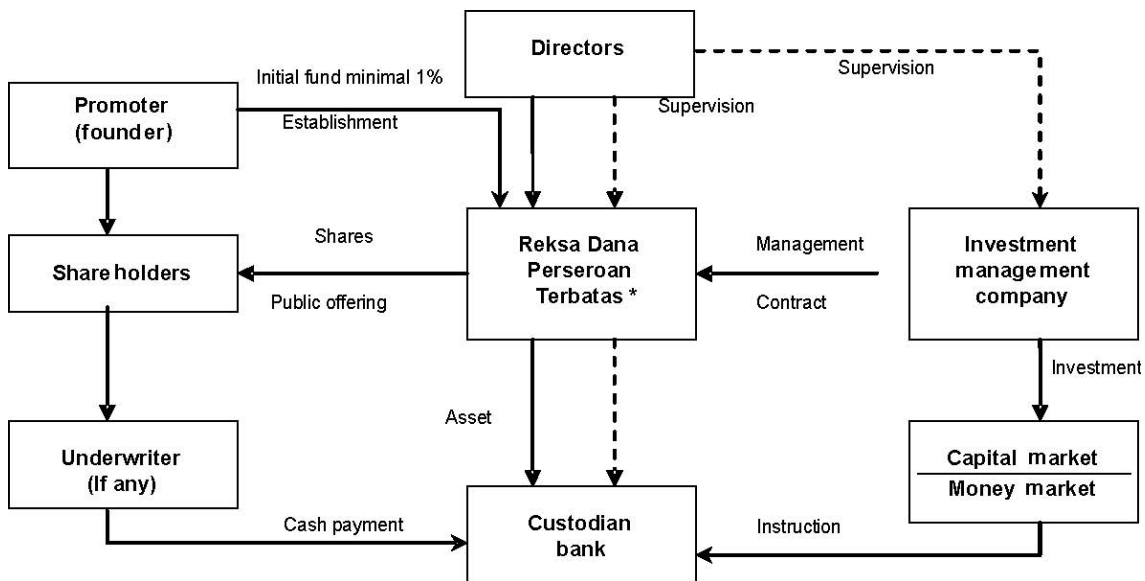
awal produk reksadana mereka. Saat ini, kisaran minimal adalah antara Rp.250.000 sampai dengan Rp.50 juta.

Pada penawaran perdana, reksadana Kontrak Investasi Kolektif maupun reksadana perseroan harus memiliki investor (sponsor atau pendiri) yang telah membeli sekurang-kurangnya 1 persen dari unit penyertaan atau saham. Investor tersebut diwajibkan untuk menjadi pemilik unit penyertaan atau saham tersebut sekurang-kurangnya selama setahun. Dalam praktiknya, para investor tersebut biasanya merupakan induk perusahaan dari perusahaan manajemen investasi atau afiliasi dari reksadana perseroan yang bersangkutan.

Struktur Hukum dan Pajak

Menurut Undang-undang Pasar Modal, reksadana di Indonesia dapat berbentuk reksadana perseroan (Perseroan), yang dapat berupa reksadana terbuka atau reksadana tertutup³¹, dan Kontrak Investasi Kolektif atau KIK, yang hanya dapat berupa reksadana terbuka (lihat bagan 4.2 bagan 4.3). Sistem hukum Indonesia didasarkan atas *civil law* dan dengan demikian tidak mengakui konsep perwalian (*trust*) seperti perwalian investasi (*investment trust*) atau perusahaan perwalian (*trust company*).

Gambar 4.2: Kegiatan Operasi Reksadana Perseroan

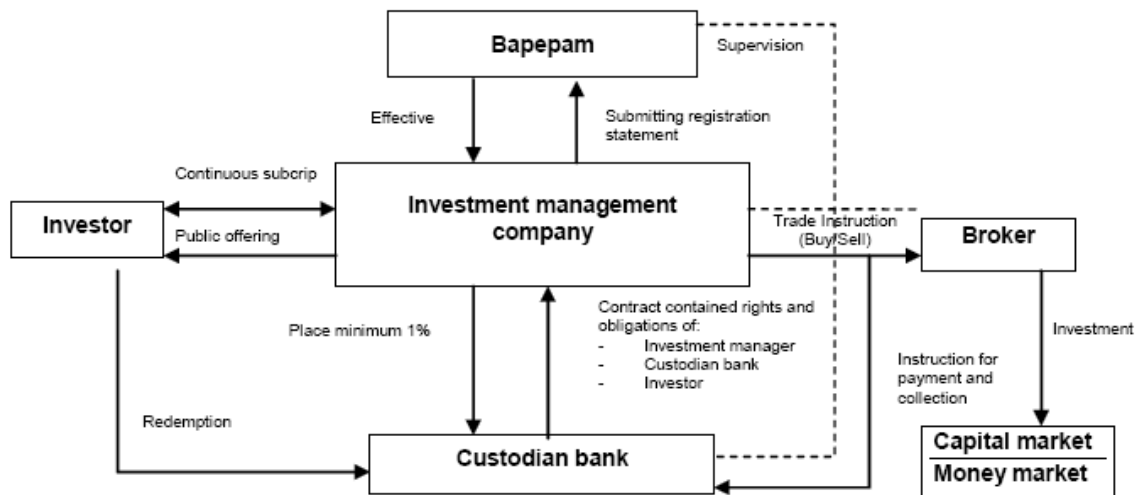


Sumber: Siamat 2003, hal. 256–7

* Setelah memperoleh izin dari Bapepam & LK

³¹ Reksadana tertutup menghimpun gabungan modal tetap dan diperdagangkan seperti saham biasa.

Gambar 4.3: Kegiatan Operasi Kontrak Investasi Kolektif



Sumber: Siamat 2003, hal. 256–7

Saat ini, KIK merupakan bentuk hukum yang lebih disukai dalam industri reksadana di Indonesia. Perbedaan utama antara KIK dengan reksadana perseroan adalah sebagai berikut:

- Perlakuan pajak atas laba bagi investor. Semua laba dari KIK bebas pajak, akan tetapi laba dari reksadana perseroan (dividen dan keuntungan modal) dikenakan pajak. Praktik terbaik dalam industri reksadana memperkenankan dilakukannya pengalihan perlakuan pajak atas beberapa jenis pendapatan tertentu kepada para pemegang saham. Apabila reksadana tersebut menerima bunga atas obligasi, maka reksadana tersebut membayar dividen yang dikenakan pajak pada tingkat penerima. Pengalihan tersebut sangat penting untuk mencegah pajak berganda dan untuk memastikan berkembangnya industri reksadana.
- Biaya dan waktu pembentukan. Biaya pembentukan reksadana perseroan lebih mahal dibandingkan KIK. Selain itu, persetujuan atas anggaran dasar reksadana perseroan sebagaimana disyaratkan oleh Departemen Hukum dan HAM merupakan suatu proses yang panjang dan membosankan. Sebaliknya, Kontrak Investasi Kolektif dibentuk berdasarkan kontrak yang dibuat di hadapan notaris antara manajer investasi dengan kustodian dan hanya memerlukan beberapa hari saja untuk melakukannya.
- Fleksibilitas struktur. Selain itu, satu KIK dapat digunakan untuk mengeluarkan beberapa jenis produk reksadana (atau kelompok dana). Untuk reksadana perseroan, setiap produk memerlukan badan hukum yang terpisah.
- Likuiditas. Struktur perseroan tidak sesuai untuk pencairan. Meskipun reksadana perseroan yang bersangkutan telah tercatat di bursa efek, yang mungkin mahal karena persyaratan minimum pencatatan saham di bursa — yaitu, jumlah minimal saham yang akan diperdagangkan adalah 500 lembar — investor tidak dapat menjual kembali saham tersebut karena reksadana perseroan yang tercatat di bursa merupakan reksadana tertutup.
- Tata kelola. Struktur perseroan memiliki lebih banyak perlindungan bagi investor dibandingkan KIK. Di Amerika Serikat, berdasarkan Undang-undang Perusahaan Investasi Tahun 1940, direksi reksadana diwajibkan untuk memantau bagaimana reksadana yang bersangkutan beroperasi dan mengawasi berbagai hal apabila kepentingan reksadana dan para pemegang sahamnya berbeda dengan kepentingan penasihat investasinya atau perusahaan pengelolanya. Selain itu, perubahan terakhir atas peraturan tentang reksadana telah mensyaratkan perubahan bertahap yang memastikan bahwa sebagian besar dari direksi reksadana adalah independen. Jarak “lugas” yang sehat antara penasihat investasi atau perusahaan pengelola dengan direksi independen membantu memastikan bahwa reksadana yang bersangkutan dikelola untuk keuntungan para pemegang saham. Struktur KIK memiliki

berbagai keterbatasan karena tidak terdapat pihak independen yang mengawasi perilaku dan kinerja dari penasihat investasi atau perusahaan pengelola.

Pendapatan dari investasi dalam reksadana dikenakan pajak penghasilan. Akan tetapi, reksadana pendapatan tetap tidak dikenakan pajak selama lima tahun pertama. Setiap dividen dan laba yang diterima oleh pemegang unit penyertaan tidak dikenakan pajak penghasilan selama jangka waktu lima tahun tersebut. Tabel 4.7 menyajikan ketentuan perpajakan yang berlaku untuk reksadana.

Tabel 4.7: Struktur Pajak Penghasilan Reksadana

Sumber Pendapatan	Perlakuan Pajak Penghasilan
Distribusi tunai (dividen)	Tarif PPh Umum
Obligasi kupon dan diskonto atas obligasi yang diperdagangkan atau dilaporkan pada bursa efek	Bukan objek pajak untuk lima tahun pertama setelah pendaftaran berlaku
Bunga atas simpanan bank dan diskonto atas SBI	PPh final (20 persen)
Laba modal atas saham	PPh final (0,1 persen)
Surat berharga komersial dan promes	Tarif PPh Umum
Laba termasuk pencairan yang diterima oleh pemegang unit	Bukan objek pajak

Sumber: Prospektus Reksadana

Catatan: PPh adalah Pajak Penghasilan. SBI juga dikenal sebagai Sertifikat Bank Indonesia

Struktur Badan Pengatur dan Pengawas

Bapepam & LK adalah badan pengatur dan pengawas atas industri reksadana. Ketua Bapepam & LK bertanggung jawab kepada Departemen Keuangan. Biro Investasi dan Penelitian Bapepam & LK bertanggung jawab atas pengawasan harian terhadap industri reksadana. Kepala biro ini bertanggung jawab kepada ketua Bapepam & LK.

Undang-undang Pasar Modal (Undang-undang No. 8/1995) menetapkan kerangka hukum utama dan tertinggi untuk industri reksadana. Pasal 18 sampai dengan Pasal 29 secara khusus mengatur tentang pembentukan dan pengelolaan reksadana. Selain undang-undang tersebut, peraturan dalam bentuk lainnya juga mengatur tentang industri reksadana, termasuk peraturan pemerintah, keputusan Menteri Keuangan dan peraturan Bapepam & LK (lihat lampiran A untuk peraturan-peraturan utama yang berlaku bagi reksadana di Indonesia).

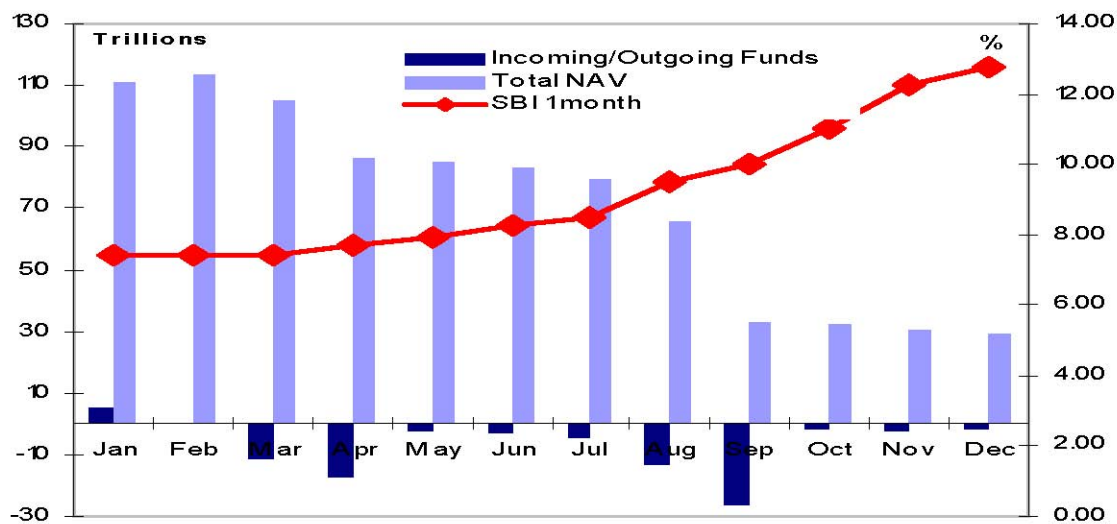
KINERJA DAN KESINAMBUNGAN

Sejak tahun 2002, nilai aktiva bersih industri reksadana meningkat drastis karena orang-orang beralih dari rekening deposito berjangka rupiah di bank-bank umum ke reksadana. Gambar 4.4., yang membandingkan kecenderungan dalam Nilai Aktiva Bersih reksadana dengan nilai rekening deposito berjangka perorangan di sektor perbankan, membuktikan adanya hubungan ini. Menyusul keberhasilan yang dicapai pada tahun 2004, industri reksadana memasuki tahun 2005 dengan optimisme yang tinggi. Nilai Aktiva Bersih bahkan mencapai jumlah Rp.113,6 trilyun pada bulan Februari 2005 (lihat gambar 4.4).

Namun demikian, pada bulan Maret 2005, industri ini mengalami goncangan hebat. Suku bunga SBI, yang digunakan secara luas sebagai tolok ukur di pasar, melambung setelah inflasi melambung lebih tinggi dari yang diperkirakan, melemahnya nilai rupiah, dan meningkatnya harga bahan bakar minyak. Suku bunga yang lebih tinggi menekan harga obligasi, yang menyebabkan merosotnya Nilai Aktiva Bersih. Hal ini membuat para investor khawatir. Pencairan besar-besaran dari reksadana pendapatan tetap rupiah menyebabkan kontraksi yang signifikan pada Nilai Aktiva Bersih secara keseluruhan. Karena pencairan yang dipercepat tersebut, Nilai Aktiva Bersih terus merosot dengan siklus yang berbahaya. Situasi semakin diperburuk dengan

adanya fakta bahwa banyak manajer investasi tidak menggunakan penilaian berdasarkan harga pasar (mark to market) yang seharusnya dilakukan karena penilaian tersebut menunjukkan fluktuasi dalam Nilai Aktiva Bersih, dan tidak ada harga referensi untuk efek yang diperdagangkan di luar bursa, seperti obligasi korporasi.³² Situasi tersebut membuat bingung para investor dan berdampak buruk terhadap kepercayaan. Pencairan besar-besaran dalam reksadana pendapatan tetap tidak dapat dihindari.³³ Situasi ini serupa dengan pencairan yang terjadi pada bulan Oktober 2003, hanya kali ini jumlahnya jauh lebih besar dan dampaknya lebih sistematis.³⁴

Gambar 4.4: Kinerja Reksadana, 2005



Sumber: Bapepam & LK

Pada bulan April, Bank Indonesia membeli obligasi pemerintah senilai Rp.6,5 trilyun, yang membantu memulihkan harga obligasi. Pada bulan Juni, Bapepam & LK menerbitkan surat edaran yang mewajibkan penggunaan kisaran harga untuk efek yang diperdagangkan di luar bursa, yang membantu menghapuskan ketidakpastian dalam penggunaan harga referensi. Pada bulan Juli, Bapepam & LK menerbitkan peraturan yang mengizinkan para manajer investasi untuk mengelola reksadana terproteksi, yang harus dipertahankan sampai dengan tanggal jatuh tempo dan menawarkan hasil yang terjamin berdasarkan instrumen-instrumen pokok. Pada bulan Desember, Bapepam & LK menjatuhkan sanksi kepada empat manajer investasi (BNI Securities, Trimegah Securities, Bahana TCW Investment Management, dan Mandiri Manajemen Investasi) karena tidak menggunakan harga referensi dalam menghitung Nilai Aktiva Bersih. Sanksi yang dikenakan antara lain berupa surat peringatan, pemberitahuan kepada direktur, pembatasan kegiatan usaha, dan pengenaan denda. Pencairan pada akhirnya mencapai puncaknya pada bulan September 2005, ketika Nilai Aktiva Bersih jatuh sampai dengan Rp.32,0 trilyun, dari Rp.113,6 trilyun pada bulan Februari dan dari Rp.83,2 trilyun pada bulan Juni.

³² Hal ini tidak menjadi masalah bagi obligasi pemerintah karena semua pialang-pedagang telah menggunakan harga referensi yang ditetapkan oleh Inter-Delaer Market Association (IDMA atau Himdasun) melalui layanan Bloomberg.

Bapepam mengakui Himdasun sebagai organisasi otonom

³³ Sebagian besar dari hasil pencairan reksadana nampaknya ditempatkan dalam simpanan pada bank-bank dalam negeri dan luar negeri. Sebagian hasil yang lebih kecil ditempatkan dalam reksadana pasar uang dan reksadana gabungan.

³⁴ Pada bulan September 2003, berbagai perusahaan manajemen investasi milik luar negeri secara sukarela menandai portofolio obligasi mereka dengan harga pasar dan kemudian menunjukkan fluktuasi dalam Nilai Aktiva Bersih. Oleh karena itu, aset-aset yang mereka kelola jatuh sekitar Rp.6 triliun sampai dengan bulan Desember 2003

PERMASALAHAN DAN HAMBATAN DALAM PENGEMBANGAN

Krisis yang terjadi pada tahun 2005 menunjukkan bahwa terdapat permasalahan mendasar dalam industri reksadana. Produk yang baik, presentasi saat penjualan, dan pemahaman yang baik dari para investor tentang sifat produk (khususnya reksadana pendapatan tetap) diperlukan untuk menciptakan industri yang berkesinambungan. Permasalahan mendasar akan dibahas lebih lanjut di bawah ini.

Kesalahan dalam Penggambaran Produk

Pada tahun-tahun pertama, agen-agen penjualan tidak menjelaskan sifat produk kepada para investor, dan hal ini menciptakan kesan bahwa produk tersebut merupakan produk perbankan. Para investor tidak memahami dampak dari pendapatan dan laba atau kerugian modal atas hasil investasi mereka. Meskipun saat ini terdapat ketentuan tentang transparansi, para investor tidak mengetahui hasil terakhir atau hasil yang akan jatuh tempo dari dana mereka. Banyak investor berpikir bahwa yang dimaksud dengan pendapatan tetap adalah reksadana tersebut menawarkan perolehan tetap dan memiliki nilai pasar yang tetap. Dengan demikian, ketika suku bunga meningkat dan nilai unit penyertaan yang "nilainya ditentukan sesuai dengan nilai pasar" jatuh, para agen mendorong para investor mereka untuk segera menjualnya, dan mereka pun melakukannya.

Pendidikan untuk Mengembangkan Basis Investor Ritel

Meskipun industri reksadana di Indonesia telah tumbuh pesat, penetrasinya tetap lebih rendah dibandingkan di negara-negara lain. Dalam industri yang sudah lebih mapan, seperti di Amerika Serikat, 48 persen penduduk memiliki reksadana. Di Indonesia, jumlah keseluruhan pemegang unit pada akhir bulan Juni 2005 adalah 314.000, atau sekitar 0,14 persen dari total penduduk. Hal ini dapat dimengerti karena industri reksadana dan pasar modal Indonesia masih terbilang baru. Kekacauan selama krisis keuangan masih segar dalam ingatan banyak investor. Agenda penting dalam waktu dekat adalah pengembangan basis investor perorangan.

Sebagaimana telah dibahas di atas, sebagian besar investor dalam industri reksadana adalah investor perorangan. Namun demikian, potensi peningkatan permintaan masih sangat besar. Berdasarkan data statistik Bank Indonesia, pada akhir bulan Juni 2005, jumlah simpanan dalam mata uang rupiah di bank-bank umum mencapai Rp.541,8 trilyun, atau hampir 64 persen dari jumlah keseluruhan simpanan rupiah di sektor perbankan. Dari jumlah tersebut, Rp.228 trilyun, atau 42 persennya, berbentuk deposito berjangka. Peralihan dari deposito berjangka menjadi reksadana dapat menimbulkan pertumbuhan yang signifikan dalam industri ini.

Untuk merealisasikan potensi tersebut, para investor perorangan perlu mengembangkan pemahaman yang lebih baik tentang reksadana dan pasar modal secara umum. Pencairan besar-besaran yang terjadi pada tahun 2003 dan 2005 menunjukkan bahwa mayoritas investor perorangan yang telah membeli produk reksadana belum memahami apa sebenarnya yang dimaksud dengan reksadana, terutama risiko yang menyertainya. Sebagian besar dari mereka masih memiliki apa yang disebut dengan istilah "pandangan deposito berjangka," sehingga mereka merasa nilai investasi mereka tidak akan naik turun. Situasi ini tidak hanya terjadi di Indonesia. Bahkan di negara-negara dengan budaya investasi yang lebih maju, para investor ritel memiliki pemahaman yang buruk tentang risiko.

Tidak seperti investor reksadana di negara-negara maju, yang sebagian besar memiliki wawasan investasi yang luas, investor di Indonesia memiliki wawasan investasi yang sempit (lihat tabel 4.8).

Likuiditas nampaknya merupakan pertimbangan yang penting bagi para investor Indonesia. Kenyataan bahwa reksadana tidak dikenakan pajak selama lima tahun cenderung memusatkan harapan pada jangka pendek dan bukan jangka panjang.

Tabel 4.8: Wawasan Investasi

Jangka Waktu	investor reksadana Indonesia	investor reksadana di pasar yang telah mapan
Jangka pendek	1 bulan	Sampai dengan 1 atau 2 tahun
Jangka menengah	3 bulan	2-5 tahun
Jangka panjang	6 bulan	5 tahun atau lebih

Sumber: Cadogan Financial 2005

Inovasi Produk

Para pihak berwenang dan semua partisipan pasar harus mendukung inovasi dalam industri reksadana dan memainkan peranan yang lebih aktif dalam mengembangkannya. Produk-produk inovatif antara lain adalah reksadana yang diperdagangkan di bursa, perwalian investasi dalam aset tak bergerak, dan produk-produk investasi terstruktur lainnya.

Exchange-Traded Fund (ETF). Mengingat kekacauan yang baru-baru ini terjadi sehubungan dengan reksadana, para pihak yang berwenang di Indonesia mungkin mempertimbangkan untuk memperkenalkan ETF sebagai produk investasi kolektif yang lebih dapat dipercaya. Sebagaimana disiratkan dalam namanya, ETF merupakan sekumpulan efek yang diperdagangkan di bursa. ETF diperdagangkan sebagai saham, dan komisinya sama dengan komisi saham. Singkat kata, ETF serupa dengan reksadana indeks. ETF memiliki kelebihan dan kekurangan.

Karena serupa dengan saham, ETF menawarkan lebih banyak fleksibilitas daripada reksadana biasa. ETF dapat dibeli dan dijual sepanjang hari bursa, yang memungkinkan dilakukannya perdagangan dalam satu hari, tanpa menunggu pencairan reksadana. Para pedagang dapat membeli reksadana tersebut dengan pembayaran sebagian terlebih dahulu (*on margin*) dan menjualnya secara *short* (di pasar-pasar yang mengizinkan hal ini). Dengan demikian, ETF meningkatkan likuiditas dan perolehan harga yang efektif. Biaya tahunan yang rendah membuatnya lebih murah daripada reksadana. Demikian pula, rezim pajak dapat dirancang agar ETF dikenakan pajak yang tepat guna. Pada akhirnya, penelitian menunjukkan bahwa reksadana indeks pasif melampaui perolehan sebesar 80 persen dari dana yang dikelola secara aktif dalam jangka waktu panjang.

Namun demikian, ETF memiliki beberapa kelemahan. Tidak seperti reksadana, ETF tidak selalu diperdagangkan dengan Nilai Aktiva Bersih dari kepemilikan pokoknya. Apabila tidak terdapat pasar yang efisien, ETF dapat diperdagangkan sedikit di atas atau di bawah nilai portofolio pokok, serupa dengan reksadana tertutup. Meskipun memiliki kelemahan, ETF dapat mendukung perkembangan pasar modal. ETF menawarkan berbagai aset dan meningkatkan likuiditas perdagangan. Dalam konteks ini, para pihak yang berwenang di Indonesia disarankan untuk meninjau kembali langkah-langkah pengaturan dan pajak yang memfasilitasi pembentukan ETF. Namun demikian, sebelum berupaya untuk melakukan perluasan ke produk-produk seperti produk-produk derivatif, BEJ harus berkonsentrasi untuk meyakinkan lebih banyak perusahaan agar mencatatkan sahamnya dan mengajak lebih banyak orang untuk berinvestasi di pasar.

Perwalian investasi dalam *real estate* (REIT). Produk lain yang memerlukan pertimbangan adalah perwalian investasi dalam *real estate* (REIT), yang merupakan efek yang tercatat di bursa efek dan yang berinvestasi langsung dalam *real estate*, melalui properti atau hipotik. REIT mendapatkan perlakuan pajak khusus dan secara umum menawarkan hasil yang tinggi kepada para investor, serta metode investasi dalam *real estate* yang sangat likuid. REIT ekuitas melakukan investasi dalam dan memiliki properti (sehingga bertanggung jawab atas ekuitas atau

nilai aset *real estate* mereka). Pendapatan REIT khususnya berasal dari uang sewa dari properti yang mereka miliki. Transaksi yang dilakukan REIT hipotik berkaitan dengan investasi dan kepemilikan hipotik atas properti. REIT hipotik meminjamkan uang untuk keperluan hipotik kepada para pemilik *real estate* atau membeli hipotik yang ada atau efek beragunan hipotik. Pendapatan REIT hipotik sebagian besar berasal dari bunga yang mereka peroleh atas pinjaman hipotik. Keuntungan dari produk ini adalah mereka mengambil aset yang tidak likuid dan mengubahnya menjadi aset yang likuid dengan pasar sekunder dan dengan demikian mengurangi biaya modal. Selain itu, produk ini menciptakan proses penetapan harga yang transparan untuk *real estate* dasarnya. Prasyarat untuk pembentukannya adalah struktur badan hukum sebagai perwalian.

Pemeringkatan Reksadana

Pertumbuhan industri reksadana yang pesat telah menimbulkan transparansi yang lebih besar di sejumlah negara, seperti sistem-sistem pemeringkat independen. Di Amerika Serikat dan negara-negara lain, Morningstar, Lipper, dan perusahaan-perusahaan penelitian lainnya menyediakan layanan penelitian reksadana independen. Perusahaan-perusahaan tersebut menyediakan informasi tentang dan pemeringkatan atas tujuan dan kinerja reksadana, anuitas variabel, reksadana tertutup dan ETF. Saat ini, koran dan majalah tertentu di Indonesia menerbitkan perhitungan dan informasi tentang kinerja reksadana. Namun demikian, perhitungan tersebut dilakukan secara sederhana: perolehan tidak disesuaikan dengan risiko, dan tanpa pemeringkatan.

Peraturan Lembaga-Lembaga Keuangan bukan Bank dan Kerjasama dengan Bank Indonesia

Sistem pengaturan dan pengawasan yang tidak konsisten yang ada saat ini terhadap sarana manajemen investasi yang pada dasarnya sama perlu diubah dengan tujuan untuk mencapai kekonsistenan. Ketidakkonsistenan ini menimbulkan beberapa masalah dalam pengaturan dan pengawasan yang dibahas pada bagian berikutnya.

Selanjutnya, sektor perbankan memiliki peran yang penting dalam industri reksadana dengan menyediakan jaringan gerai penjualan dan calon investor yang besar. Sejumlah bank juga memiliki anak-anak perusahaan yang berupa perusahaan manajemen investasi berskala besar. Pengawasan dan pengaturan yang memadai terhadap kegiatan bank umum dalam industri reksadana diperlukan untuk melindungi lembaga-lembaga tersebut serta para investor.³⁵ Hal ini memerlukan kerja sama yang lebih erat antara Bank Indonesia dengan Bapepam & LK.

Penentuan Nilai Aktiva Bersih

Permasalahan sekitar penghitungan Nilai Aktiva Bersih perlu mendapatkan perhatian khusus dari Bapepam & LK. Berdasarkan Pasal 22 Undang-undang Pasar Modal, manajer investasi diwajibkan untuk menetapkan nilai pasar yang wajar dari efek-efek yang terdapat dalam portofolio dari reksadana terbuka sesuai dengan peraturan Bapepam & LK. Berdasarkan Peraturan IV.C.2,

³⁵ Pada semester kedua tahun 2004, bank umum lokal berskala kecil, Bank Global, menjual reksadana fiktif kepada para nasabahnya. Bank tersebut meyakinkan para nasabah untuk mengubah simpanan mereka menjadi produk reksadana yang ditawarkan oleh bank. Pada kenyataannya, bank tersebut tidak memiliki perijinan untuk menawarkan reksadana, dan dana tidak dikirimkan ke bank kustodian. Bank tersebut juga mencatat obligasi dan kredit fiktif untuk menyusun angka-angka keuangannya. Bank Indonesia menutup bank tersebut pada awal tahun 2005 karena perbandingan modal terhadap aset tertimbang menurut risiko yang negatif. Pemerintah bertanggung jawab atas biaya kelalaian dengan membayarkan kembali sebagian besar uang para penabung di bank.

nilai pasar yang wajar dari efek yang diperdagangkan di bursa adalah harga penutupan untuk efek yang diperdagangkan secara aktif. Kustodian dari reksadana yang bersangkutan harus menghitung Nilai Aktiva Bersih berdasarkan nilai pasar yang wajar dari aset yang terdapat dalam portofolio sebagaimana ditetapkan oleh manajer investasi (Peraturan IV.C.2.1.a). Kustodian harus menyampaikan Nilai Aktiva Bersih dari reksadana tersebut kepada Bapepam & LK setiap hari (Peraturan IV.C.3).

Efek yang diperdagangkan di luar bursa, seperti obligasi korporasi, menimbulkan masalah dalam penilaian. Apabila tidak terdapat harga penutupan yang dapat digunakan, manajer investasi dapat menggunakan harga penjualan sebelumnya atau harga efek serupa yang setara untuk menetapkan nilai pasar yang wajar (Peraturan IV.C.2.1.d). Hal tersebut menimbulkan perbedaan pada nilai yang diberikan oleh para manajer investasi yang berbeda atas obligasi yang sama. Untuk mengatasi masalah ini, Bapepam & LK meminta semua manajer investasi untuk melaporkan harga harian obligasi dalam portofolio mereka. Bapepam & LK kemudian menghitung harga rata-rata, yang digunakan sebagai harga referensi pada hari yang bersangkutan. Perkembangan yang terbaru adalah Bapepam & LK mengizinkan penggunaan rentang harga berdasarkan penyimpangan standar harga yang telah ditetapkan sebelumnya. Meskipun penggunaan harga referensi bersifat wajib, beberapa manajer investasi ternyata tidak mematuhi peraturan ini, dan pihak yang berwenang tidak memberikan sanksi kepada mereka. Hal ini menimbulkan krisis pencairan pada tahun 2005.

Pembebasan pajak atas produk-produk reksadana

Reksadana pendapatan tetap mendapatkan perlakuan pajak penghasilan yang menguntungkan di Indonesia, karena pendapatan bunga dan laba modal dari obligasi tidak dikenakan pajak selama lima tahun pertama setelah pembentukan reksadana. Pemerintah nampaknya telah berusaha mengembangkan pendanaan jangka panjang melalui reksadana. Belakangan ini, efektivitas insentif pajak untuk menarik para investor dalam instrumen jangka panjang telah diperdebatkan.³⁶ Otoritas pajak berencana untuk mencabut pembebasan pajak atas obligasi-obligasi yang dimiliki dalam reksadana, meskipun sebagian besar manajer investasi menentang gagasan untuk menghapuskan perlakuan pajak yang menguntungkan tersebut secara bertahap. Tidak ada pernyataan jelas dari otoritas pajak dan, dengan demikian, tidak ada komunikasi yang baik antara otoritas pajak dan industri ini. Kondisi ini menciptakan ketidakpastian dalam industri reksadana, yang menekan kegiatan dalam sektor ini.

PERMASALAHAN HUKUM, PENGATURAN DAN PENGAWASAN

Permasalahan hukum utama berkaitan dengan perlindungan investor, penilaian dan penetapan harga reksadana, dan benturan kepentingan bagi para manajer. Di samping itu, muncul permasalahan yang berkaitan antara lain dengan peraturan standar modal minimum dan transparansi.

³⁶ Terkait dengan jumlah reksadana pendapatan tetap, kerugian pendapatan pajak sangat besar. Untuk menggambarannya, sejak akhir tahun 2004, jumlah nominal obligasi dalam reksadana pendapatan tetap adalah Rp.88 triliun. Dengan asumsi bahwa obligasi-obligasi ini membayar kupon 10 persen setiap tahun dan perbandingan pajak sebesar 20 persen, kehilangan pendapatan mungkin telah berjumlah sekitar Rp.1,7 triliun per tahun.

Peran Kustodian

Para kustodian memainkan peranan yang penting. Mereka memiliki peranan penting dalam proses kliring dan pelunasan, rekonsiliasi, pembukuan, pelaporan dan pengurusan pajak. Mereka bersama-sama melindungi aset untuk memastikan bahwa aset tersebut tidak dicuri, disalahgunakan, atau digunakan untuk kegiatan yang tidak berkaitan dengan reksadana. Dalam kondisi tertentu, kustodian menghitung Nilai Aktiva Bersih reksadana, memeriksa transaksi untuk memastikan bahwa transaksi tersebut sesuai dengan tujuan reksadana, dan menjaga agar tidak terjadi pengalihan aset secara tidak sah, misalnya kepada pihak-pihak terkait. Dengan demikian, peran kustodian sangat penting untuk pertumbuhan dan integritas pasar modal.

Pasal 25 Undang-undang Pasar Modal mewajibkan agar aset-aset seluruh reksadana investasi kolektif di Indonesia dipegang oleh bank kustodian resmi, dan Bapepam & LK telah menetapkan struktur pengaturan yang lengkap bagi bank-bank kustodian. Namun demikian, kontrak kustodian terfokus terutama pada ketentuan tentang pembukuan dan penyimpanan. Undang-undang Pasar Modal tidak secara tegas mewajibkan para kustodian untuk melindungi para investor dan tidak mewajibkan bank-bank kustodian untuk mengambil peran proaktif dalam melindungi kepentingan para investor. Berdasarkan Peraturan Bapepam & LK IV.B.2, bank kustodian memiliki peran yang lebih pasif – yaitu, untuk menolak instruksi dari manajer investasi apabila bank yang bersangkutan menganggap instruksi tersebut telah melanggar peraturan atau kontrak.

Tidak adanya kewajiban fidusia yang jelas mulai menimbulkan masalah di Indonesia. Bank-bank kustodian, dalam menghadapi persaingan yang semakin ketat, terkadang tunduk pada tekanan perusahaan-perusahaan manajemen investasi. Sebagai contoh, dalam satu kasus sebuah reksadana pasar uang melakukan investasi dalam efek dengan jangka waktu jatuh tempo lebih dari setahun, dan dalam kasus lain sebuah reksadana pasar uang melakukan investasi sebagian besar dalam bentuk surat berharga yang dikeluarkan oleh pihak-pihak terkait; kedua jenis investasi tersebut bertentangan dengan peraturan Bapepam & LK. Dalam kedua kasus tersebut, bank-bank kustodian tidak melakukan penolakan, meskipun mereka mengetahui adanya pelanggaran tersebut.

Tantangan lain bagi bank kustodian adalah menjamurnya praktik kepemilikan rekening *omnibus*, yang digunakan oleh bank agen untuk menyimpan informasi lengkap tentang para investor perorangan. Menurut peraturan Bapepam & LK, bank-bank kustodian harus memverifikasi apakah investor perorangan telah melampaui batas investasi dana sebesar 2 persen. Dalam hal rekening *omnibus*, sebagian besar bank kustodian mendelegasikan tanggung jawab ini kepada bank-bank agen, suatu praktik yang rentan terhadap penyalahgunaan. Bank-bank kustodian dan Bapepam & LK tidak memberikan perhatian yang memadai untuk permasalahan ini. Sebagai contoh, bank agen dapat secara sistematis mencuri uang para investor dengan menyerahkan permohonan pencairan palsu kepada bank kustodian, yang tidak akan bersusah-susah memverifikasi apakah individu-individu terkait benar-benar meminta pencairan. Bank kustodian bahkan mendelegasikan sebagian besar fungsi agen pengalihan dan pengurus dana kepada bank-bank agen yang memegang rekening *omnibus*.

Kewenangan bank kustodian dalam reksadana (kontrak) investasi kolektif umumnya lebih lemah dibandingkan kewenangan para direktur dalam reksadana korporasi; oleh karena itu, reksadana korporasi memberikan perlindungan dengan tingkat yang lebih tinggi kepada para investor. Untuk alasan ini, di berbagai negara – misalnya, di Jepang dan Korea – reksadana korporasi merupakan andalan industri reksadana. Bahkan di Indonesia, Undang-undang Pasar Modal dan peraturan Bapepam & LK memberikan kerangka hukum dan pengaturan yang lebih komprehensif kepada reksadana korporasi daripada kepada reksadana investasi kolektif. Meskipun demikian, mayoritas reksadana adalah sarana investasi kolektif.

Spekulasi dalam Penerapan Peraturan (*Regulatory Arbitrage*)

Di negara-negara berkembang yang tidak memiliki kerangka kebijakan yang cukup jelas dan peraturan yang cukup efektif, spekulasi dalam penerapan aturan dapat semakin melemahkan sistem keuangan. Peraturan yang tidak konsisten dapat menyebabkan perusahaan-perusahaan memilih bentuk usaha yang pengaturannya paling bebas. Produk-produk asuransi jenis *unit-linked*, di mana pembayaran asuransi didasarkan pada kinerja sekumpulan efek yang dibeli dengan premi asuransi, adalah produk yang serupa dengan reksadana.³⁷ Namun demikian, produk-produk tersebut diatur oleh dua rezim pengaturan terpisah – peraturan asuransi dan peraturan pasar modal – sehingga para pengusaha dapat memilih rezim pengaturan yang lebih ringan. Dua perbedaan besar dalam pengaturan kedua instrumen tersebut berkaitan dengan manajer investasi dan jumlah transparansi yang diperlukan.

Manajer investasi. Undang-undang Pasar Modal mewajibkan semua reksadana, baik yang berupa korporasi maupun investasi kolektif, untuk memiliki manajer reksadana (Pasal 21). Semua manajer investasi harus melaksanakan tugas-tugas mereka hanya untuk kepentingan reksadana (Pasal 27) dan harus memiliki perijinan (Pasal 30). Untuk memperoleh perijinan, para pemilik, petugas, dan manajer reksadana harus memenuhi kriteria Bapepam & LK terkait dengan pengalaman, kapasitas, dan perilaku baik.

Meskipun demikian, para manajer investasi perusahaan-perusahaan asuransi dan bank-bank yang mengoperasikan dana pensiun lembaga keuangan tidak ditetapkan sebagai operator dana pensiun lembaga keuangan dalam Undang-undang Pasar Modal dan tidak perlu mendaftar ke Bapepam & LK atau memenuhi persyaratannya (Pasal 1.11). Pengaturan para manajer investasi oleh Bapepam & LK tidak seragam. Sebagai akibatnya, individu-individu yang kurang memenuhi kualifikasi mungkin mendapatkan ijin untuk mengelola dana asuransi *unit-linked*. Dana untuk asuransi *unit-linked* dan produk-produk dana pensiun lembaga keuangan dan untuk kontrak investasi kolektif harus dikelola oleh badan usaha dan perorangan yang memiliki kualifikasi yang sama.

Penyingkapan yang diwajibkan dan praktik-praktik penjualan. Reksadana investasi kolektif di Indonesia tunduk kepada sejumlah peraturan terperinci tentang penyingkapan. Peraturan Bapepam & LK IX.C.6 mengatur tentang penyingkapan yang harus dilakukan dalam prospektus reksadana. Selain itu, Peraturan V.G.1 melarang para manajer investasi reksadana melaksanakan praktik-praktik penjualan tertentu. Produk-produk asuransi *unit-linked* tunduk kepada Keputusan Bapepam & LK No. Kep-2475/LK/2004, yang menetapkan informasi yang akan dimasukkan ke dalam brosur-brosur penjualan produk-produk *unit-linked*.

Peraturan Bapepam & LK tentang penyingkapan dan praktik-praktik penjualan jauh lebih banyak daripada peraturan asuransi. Sebagai contoh, reksadana investasi harus menyampaikan informasi tentang risiko-risiko tertentu, sementara produk-produk asuransi *unit-linked* hanya diminta untuk menyampaikan informasi tentang risiko-risiko umum. Penyingkapan informasi tentang biaya yang lebih luas juga terdapat dalam peraturan dana investasi, selain hak-hak para investor. Di samping itu, reksadana harus menyingkapkan informasi tentang kustodian dan manajer investasi dana, sementara produk *unit-linked* tidak diwajibkan untuk melakukannya;

³⁷ Asuransi jiwa unit linked menggunakan premi-premi yang diterima untuk melakukan serangkaian pembelian kontrak reksadana independen (yang seringkali dikelola oleh perusahaan asuransi sendiri atau afiliasi manajemen investasinya) atau serangkaian dana yang dikelola secara internal (yang secara hukum bukan reksadana tetapi beroperasi dengan cara yang hampir sama). Dalam kasus apa pun tersebut di atas, risiko pasar dialihkan dari perusahaan asuransi sebagai penjamin kepada partisipan. Peran perusahaan asuransi menjadi semakin meningkat menjadi sama dengan peran manajer investasi, yaitu memberikan hanya paket asuransi jiwa minimum (tunjangan kematian), yang seringkali diminta diwajibkan untuk alasan pajak.

bahkan, kustodian atau manajer investasi tidak diwajibkan untuk memiliki kaitan dengan produk asuransi *unit-linked*. Yang lebih penting lagi, metode untuk menghitung nilai dana harus diinformasikan sesuai dengan peraturan Bapepam & LK, meskipun tidak ada peraturan tentang penilaian produk *unit-linked*, dan reksadana diijinkan untuk menyingkapkan metode penghitungan dana pada berbagai tingkat kekhususan, sementara Bapepam & LK telah mengeluarkan banyak peraturan tentang praktik-praktik yang dilarang agar tidak menyesatkan para calon nasabah.

Penyingkapan informasi materiil dalam prospektus. Meskipun reksadana merupakan metode yang menarik bagi banyak investor, reksadana perlu bersifat transparan. Para investor harus dapat mempertimbangkan sejumlah faktor sebelum melakukan investasi reksadana. Prospektus harus mencantumkan 11 hal yang sangat penting dalam pengambilan keputusan investasi. Hal-hal tersebut adalah: sasaran atau tujuan dan strategi investasinya; risiko-risikonya; jenis investor yang mungkin cocok atau tidak cocok dengan investasi ini; tabel yang menunjukkan biaya dan ongkos reksadana; perhitungan variabel reksadana selama 5 tahun terakhir (atau riwayat reksadana), serta data kinerja reksadana yang telah distandardisasi, termasuk setiap investasi minimum; cara bagi investor untuk menebus efek mereka; kapan dan bagaimana pendistribusian akan dilakukan oleh reksadana; dan jasa lain yang ditawarkan oleh reksadana kepada para investor. Reksadana harus pula menyingkapkan informasi tentang transaksi dengan pihak terkait dan pengaturan tentang pendistribusian. Peraturan Bapepam & LK IX.C.6 menetapkan informasi minimum yang harus dimasukkan ke dalam prospektus. Namun demikian, penyingkapan informasi tentang sifat produk, kebijakan investasi, dan penghitungan Nilai Aktiva Bersih masih belum cukup.

Prospektus cenderung memberikan informasi yang tidak jelas tentang rencana paparan reksadana terhadap berbagai instrumen pendapatan tetap atau risiko yang berkaitan dengan instrumen tersebut dan memberikan sedikit informasi tentang efek apa yang dapat dibeli dalam setiap kelas aset dan konsentrasinya. Selain itu, peraturan Bapepam & LK tentang pengelolaan reksadana (Peraturan IV.A3 untuk reksadana korporasi dan Peraturan IV.B1 untuk reksadana investasi kolektif) tidak mewajibkan para manajer investasi untuk menyingkapkan informasi tersebut, sehingga para manajer investasi dapat sangat leluasa berhubungan dengan hal tersebut. Penyingkapan informasi bahkan lebih dibutuhkan apabila reksadana berinvestasi pada aset-aset yang tidak likuid, seperti obligasi korporasi, surat berharga, atau saham berkapitalisasi kecil. Dalam kasus-kasus tersebut, para investor tidak dapat menilai risiko yang dihadapi oleh reksadana.

Peraturan IX C6 menyatakan bahwa prospektus harus memberikan informasi tentang definisi, metode penghitungan, dan jangka waktu pengumuman Nilai Aktiva Bersih. Namun demikian, prospektus yang ada saat ini tidak memberikan informasi yang berarti tentang hal-hal tersebut. Kelemahan yang paling serius adalah tidak adanya informasi tentang metode yang digunakan untuk menghitung Nilai Aktiva Bersih. Hal ini penting karena Peraturan Bapepam & LK IV.C.2 memberikan diskresi kepada para manajer investasi sehubungan dengan metode yang digunakan untuk menilai beberapa jenis efek atau dalam kondisi nilai pasar yang wajar tidak dapat dihitung dengan mudah.³⁸

Pemenuhan Persyaratan, Kualifikasi, dan Aturan Perilaku Manajer Investasi

Undang-undang Pasar Modal mewajibkan perusahaan-perusahaan sekuritas untuk mendapatkan perijinan sebagai perusahaan manajemen investasi dari Bapepam & LK (Pasal 30). Dalam praktiknya, kegiatan manajemen investasi dilaksanakan oleh individu yang memegang perijinan

³⁸ Praktik terkini hanya untuk menyatakan kembali Peraturan IV.C.2 di dalam prospektus.

perorangan (Wakil Manajer Investasi atau WMI) yang diberikan oleh Bapepam & LK.³⁹ Undang-undang tersebut menyatakan bahwa para manajer investasi harus melaksanakan tugas-tugas mereka dengan itikad baik dan dengan penuh tanggung jawab hanya untuk kepentingan reksadana; atau, individu tersebut akan dianggap bertanggung jawab atas kerugian yang timbul karena tindakan-tindakannya (Pasal 27). Dengan adanya persyaratan ini, penting bagi Bapepam & LK untuk memastikan bahwa hanya orang-orang yang jujur dan memiliki kapasitas yang tinggi yang pantas untuk bekerja sebagai manajer investasi.

Untuk memperoleh perijinan sebagai manajer investasi, seseorang harus lolos ujian dan wawancara dengan Bapepam & LK. Ujian tersebut mencakup keterampilan teknik dasar manajemen investasi. Perijinan tersebut berlaku seumur hidup. Hal ini kontraproduktif, karena keterampilan yang diperlukan harus berkembang seiring berjalannya waktu, bersama dengan industri ini. Diperlukan suatu proses untuk memastikan bahwa para manajer investasi yang memiliki perijinan terus meningkatkan keterampilan mereka dan memenuhi standar industri.

Kerangka hukum tentang aturan perilaku manajer investasi dijabarkan dalam Peraturan Bapepam & LK V.G.1. Namun demikian, panduan ini terlalu bersifat umum dan tidak ditujukan untuk situasi tertentu yang dihadapi oleh manajer investasi yang bekerja untuk reksadana. Selain itu, peraturan tersebut tidak secara khusus mengatur tindakan-tindakan curang terhadap reksadana.

Benturan Kepentingan

Di Indonesia, usaha manajemen investasi tidak terpisah dari usaha pialang-pedagang. Undang-undang Pasar Modal mengizinkan para manajer investasi untuk melakukan transaksi dengan para pialang terkait dengan ketentuan bahwa komisinya ditetapkan secara terpisah (Pasal 41). Terdapat benturan kepentingan yang sangat besar dalam pengaturan ini. Berdasarkan ketentuan ini, para pialang-pedagang dapat menjual produk-produk milik mereka kepada para nasabah. Para penasihat investasi seharusnya memberikan saran yang obyektif, dan tidak menjual produk-produk *in-house* atau usaha mereka kepada para pialang-pedagang mereka sendiri. Oleh karena tekanan pasar, di Amerika Serikat, bank-bank investasi cenderung menjual anak perusahaan mereka yang bergerak dalam bidang manajemen aset.⁴⁰

Masalah lainnya terkait dengan pembelian efek dari perusahaan-perusahaan afiliasi. Peraturan Bapepam & LK IV.A.3 (untuk reksadana korporasi) dan Peraturan IV.B.2 (untuk reksadana investasi kolektif) menyatakan bahwa para manajer investasi dapat membeli efek yang dikeluarkan oleh perusahaan afiliasi sampai dengan 20 persen dari Nilai Aktiva Bersih. Karena beberapa reksadana telah mengakumulasikan portofolio yang besar, investasi sebesar 20 persen merupakan kepemilikan yang signifikan atas efek yang ditawarkan. Memiliki paparan yang cukup besar tersebut terhadap satu perusahaan afiliasi saja mungkin bukan hal yang terbaik untuk kepentingan investor.

³⁹ Peraturan Pemerintah no. 45/1995 tentang operasi kegiatan pasar modal mewajibkan setiap perusahaan manajemen investasi untuk memiliki sekurang-kurangnya seorang direktur dan seorang staf dengan perijinan WMI. Individu yang memiliki perijinan WMI hanya dapat bekerja untuk sebuah perusahaan manajemen investasi. Sejak bulan Juni 2005, terdapat 1.472 individu yang memiliki perijinan WMI di Indonesia.

⁴⁰ Citigroup baru-baru ini menukar tangan manajemen investasi untuk operasi pialang Legg Mason, perusahaan regional yang besar di bagian tenggara dari Amerika. Sementara itu Merrill Lynch menjual dananya kepada Black Rock.

Modal Dasar Minimum untuk Perusahaan-Perusahaan Manajemen Investasi

Perusahaan-perusahaan manajemen investasi harus memiliki modal yang memadai untuk mengatasi berbagai risiko - yang terbesar umumnya adalah risiko operasional - yang terkait dengan pengelolaan uang nasabah. Pada bulan Desember 2004, modal disetor minimum menurut undang-undang untuk perusahaan manajemen investasi berkisar antara Rp.5 milyar sampai dengan Rp.55 milyar, bergantung pada apakah perusahaan manajemen investasi yang bersangkutan juga menyediakan layanan pialang-pedagang atau penjaminan (lihat tabel 4.9). Modal minimum yang diperlukan yaitu sebesar Rp.5 milyar untuk perusahaan-perusahaan yang hanya bergerak dalam bidang usaha manajemen investasi dengan skala yang sangat kecil apabila dibandingkan dengan ukuran reksadana yang dikelolanya. Tidak ada batasan tentang ukuran reksadana investasi kolektif yang dapat dikelola oleh sebuah perusahaan.⁴¹

Tabel 4.9: Persyaratan Modal Dasar untuk Perusahaan Efek (Dalam juta Rupiah)

Jenis usaha	Modal dasar	Modal kerja bersih yang disesuaikan
Penjamin	50.000	25.000
Pialang-pedagang		
Tidak mengurus rekening nasabah	50	200
Mengurus rekening nasabah	30.000	25.000
Khusus manajer investasi	5.000	200
Penjaminan dan manajer investasi	55.000	25.200
Pialang-pedagang yang mengurus rekening nasabah dan mengelola investasi	35.000	25.200

Sumber: Bapepam & LK

Penjualan Reksadana oleh Bank

Lembaga-lembaga keuangan tidak diijinkan untuk menyalurkan reksadana; untuk keperluan ini, para karyawan lembaga-lembaga keuangan tersebut mendapatkan perijinan secara perorangan, sebagaimana ditetapkan dalam Peraturan Bapepam & LK V.B.2. Meskipun bank-bank umum mungkin tidak mendaftarkan sebagai agen reksadana, setiap orang yang dipekerjakan sebagai karyawan tetap atau hanya berdasarkan komisi di bank umum dapat menerima perijinan agen penjualan untuk menjual reksadana (disingkat WAPRD), apabila mereka berafiliasi dengan pialang-pedagang yang memiliki perijinan, yang mungkin juga berafiliasi dengan bank umum. Kegiatan penjualan umumnya terkonsentrasi pada sebuah unit di dalam bank umum, dan unit tersebut, yang bukan merupakan badan usaha yang diatur oleh Bapepam & LK, mengawasi kegiatan penjualan. Meskipun ada pendapat bahwa Bank Indonesia mengatur bank-bank umum, pihak yang mengawasi para penjual, yaitu Bapepam & LK, harus mengatur kegiatan penjualan melalui bank umum. Pengalaman telah menunjukkan bahwa pengaturan yang penuh dengan konflik dapat mengakibatkan tidak adanya kepatuhan terhadap peraturan dari pihak regulator efek.⁴²

Masalah lainnya adalah, untuk memperoleh perijinan agen penjualan, seseorang hanya perlu menghadiri pelatihan selama dua hari yang diselenggarakan oleh Bapepam & LK, yang

⁴¹ Ukuran rata-rata aset yang dikelola perusahaan manajemen investasi cukup besar. Perusahaan-perusahaan kecil telah mengelola aset yang berjumlah ratusan miliar rupiah. Lampiran B mencantumkan ukuran Nilai Aktiva Bersih untuk setiap perusahaan manajemen investasi di Indonesia.

⁴² Pengawasan pengaturan yang lemah terhadap agen-agen penjualan meningkatkan kemungkinan terjadinya kesalahan menafsirkan atau kecurangan langsung yang terkait dengan reksadana. Pada semester kedua tahun 2004, para petugas sebuah bank kecil, Bank Global, dilaporkan telah memobilisasi Rp.600 miliar dengan menjual reksadana fiktif kepada para penabung.

membahas fitur-fitur dasar reksadana dan peraturan terkait. Proses keseluruhan jauh dari yang diperlukan, dan ujian tidak diperlukan. Siapa pun yang menghadiri pelatihan selama dua hari tersebut memperoleh perijinan. Sejak bulan Desember 2005, 11.196 agen penjualan perorangan diberikan perijinan oleh Bapepam & LK. Beberapa bank umum asing mewajibkan agen-agen penjualan untuk menyelesaikan pelatihan internal yang lebih mendalam (seringkali berlangsung selama sebulan penuh). Selain para agen dari bank-bank umum ini, yang peduli dengan reputasi mereka, agen-agen penjualan lain menghadapi standar profesional minimum, apabila ada.

REKOMENDASI KEBIJAKAN

Berdasarkan jangka waktu, tindakan kebijakan yang direkomendasikan diringkas dalam tabel berikut ini. Rekomendasi kebijakan dijabarkan kemudian.

Untuk menciptakan industri reksadana yang sehat dan terpercaya, diperlukan transparansi, disiplin pasar, dan tindakan penegakan hukum yang memadai. Rekomendasi diawali dengan prioritas utama, yaitu restrukturisasi industri, kemudian dilanjutkan dengan tindakan-tindakan tambahan.

	Pencapaian Cepat (1 th)	1-3 tahun
Pengaturan	<p>Setelah kekacauan reksadana yang terjadi pada tahun 2005, Bapepam & LK harus mempertimbangkan proses perpanjangan izin termasuk uji kepatuhan dan kelayakan semua sponsor dan manajer perusahaan-perusahaan efek yang mengoperasikan reksadana tanpa adanya ketentuan pengecualian</p> <p>Melaksanakan metodologi untuk penghitungan Nilai Aktiva Bersih dan menerapkan pelaksanaan yang konsisten</p> <p>Menilai dan mengumumkan kinerja seluruh dana, termasuk biaya, dengan metodologi yang telah distandardisasi pada website Bapepam & LK Melikuidasi dana yang tidak mematuhi pedoman</p> <p>Membuat peraturan tentang praktik-praktik penjualan serta penyingkapan reksadana dan produk-produk asuransi unit linked yang sesuai untuk mencegah spekulasi dalam penerapan peraturan</p> <p>Bapepam & LK harus mempertimbangkan untuk menghubungkan jumlah aset yang dikelola dengan jumlah modal dasar</p>	<p>Mengembangkan struktur pengaturan reksadana dengan merasionalisasi kelemahan struktur reksadana korporasi dan memperkuat tanggung jawab fidusia para kustodian untuk memantau dan mengawasi kegiatan-kegiatan reksadana dan untuk melaporkan perilaku yang tidak pantas</p> <p>Mencantumkan perlindungan investor dalam Undang-undang Pasar Modal</p> <p>Batas-batas investasi terendah dalam perusahaan-perusahaan afiliasi</p>
Pemberlakuan	<p>Mengembangkan pelaporan pengaturan, dan lebih penting lagi mengembangkan kapasitas analisis untuk menafsirkan dan menanggapi laporan/temuan</p> <p>Saat ini, surat-surat kabar Indonesia memberikan informasi yang tidak benar-benar dapat dipercaya. Pihak-pihak berwenang harus mendukung industri terkait atau menerbitkan informasi mereka sendiri tentang kinerja dan biaya reksadana</p> <p>Mengembangkan program perijinan agen dan mempertimbangkan untuk mengubah peraturan</p>	<p>Bertujuan untuk mendorong pemisahan antara manajemen investasi dengan usaha perantara</p>

	<p>untuk memberikan perijinan kepada lembaga dan bukan individu untuk menjual reksadana</p> <p>Memberlakukan metode penilaian "mark-to-market" dan mengenakan sanksi pencegahan kepada para pelanggar</p> <p>Menyingkapkan informasi materiil di dalam prospektus</p>	
Keterampilan		<p>Mengembangkan pemenuhan persyaratan, kualifikasi dan tata tertib para manajer investasi</p> <p>Mengembangkan kapasitas asosiasi profesional dengan tujuan transformasi menjadi organisasi otonom⁴³</p>
Pajak	Melaksanakan strategi untuk beralih dari pembebasan pajak bagi reksadana yang menyesatkan pasar	
Lapangan Usaha yang Bersaing	Memperkenalkan reksadana yang diperdagangkan di bursa untuk meningkatkan likuiditas, partisipasi dan persaingan serta berfungsi sebagai tolok ukur	
Mengembangkan basis investor dan pendidikan investor	Memprakarsai program pendidikan yang komprehensif yang meliputi seminar, kegiatan hubungan investor, dan pembelaan di media	<p>Mitra industri reksadana melanjutkan program pendidikan</p> <p>Meningkatkan pengaturan, pemberlakuan dan otonomi reksadana dan perusahaan-perusahaan manajemen aset emreka untuk memastikan bahwa para investor memahami risiko ketika berinvestasi pada reksadana pendapatan tetap</p>

Rekomendasi Prioritas

Merestrukturisasi industri reksadana. Hal ini adalah prioritas utama bagi Bapepam & LK. Dasar untuk industri reksadana yang sehat adalah perusahaan dana keluarga yang dapat dipercaya. Industri terkait dapat berkembang secara berkelanjutan apabila dijalankan oleh para operator yang dapat dipercaya. Peran pengatur adalah untuk menciptakan iklim yang mendorong para operator yang baik untuk berpartisipasi di dalam industri terkait. Dalam konteks ini, proses perpanjangan perijinan, termasuk uji kepatuhan dan kelayakan terhadap semua sponsor dan manajer dari perusahaan-perusahaan efek yang mengoperasikan reksadana diperlukan untuk meningkatkan perkembangan reksadana. Proses pemberian kembali perijinan ini harus dilaksanakan tanpa ketentuan pengecualian.

Memperkuat pemberlakuan peraturan dan disiplin pasar. Krisis dalam industri reksadana yang terjadi pada tahun 2005 disebabkan oleh praktik-praktik pemasaran yang buruk dan kurangnya penyingkapan risiko, pemberlakuan peraturan yang buruk, dan pedoman penilaian yang lemah. Dengan demikian, penerapan peraturan yang lebih kuat merupakan prioritas utama. Sehubungan dengan hal ini, pihak berwenang harus tegas dalam memberlakukan peraturan dan mengenakan sanksi untuk menegakkan disiplin pasar dan membangun kepercayaan investor. Bukti terakhir yang kurang dapat dipercaya menunjukkan bahwa tingkat kepatuhan para manajer investasi rendah, yang menunjukkan bahwa Bapepam & LK harus memiliki tekad yang lebih kuat untuk menggunakan kekuasaannya untuk memberlakukan peraturan.

⁴³ Undang-undang Pasar Modal saat ini tidak secara tegas menjelaskan peran asosiasi-asosiasi profesional atau kewenangan yang dimiliki Bapepam & LK atasnya.

Mengatasi masalah-masalah yang berkaitan dengan penilaian aset bersih. Banyaknya pencairan terakhir menunjukkan bahwa industri reksadana menghadapi permasalahan mendasar dalam penilaian aset yang dilakukan berdasarkan harga pasar. Dalam sistem yang berlaku saat ini, para manajer dana melaporkan harga obligasi kepada para kustodian dan seringkali menyebutkan harga obligasi yang lebih tinggi untuk memperoleh Nilai Aktiva Bersih yang lebih tinggi. Pelaporan harga obligasi harus melibatkan pialang obligasi dan bank-bank yang merupakan pemain aktif dalam pasar untuk mewakili harga aktual yang lebih baik di pasar⁴⁴. Selanjutnya, kerangka kerja diperlukan untuk menetapkan efek yang “penawaran harga pasarnya tersedia”; bagi yang tidak, diperlukan dasar untuk menetapkan nilai wajar. Ada beberapa metode yang dapat diterima untuk menetapkan nilai efek tidak cair yang wajar, dan setiap metode tepat apabila dilaksanakan secara konsisten dan serentak.

Rekomendasi Lain

Rekomendasi berikut ini akan mendukung rekomendasi dengan prioritas tinggi dalam berbagai cara.

Memperkuat para kustodian untuk melindungi para investor. Apabila mayoritas reksadana adalah sarana investasi kolektif, sebagaimana di Indonesia, bank kustodian memiliki tanggung jawab utama untuk melindungi para investor, dan dengan demikian untuk memastikan bahwa tersedia kerangka kerja pengaturan dan pengawasan yang mendalam untuk bank-bank kustodian.

Sebagai langkah awal, Bapepam & LK harus melaksanakan tinjauan yang komprehensif terhadap kerangka kerja pengaturan dan pengawasan yang berlaku saat ini untuk bank-bank kustodian. Sepanjang hal tersebut relevan dan praktis dalam konteks sistem hukum Indonesia, tinjauan harus didasarkan atas standar dan praktik internasional terbaik. Bapepam & LK dapat berharap untuk mempertimbangkan perubahan dan pengembangan berdasarkan tinjauan tersebut.

Beberapa rekomendasi konkrit adalah sebagai berikut:

Mencantumkan perlindungan investor dalam Undang-undang Pasar Modal

Menetapkan persyaratan hukum dan wewenang bank-bank kustodian untuk melaporkan perilaku para manajer investasi kepada pihak berwenang

Mengizinkan pengenaan denda dan sanksi terhadap bank-bank kustodian yang lalai melaksanakan tugas-tugas mereka

Menghentikan praktik rekening bersama dan mewajibkan bank-bank kustodian untuk menyimpan catatan para pemegang unit, sebagaimana dinyatakan dalam Peraturan IV.B.2.

Mengurangi kemungkinan diselenggarakannya spekulasi dalam penerapan peraturan (*regulatory arbitrage*). Karena Bapepam & LK telah mengembangkan kriteria yang lebih mendalam bagi para manajer investasi yang memiliki perijinan, dan karena kegiatan mereka, tanpa memandang wewenang, jatuh di dalam wilayah undang-undang efek, mereka harus diatur sesuai dengan peraturan Bapepam & LK. Tindakan ini akan menuntut perubahan terhadap Pasal 1 Undang-undang Pasar Modal dan peraturan Bapepam & LK terkait tentang manajer investasi. Pengatur dana pensiun dan industri asuransi mungkin harus mengeluarkan peraturan baru untuk mengatur subjek dan kebutuhan untuk berkolaborasi dengan Bapepam & LK⁴⁵.

⁴⁴ Bapepam & LK menyatakan bahwa peraturan baru yang mewajibkan pelaporan harga transaksi obligasi kepada badan pelaporan akan dikeluarkan.

⁴⁵ Para manajer investasi perusahaan-perusahaan asuransi dan bank-bank umum yang mengelola dana pensiun lembaga keuangan tidak perlu mendaftar pada Bapepam & LK, namun demikian, berdasarkan Keputusan Departemen Keuangan,

Peraturan tentang penyingkapan dan praktik-praktik penjualan reksadana dan produk-produk asuransi terkait unit harus dikoordinasikan untuk memastikan konsistensi antara kedua jenis produk investasi. Dengan demikian, pengatur industri asuransi perlu memperketat peraturan tentang penyingkapan dan praktik-praktik penjualan produk-produk asuransi terkait unit yang berlaku saat ini sehingga setara dengan peraturan tentang reksadana.

Meningkatkan penyingkapan informasi materiil dalam prospektus. Bapepam & LK perlu mengatasi kelemahan dalam praktik-praktik penyingkapan informasi yang berlaku di setiap bagian dari industri ini sebagaimana yang telah dibahas sebelumnya. Secara khusus, Bapepam & LK harus menetapkan metodologi untuk menghitung pengeluaran setiap kelas yang menerima persentase tertentu perolehan atas investasi yang dipegang selama tiga tahun. Bapepam & LK dapat memperkenalkan transparansi dalam dua cara. Bapepam & LK dapat mewajibkan reksadana untuk menyampaikan informasi tentang metodologi di awal prospektus dan mencantumkan bagan yang membandingkan peringkat dan pengeluaran untuk setiap reksadana berdasarkan metodologi yang ditetapkan di *website*.

Meningkatkan kelayakan, kualifikasi, dan aturan perilaku para manajer investasi. Untuk melengkapi persyaratan kelayakan yang ditetapkan dalam PP No. 45/1995, proses penyaringan yang terstruktur baik dan transparan untuk kepemilikan dan manajemen perusahaan manajemen investasi harus tersedia. Hal ini umumnya dipenuhi melalui penilaian kepatuhan dan kelayakan berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya.

Untuk mempertahankan keterampilan teknis para manajer investasi yang memiliki perijinan, bapepam & LK harus mempertimbangkan untuk mewajibkan para manajer investasi untuk menyelenggarakan pemeriksaan berkala sebagai syarat untuk mempertahankan perijinan mereka. Dalam profesi lain, penggunaan poin kredit sebagai dasar pengembangan profesional yang berkelanjutan adalah hal yang lazim dan efektif.

Sehubungan dengan perilaku profesional, diperlukan panduan yang lebih rinci bagi para manajer investasi. Di beberapa negara, rincian yang diperlukan tersebut disediakan oleh standar industri yang lazim dan asosiasi manajer investasi. Bapepam & LK dapat mengambil inisiatif untuk memulai proses ini.

Memisahkan pialang-pedagang dari manajemen investasi. Pemisahan usaha manajemen investasi dari usaha pialang-pedagang harus dipertimbangkan. Perubahan tersebut ternyata telah dimasukkan ke dalam rancangan perubahan atas Undang-undang Pasar Modal.

Menetapkan modal dasar minimum untuk perusahaan manajemen investasi. Keputusan Bapepam & LK untuk meningkatkan modal minimum bagi perusahaan-perusahaan sekuritas (termasuk perusahaan-perusahaan manajemen investasi) merupakan tindakan yang positif. Di samping itu, tindakan tersebut harus mempertimbangkan peraturan modal mutlak serta modal bersih yang memastikan bahwa tingkat modal akan setara dengan tingkat risiko yang ditanggung oleh perusahaan-perusahaan sekuritas. Jumlah modal dasar beragam dari Rp.5 milyar sampai dengan Rp.55 milyar, dan Bapepam & LK harus mempertimbangkan untuk menghubungkan jumlah aset yang diawasi dengan jumlah modal dasar. Di kemudian hari, apabila usaha manajemen investasi dipisahkan dari usaha pialang-pedagang, Bapepam & LK harus menggunakan kesempatan untuk meningkatkan jumlah modal kerja minimum bagi perusahaan-perusahaan manajemen investasi.

para manajer investasi dana pensiun pegawai perusahaan asuransi yang mengeluarkan produk-produk terkait unit harus memiliki perijinan perorangan sebagai perwakilan manajer investasi.

Mengatur penjualan reksadana. Mengatur agen-agen penjualan reksadana perorangan, dan menempatkan lembaga-lembaga keuangan (khususnya bank-bank umum) di luar yurisdiksi Bapepam & LK merupakan tindakan yang penuh risiko. Berdasarkan pendekatan yang diusulkan, para distributor reksadana diwajibkan untuk memiliki perijinan usaha lembaga. Sebaliknya untuk hal ini, mereka diharapkan untuk melatih dan mengawasi kegiatan agen-agen penjualan, karena lembaga-lembaga tersebut bertanggungjawab langsung kepada para regulator atas kegiatan para pegawai mereka. Kondisi keuangan yang cepat berubah di Indonesia diharapkan akan membuat pendaftaran agen-agen perorangan pada Bapepam & LK menjadi tidak praktis. Di samping itu, sistem yang berlaku saat ini memiliki lebih banyak kelemahan mendasar untuk perlindungan investor dan manajemen risiko: tidak tersedia *database* agen-agen penjualan yang memenuhi kualifikasi, dan kesulitan perusahaan-perusahaan manajemen investasi dan para investor untuk menentukan apakah reksadana dijual melalui agen-agen yang memiliki perijinan. Hal ini merupakan alasan lain untuk beralih dari perijinan perorangan ke perijinan kelembagaan.

Di samping itu, untuk mengembangkan tingkat kompetensi dan perilaku profesional, agen-agen penjual diwajibkan untuk menjalani dan lolos pemeriksaan agen penjualan yang diselenggarakan oleh Bapepam & LK sebelum menerima perijinan. Penyelenggaraan pemeriksaan “penyegaran” juga perlu dipertimbangkan untuk dilakukan⁴⁶.

Mengurangi benturan kepentingan. Regulator umumnya memerlukan biaya dan waktu yang banyak untuk mengetahui apakah seorang manajer investasi telah melaksanakan transaksi berdasarkan penawaran terbaik yang ada di pasar pada waktu tertentu. Dalam hal ini, cara yang paling efektif untuk melindungi para investor adalah melarang semua transaksi antara manajer investasi dengan pialang-pedagang afiliasinya.

Selain itu, Bapepam & LK disarankan untuk mengubah peraturan yang mengizinkan investasi sebesar 20 persen dari Nilai Aktiva Bersih pada sekuritas yang ditawarkan oleh penjamin afiliasi. Akan jauh lebih masuk akal untuk membatasi investasi sampai dengan persentase maksimum dari kepemilikan (baik obligasi maupun saham) yang dapat dimiliki satu reksadana dalam satu perusahaan, serupa dengan praktik-praktik yang digunakan di sektor perbankan.

Mengembangkan basis para investor ritel. Pendidikan investor harus menjadi unsur yang penting dari kebijakan dan strategi untuk pengembangan pasar modal Indonesia dan industri reksadana. Merancang program pendidikan yang komprehensif, yang tidak hanya mencakup produk-produk reksadana tetapi juga pasar modal, merupakan pendekatan yang hemat biaya. Bentuk umum program pendidikan investor adalah program pengembangan kesadaran masyarakat umum, seperti antara lain seminar, kegiatan hubungan investor, dan advokasi melalui media massa. Untuk reksadana, hal ini memerlukan disediakannya brosur-brosur dengan bahasa yang jelas tentang fitur-fitur utama investasi reksadana. Di berbagai negara, otoritas pasar modal mengemban tanggung jawab utama untuk menjalankan dan mendanai program tersebut, meskipun berbagai pelaku industri ini juga harus memiliki peranan. Bapepam & LK harus mempertimbangkan untuk bertindak sebagai pemimpin dalam industri ini untuk mengembangkan suatu program pendidikan.

Mendorong inovasi produk dan prasarana pasar. Untuk mendorong inovasi produk, Bapepam & LK harus memberikan dukungan dan kerangka hukum, yang belum ada di Indonesia, untuk mendukung terciptanya produk-produk reksadana baru. Apabila hal ini telah terpenuhi, para pelaku pasar akan memiliki kesempatan untuk maju.

⁴⁶ Bapepam & LK akan mengeluarkan peraturan baru tentang pemberian perijinan, pendaftaran dan perilaku agen-agen penjualan reksadana.

Inisiatif untuk menyediakan perangkat manajemen risiko umumnya berasal dari para pelaku pasar. Namun demikian, "dukungan dan bimbingan" dari pengatur akan membuat proses berlangsung jauh lebih cepat. Pembuatan perjanjian induk pembelian kembali (*repurchase agreement*) obligasi korporasi Indonesia baru-baru ini merupakan contoh yang tepat. Prosesnya dimulai oleh asosiasi pialang obligasi, namun mengalami penundaan dan tidak dapat diselesaikan tanpa dukungan kuat dari Bapepam & LK dan Bank Indonesia.

Sehubungan dengan peringkat reksadana, Bapepam & LK harus mendorong pemeringkatan reksadana secara independen.⁴⁷ Pemeringkatan independen dapat membantu meningkatkan transparansi dan mengembangkan persaingan di pasar, yang pada akhirnya akan menguntungkan industri dan para investor.

Menciptakan peluang yang adil. Laporan ini didasarkan pada pendapat bahwa perlakuan atas instrumen-instrumen keuangan harus memberikan peluang yang adil tanpa menunjukkan sikap pandang bulu. Pada dasarnya, dalam setiap perlakuan pajak yang menguntungkan, akan terdapat cara-cara yang cerdas bagi banyak pihak untuk meraup keuntungan, tanpa manfaat yang menguntungkan bagi seluruh sistem. Singkat kata, manfaat pajak tidak dapat membantu pengembangan industri ini. Cara yang lebih panjang, yaitu pengaturan dan pemberlakuan peraturan yang baik, merupakan cara terbaik untuk mengembangkan industri ini.

Secara bertahap menggunakan struktur korporasi untuk reksadana. Berdasarkan Undang-undang Pasar Modal, reksadana di Indonesia dapat berbentuk reksadana korporasi atau reksadana investasi kolektif. Mayoritas reksadana saat ini berbentuk kontrak investasi kolektif. Laporan ini merekomendasikan agar pihak-pihak yang berwenang secara bertahap beralih ke struktur reksadana korporasi. Di Amerika Serikat berdasarkan Undang-undang Perusahaan Investasi tahun 1940, dewan direksi reksadana dituntut untuk mengawasi bagaimana reksadana beroperasi dan kondisi apabila kepentingan reksadana dan para pemegang sahamnya berbeda dengan kepentingan penasihat investasi atau perusahaan manajemen. Selama bertahun-tahun, telah dibuat berbagai perubahan atas peraturan yang dirancang untuk memperbaiki pengelolaan reksadana, serta usaha untuk menciptakan pengembangan dan pendidikan profesional bagi para direktur reksadana, dan upaya untuk mengembangkan praktik-praktik terbaik yang memberikan perlindungan yang lebih baik bagi para pemegang saham reksadana. Krisis dalam industri reksadana yang terjadi pada tahun 2005 tidak disebabkan oleh struktur, dan hanya dengan mengubah struktur tidak akan menyelesaikan masalah. Masalahnya adalah tingkat penjualan yang rendah, pemberlakuan peraturan yang buruk dan pedoman penilaian yang lemah. Dengan demikian, pemberlakuan peraturan masih merupakan prioritas yang terpenting. Dengan adanya peringatan ini, Bapepam & LK harus mempertimbangkan untuk menyederhanakan proses pendirian reksadana korporasi, serta mengambil inisiatif pengaturan untuk mengalihkan bentuk reksadana menjadi korporasi dan meningkatkan pengelolaan.

Rasionalisasi KIK untuk keperluan sekuritisasi. Bapepam & LK sebelumnya telah mempromosikan penggunaan KIK untuk efek beragunan aset. Meskipun kontrak investasi kolektif serupa dengan perwalian induk, yang merupakan bentuk umum untuk menciptakan efek beragunan aset yang berlaku, KIK memiliki kelemahan apabila ditawarkan secara umum karena sifat dasar kontrak sebagaimana ditetapkan dalam Undang-undang Pasar Modal dan peraturan Bapepam & LK. Peraturan IV.C.2 mewajibkan kontrak investasi kolektif untuk melaporkan nilainya setiap hari, tetapi tidak memberikan sarana untuk menilai aset yang akan menjadi bagian dari portofolio kontrak, karena tidak jelas apakah aset itu sendiri adalah efek sebagaimana ditetapkan di dalam Undang-undang Pasar Modal. Di samping itu, tidak jelas apakah kontrak harus bersifat

⁴⁷ Bapepam dilaporkan telah menerima usulan untuk mendirikan perusahaan-perusahaan pemeringkat reksadana.

Pihak-pihak yang tertarik meliputi bank-bank umum, perusahaan-perusahaan sekuritas, dan perusahaan-perusahaan pemeringkat reksadana internasional.

tertutup, meskipun, karena masalah penilaian, sulit untuk melihat apakah kontrak tersebut dapat berfungsi sebagai kontrak terbuka. Meskipun Peraturan IX.K.1.5.b mengizinkan KIK untuk menetapkan ketentuan-ketentuan yang mengatur bahwa efek beragunan aset dengan kelas tertentu dapat dialihkan kepada pihak lain, peraturan tersebut tidak mewajibkan agar efek tersebut diperdagangkan secara bebas. Hal ini menciptakan campuran antara KIK terbuka dan tertutup. Dengan demikian, Bapepam & LK disarankan untuk merasionalisasikan KIK untuk keperluan sekuritisasi atau mengembangkan sarana alternatif untuk pelaksanaan sekuritisasi.

REFERENSI

- Cadogan Financial. 2005. *Final Report on Indonesian Mutual Funds: Findings and Recommendations*. Jakarta: Cadogan Financial.
- Dalla, Ismail, dan lain-lain. 2004. *Institutional Investors in Thailand*. Washington, DC: World Bank.
- Dalla, Ismail, dan Noel Gamo. 2004a. *Institutional Investors in East Asia*. Washington, DC: World Bank.
- . 2004b. *Institutional Investors in Malaysia*. Washington, DC: World Bank.
- . 2004c. *Institutional Investors in the People's Republic of Cina*, DC: World Bank.
- . 2004d. *Institutional Investors in the Phillipines*. Washington, DC: World Bank.
- Ferris, Stephen P., dan Xuemin Sterling Yan. 2002. *“Do Independent Directors and Chairmen Really Matter? The Role of Boards of Directors in Mutual Fund Governance.”* Departemen Keuangan, University of Missouri, Columbia.
- IMAS (Investment Management Association of Singapore). 2005. *“Singapore’s Fund Management Industry.”* Makalah dipresentasikan pada Pertemuan Regional Asosiasi Dana yang ke-10 di Asia, Kota Makati, Filipina, 11 Maret.
- Investment Company Institute. 2004. *Mutual Fund Fact Book*. Washington, DC: Investment Company Institute, May.
- Siamat, Dahlan. 2003. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

LAMPIRAN A. DAFTAR PERATURAN YANG BERLAKU BAGI REKSADANA

1. Undang-undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
2. Peraturan Pemerintah (PP) No. 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Pasar Modal
3. Peraturan Pemerintah (PP) No. 46 Tahun 1995, tentang Prosedur Pemeriksaan di Pasar Modal
4. Peraturan Pemerintah (PP) No. 12 Tahun 2004, tentang Perubahan atas PP No. 45 Tahun 1995
5. Keputusan Menteri Keuangan (KMK) No. 646/KMK/010/1995, tentang Kepemilikan Saham Dalam Reksadana Oleh Investor Asing
6. Peraturan Bapepam & LK, antara lain:
 - II.F.4 Pemeriksaan reksadana
 - II.F.14 Pedoman uji kepatuhan reksadana
 - IV.A.1 Prosedur untuk memberlakukan perijinan reksadana korporasi
 - IV.A.2 Pedoman tentang anggaran dasar reksadana korporasi
 - IV.A.3 Pedoman pengelolaan reksadana berbentuk reksadana korporasi
 - IV.A.4 Pedoman kontrak pengelolaan reksadana berbentuk reksadana korporasi
 - IV.A.5 Pedoman kontrak penyimpanan aset untuk reksadana berbentuk reksadana korporasi
 - IV.B.1 Pedoman pengelolaan reksadana berbentuk kontrak investasi kolektif
 - IV.B.2 Pedoman kontrak reksadana berbentuk kontrak investasi kolektif
 - IV.C.2 Nilai pasar wajar sekuritas dalam portofolio reksadana
 - IV.C.3 Pedoman tentang Pengumuman Nilai Aktiva Bersih Harian Reksadana Terbuka
 - IV.D.1 Pedoman iklan reksadana
 - IV.D.2 Profil para investor reksadana
 - V.B.2 Perijinan agen penjual untuk reksadana
 - V.G.1 Perilaku yang dilarang untuk manajer investasi
 - V.G.3 Pedoman pelaporan untuk pengambilan keputusan oleh para manajer investasi
 - X.D.1 Laporan reksadana
 - VIII.G.8 Pedoman pembukuan reksadana
 - VIII.G.9 Informasi dalam rangkuman singkat reksadana
 - IX.C.4 Pernyataan pendaftaran penawaran umum reksadana berbentuk korporasi
 - IX.C.5 Pernyataan pendaftaran penawaran umum reksadana berbentuk kontrak investasi kolektif
 - IX.C.6 Pedoman format dan isi prospektus penawaran umum reksadana
 - X.N.1 Pedoman pelaporan kegiatan bulanan oleh para manajer investasi

LAMPIRAN B. DAFTAR MANAJER INVESTASI DENGAN TOTAL ASET YANG DIKELOLA PER DESEMBER 2005

Dalam milyar Rupiah

Manajer investasi	Nilai aset	Manajer investasi	Nilai aset
PT Schroder Investment Management Indonesia	6.804,6	PT Eko Kapital	72,8
PT Manulife Aset Manajemen Indonesia	2.995,8	PT Intru Nusantara	59,2
PT Sinarmas Sekuritas	2.713,7	PT Ciptadana Aset Manajemen	53,0
PT Bahana TCW Investment Management	2.592,2	PT Jisawi Finas Fund Mmanagement Company	48,9
PT Trimegah Securities Tbk	2.167,4	PT Mega Capital Indonesia	48,2
PT BNI Securities	1.215,0	PT Prospera Asset Management	45,3
PT Nikko Securities Indonesia	1.214,7	PT Tiga Pilar Sekuritas	44,4
PT Danareksa Investment Management	1.142,6	PT Panca Global Sekuritas	42,7
PT Fortis Investments	958,9	PT SUrya TImur Alam Raya	38,5
PT NISP Sekuritas	812,2	PT Paramitra Alfa Sekuritas	35,2
PT Mahanusa Investment Management	711,3	PT Kuo Capital Raharja	34,3
PT Optima Kharya Capital Management	516,4	PT GMT Aset Manajemen	30,6
PT Panin Sekuritas	490,2	PT Lautandhana Investment Management	29,4
PT Kresna Graha Sekurindo	438,6	PT Anugra Nusantara Asset Management	23,6
PT Citigroup Securities Indonesia	431,8	PT Gani Aset Manajemen	19,8
PT Batavia Prosperindo Aset Manajemen	308,5	PT MLC Investment Indonesia	18,8
PT Niaga Aset Manajemen	273,1	PT Insight Investments Management	18,7
PT Samuel Aset Manajemen	267,0	PT Makinta Securities	13,6
PT First State Investments Indonesia	260,6	PT Danatama Makmur Sekuritas	11,1
PT PNM Investment Management	237,4	PT Treasure Fund Investama	10,5
PT Bhakti Asset Management	236,1	PT Semesta Indovest	10,1
PT Mandiri Manajemen Investasi	215,4	PT Jatim Investment Management	10,0
PT ABN AMRO Manajemen Investasi	201,8	PT Jakarta Aset Manajemen	9,3
PT Platinum Assets Management	188,0	PT Natpac Asset Management	9,0
PT Andalan Artha Advisindo Sekuritas	176,8	PT Corfina Capital	7,1
PT GK Goh Indonesia	163,8	PT Suprasurya	5,3
PT Dhanawibawa Artha Cemerlang	142,9	PT Eurocapital Peregrine Securities	5,1
PT BATASA Capital	125,3	PT GoldMany Asset Manajemen	4,9
PT Eficorp Sekuritas	124,9	PT Brahma Capital	4,8
PT Recapital Asset Management	124,3	PT Valbury Asia Securities	4,8
PT Equity Development Securities	118,0	PT Optima Investama	4,4
PT Pavillion Capital	112,9	Evergreen capital, PT	3,2
PT Brent Securities	77,3	PT Pentasena Arthatama	1,9
PT Indo Premier Securities	75,5	PT Reliance Asset Management	1,0

Sumber: Bapepam & LK

BAB 5

DANA PENSIUN INDONESIA

Sejak awal tahun 1990-an, di berbagai negara di dunia, perhatian semakin terarah pada masalah-masalah kebijakan publik yang berkaitan dengan perbaikan sistem pensiun. Sistem pensiun sangat penting karena sistem tersebut memberikan mekanisme untuk mengurangi risiko kemiskinan di hari tua dan memungkinkan pekerja untuk mengatur kelancaran konsumsi mereka sepanjang hidup mereka. Oleh karena itu, sistem pensiun merupakan bagian penting dari jaring pengaman sosial, dan perlu dirancang dengan baik dan berkesinambungan dari segi fiskal dan politik untuk mencapai tujuan-tujuannya. Hal ini telah menimbulkan reformasi pensiun di beberapa negara. Di negara-negara berkembang, sebagian besar reformasi sejauh ini telah terjadi di Eropa Timur dan Amerika Latin atas sistem-sistem yang memiliki tingkat cakupan yang relatif tinggi dan yang menghadapi potensi masalah fiskal. Apabila tingkat cakupannya lebih rendah seperti di Indonesia, tekanan untuk segera melakukan reformasi juga rendah. Akan tetapi, salah satu pelajaran yang dapat ditarik dari pengalaman internasional adalah bahwa sistem-sistem pensiun yang beroperasi dengan baik dan berkesinambungan memberikan kontribusi positif yang penting bagi pembangunan ekonomi. Dalam konteks ini, Indonesia memiliki kepentingan untuk membina pengembangan sistem pensiun.

Kondisi demografi Indonesia yang terus berubah merupakan salah satu faktor pendorong bagi pemerintah untuk fokus pada pengembangan sistem pensiun. Indonesia merupakan salah satu negara di dunia yang memiliki penduduk yang didominasi oleh orang muda, di mana 40 persen dari penduduknya berusia di bawah 20 tahun. Akan tetapi, peningkatan jumlah penduduk berusia lanjut berlangsung dengan cepat. Rasio ketergantungan usia tua (rasio penduduk di atas usia 55 tahun berbanding dengan penduduk yang berusia antara 15 sampai 54 tahun) saat ini adalah 17 persen, akan tetapi diperkirakan rasio tersebut akan meningkat menjadi 40 persen dalam kurun waktu 40 tahun. Penurunan tingkat kesuburan yang cepat dan bertambah panjangnya rentang hidup dalam beberapa dekade belakangan ini akan terus mempengaruhi peningkatan jumlah penduduk berusia lanjut. Pertambahan penduduk berusia lanjut yang cepat tersebut akan memaksa Indonesia untuk menerapkan sistem pensiun yang dapat memberikan jaminan penghasilan di masa pensiun. (Masalah-masalah jaminan sosial yang lebih luas juga perlu dipertimbangkan, tetapi hal tersebut berada di luar cakupan laporan ini).

Dari sudut pandang sektor keuangan, dana pensiun memiliki peran yang sangat penting sebagai investor kelembagaan. Dana pensiun mengumpulkan, menggabungkan dan menginvestasikan sumber-sumber dana yang memungkinkan peserta untuk mendapatkan penghasilan pada masa pensiunnya. Pembayaran iuran biasanya dilakukan selama masa kerja, yaitu berkisar antara 30 sampai 40 tahun, dan manfaatnya dibayarkan secara sekaligus (*lump sum*) pada saat pensiun atau berupa tunjangan hari tua yang dibayarkan selama peserta masih hidup. Apabila sistem pensiun disusun dengan struktur yang baik, maka dana pensiun dapat memobilisasi sumber daya dalam negeri jangka panjang yang sangat berharga. Upaya untuk meminimalisir risiko terhadap aset dan kewajiban (*asset-liability risk*) mengharuskan dana pensiun untuk menyesuaikan waktu jatuh tempo dari aset dan kewajiban tersebut, dan hal ini memaksa mereka untuk mencari investasi jangka panjang. Di negara-negara berkembang termasuk Indonesia, investasi jangka panjang yang dilakukan oleh dana pensiun meningkatkan efisiensi alokasi modal secara keseluruhan dalam perekonomian.

Kotak 5.1: Pengalaman Internasional: Reformasi Sistem Pensiun di Chili

Sistem pensiun yang berhasil akan menimbulkan adanya akumulasi aset jangka panjang, memberikan laba yang menarik untuk peserta, dan mencakup jumlah masyarakat yang lebih banyak. Sebagai contoh, pada tahun 1980 Chili melakukan reformasi sistem pensiun yang revolusioner, dengan menerapkan sistem iuran wajib yang dibayar di depan yang juga disebut "Sistem AFP". Ciri-ciri yang paling mendasar dari sistem ini adalah sebagai berikut:

- Rekening pribadi: iuran-iuran dikapitalisasi dalam rekening-rekening pribadi [tarif iuran ditetapkan dalam undang-undang dalam bentuk suatu proporsi dari gaji].
- Pengelolaan swasta, hak untuk memilih penyedia jasa, persaingan dan pemisahan. Pekerja bebas untuk memilih di antara berbagai lembaga pengelola pensiun yang terdaftar dan bertujuan tunggal [AFP]. AFP adalah perusahaan swasta dan bersaing yang bertujuan untuk menginvestasikan dana di pasar modal atas nama para anggotanya. Undang-undang mewajibkan adanya pemisahan penuh atas aset dana pensiun dan aset perusahaan pengelola dana pensiun, baik dari sudut pandang hukum maupun pembukuan.
- Manfaat:
 - Jumlah pensiun hari tua tergantung pada saldo yang terakumulasi pada masing-masing rekening pribadi pekerja; usia harapan hidup pekerja yang bersangkutan dan usia harapan hidup penerima manfaat; dan tingkat diskonto. Untuk mendapatkan hak atas manfaat ini, seseorang harus berusia 65 tahun untuk laki-laki dan 60 tahun untuk perempuan.
 - Pensiun karena kecacatan dan pensiun untuk ahli waris adalah "manfaat pasti" dengan nilai yang setara dengan gaji kena pajak dari anggota yang bersangkutan. Semua anggota yang membayar iuran yang belum pensiun dan anggota-anggota yang tidak bekerja selama jangka waktu sampai dua belas bulan berhak atas asuransi kecacatan apabila mengalami kecelakaan atau menderita penyakit yang "tidak berkaitan dengan pekerjaan".
 - Pensiun minimum: Anggota-anggota sistem AFP yang memenuhi persyaratan tertentu berhak atas pensiun hari tua, pensiun kecacatan dan pensiun untuk ahli waris dalam jumlah minimum yang dijamin oleh Negara. Program pensiun minimum ini merupakan "pilar pertama" dari sistem pensiun di Chili.
- Alternatif pembayaran: Pada saat pensiun, pekerja dapat memilih salah satu dari tiga alternatif pembayaran, yaitu penarikan berjadwal; tunjangan hari tua seumur hidup, dan penghasilan sementara dengan anuitas seumur hidup yang ditangguhkan. Pensiun, berdasarkan semua alternatif-alternatif tersebut, dikaitkan nilainya secara otomatis terhadap indeks harga. Anuitas seumur hidup dijual oleh perusahaan-perusahaan asuransi jiwa.
- Peran Negara: Peran negara hanya berupa "peran pembantu" yang dimanifestasikan dalam tanggung jawabnya untuk mengatur dan mengawasi sistem pensiun, membiayai pensiun minimum dan memberikan jaminan tertentu.
- Peraturan tentang investasi:

- Investasi tunduk kepada peraturan yang sangat ketat. Undang-undang menentukan instrumen-instrumen yang diperbolehkan untuk investasi oleh dana pensiun dan menetapkan batas investasi maksimum [dalam bentuk suatu persentase dari dana pensiun] berdasarkan jenis instrumen, kelompok instrumen, emiten dan pihak-pihak terkait.
- Prosedur-prosedur investasi juga diatur. Undang-undang mewajibkan agar transaksi dilakukan di pasar sekunder dan pasar primer yang memiliki ciri-ciri tertentu.
- Penilaian investasi harus dilakukan berdasarkan harga pasar, yang setara untuk semua AFP, dan ditentukan perkiraannya oleh pihak yang berwenang.
- Penyimpanan instrumen-instrumen keuangan harus dilakukan di lembaga-lembaga yang berwenang. Komisi Pemeringkat Risiko bertanggung jawab untuk menyetujui atau menolak instrumen-instrumen yang mungkin merupakan peluang investasi bagi dana pensiun dan menetapkan kategori-kategori risiko untuk efek-efek pendapatan tetap, yang mempengaruhi batas maksimum.
- Walaupun sebagian besar risiko investasi mungkin dapat dikendalikan dengan kombinasi antara pengawasan yang ketat dan peraturan-peraturan yang memastikan transparansi dalam kegiatan operasi dan pengendalian atas kemungkinan benturan kepentingan, pada saat reformasi dimulai, kapasitas pengawasan masih relatif rendah, dan terdapat keraguan yang cukup besar terhadap kemampuan sektor keuangan untuk mengelola sumber daya jaminan sosial. Sebagai akibatnya, keputusan yang diambil adalah untuk memilih batas-batas kuantitatif. Bentuk peraturan seperti ini telah terbukti efektif untuk menjamin keamanan dana, akan tetapi peraturan tersebut mungkin dapat mengurangi laba yang disesuaikan dengan risiko.

Peraturan tentang sistem AFP telah mengalami banyak perubahan sejak tahun 1980. Sebagian besar dari perubahan yang dikeluarkan antara tahun 1981 dan 2001 mengacu pada peraturan investasi dana pensiun dan aturan-aturan tentang manfaat.

Hasil yang didapat dari sistem pensiun yang baru tersebut cukup mengesankan. Cakupan sebagai rasio antara peserta dan jumlah total pekerja di negara tersebut meningkat dari 53% pada tahun 1982 menjadi 70% pada tahun 1997. Jumlah penerima pensiun dalam sistem AFP meningkat dari 4.465 orang pada bulan Desember 1982 menjadi 363.351 orang pada bulan Desember 2000. Nilai agregat dari Dana Pensiun yang dikelola AFP meningkat dengan tingkat rata-rata tahunan riil sebesar 29% dalam kurun waktu antara tahun 1981 sampai dengan tahun 2000, yaitu meningkat dari AS\$300 juta [0,9% dari PDB] pada bulan Desember 1981 menjadi AS\$37.752 juta [54,6% dari PDB] pada bulan Desember 2000. Laba investasi tahunan rata-rata riil yang diraih dana pensiun antara bulan Mei 1981 sampai dengan bulan Desember 2006 adalah sebesar 11%. Laba tahunan mengalami fluktuasi yang cukup besar, yang mencapai angka maksimum 29,7% pada tahun 1991 dan minimum -2,5% pada tahun 1995. Pada bulan Juni 2001, biaya pengelolaan rata-rata AFP setara dengan 2,3% dari gaji kena pajak [termasuk biaya asuransi kecacatan dan asuransi untuk ahli waris, yang pada saat itu kira-kira sebesar 0,8% dari gaji kena pajak], ditambah biaya bulanan tetap sebesar AS\$0,81. Satu kritik terhadap sistem pensiun Chili adalah berkaitan dengan tingkat biaya asuransi dan pengelolaan, yang dianggap tinggi oleh banyak pengamat.

Reformasi yang terjadi di Chili merupakan acuan penting untuk reformasi di banyak negara lain. Oleh karena itu, sejauh ini - selain Chili - delapan negara Amerika Latin [Peru tahun 1992; Kolombia dan Argentina tahun 1993; Uruguay tahun 1995; Meksiko, Bolivia dan El Salvador tahun 1996; Nikaragua tahun 2000 dan Republik Dominika tahun 2001] telah melakukan reformasi yang mencakup komponen-komponen kapitalisasi pribadi dan pengelolaan oleh swasta. Di luar kawasan Amerika Latin, negara-negara seperti Kroasia, Hongaria, Kazakhtan, Latvia dan Polandia, juga telah menerapkan unsur-unsur kapitalisasi pribadi dan pengelolaan oleh swasta dalam sistem-sistem pensiun di negara-negara tersebut.

Salah satu fenomena ekonomi yang paling mengejutkan yang terjadi pada tahun 1980-an di Chili adalah pertumbuhan ukuran pasar-pasar modal. Walaupun terdapat banyak faktor yang dapat menjelaskan kecenderungan tersebut, bukti-bukti di lapangan menyiratkan bahwa peningkatan permintaan aset keuangan dari AFP mungkin telah merangsang terjadinya peningkatan dalam volume transaksi. Pada gilirannya, hal tersebut menimbulkan dampak positif terhadap likuiditas pasar; biaya perdagangan, pasokan dana jangka panjang, dan biaya modal untuk perusahaan.

Sumber: Reformasi Dana Pensiun Chili setelah 20 tahun, Rodrigo Avuna, Augusto Iglesias P, Desember 2001

Aset-aset dana pensiun di Indonesia jumlahnya kecil dibandingkan dengan di negara-negara maju atau negara berkembang lainnya. Penyebab utama dari keadaan tersebut antara lain adalah sebagai berikut:

- Program pensiun iuran pasti wajib yang mencakup sebagian besar karyawan (6,9 juta orang) dikelola oleh sebuah lembaga publik —Jamsostek — dan memiliki tingkat partisipasi yang rendah, penegakan peraturan yang tidak terlalu ketat dan penghasilan investasi yang buruk. Secara umum, iuran yang dibayarkan kepada Jamsostek dianggap sebagai pajak dan bukan investasi untuk masa pensiun.
- Program pensiun pegawai negeri — yaitu Taspen — memiliki jumlah peserta terbesar kedua (4,6 juta), dan hampir seluruhnya tidak didanai dan dioperasikan dengan prinsip dibayarkan pada saat timbulnya kewajiban (pay-as-you-go).
- Program pensiun swasta yang didanai merupakan suatu perkembangan yang relatif baru di Indonesia, yaitu baru mulai beroperasi sekitar 10 tahun lalu. Sejak saat itu, rencana-program pensiun tersebut (dan pendiri-pendiri mereka) harus berjuang menghadapi krisis ekonomi yang terjadi di kawasan ini.
- Dana pensiun lembaga keuangan — yaitu dana pensiun iuran pasti yang didirikan oleh perusahaan pemberi kerja dan dikelola oleh lembaga keuangan — merupakan segmen pasar yang tumbuh dengan cepat dalam hal aset yang dikelola, tetapi jumlah program pensiun yang ditawarkan tidak meningkat.

Jumlah santunan PHK wajib yang tinggi untuk para pekerja sektor formal berdasarkan undang-undang ketenagakerjaan, manfaat-manfaat pajak yang kurang menarik karena tarif pajak marjinal pribadi yang rendah serta tidak adanya kepastian berkaitan dengan implikasi dari undang-undang jaminan sosial yang baru, semuanya menimbulkan hambatan tambahan terhadap pertumbuhan sektor dana pensiun.

Sistem pensiun Indonesia saat ini tidak mampu memenuhi tujuan-tujuan sosial, keuangan atau fiskal pemerintah. Program Jamsostek memiliki tingkat keikutsertaan yang rendah, yaitu kurang dari 25 persen dari jumlah pekerja sektor formal. Sistem pensiun pegawai negeri telah menjadi beban bagi APBN dan diperkirakan tetap menjadi beban dengan tingkat yang lebih cepat di masa yang akan datang. Utang pensiun pemerintah secara keseluruhan – nilai pada saat ini dari aliran santunan pensiun yang telah dijanjikan untuk dibayarkan pada masa yang akan – jumlahnya sekitar 11 persen dari PDB.

Baik Jamsostek maupun Taspen tidak efisien dan mahal dari segi pengelolaan. Jumlah aset program pensiun sukarela yang didirikan oleh perusahaan pemberi kerja dan dana pensiun lembaga keuangan terus mengalami peningkatan, walaupun jumlah keseluruhan dana pensiun tersebut mengalami penurunan. Iklim investasi yang kurang baik secara keseluruhan dan ketidakpastian tentang peraturan ketenagakerjaan membuat perusahaan-perusahaan enggan untuk membuka dana pensiun yang baru. Sebenarnya, dari sudut pandang sosial, sebagian besar orang Indonesia – dalam sektor formal maupun informal – masih belum tercakup dalam sistem pensiun. Dari sudut pandang keuangan, sistem pensiun yang ada tidak menyediakan pengelolaan

yang baik atau memobilisasi jenis sumber daya yang dibutuhkan untuk mendukung investasi jangka panjang. Dari sudut pandang fiskal, biaya yang ditanggung pemerintah untuk skema-skema pensiun wajib yang telah ada terus meningkat.

Undang-undang tentang jaminan sosial nasional yang baru dikeluarkan (Undang-undang No. 40 tahun 2004 tentang Sistem Jaminan Sosial Nasional) menyoroti kebutuhan yang riil tetapi mengusulkan suatu struktur yang mungkin tidak dapat dipenuhi, yang menciptakan lingkungan ketidakpastian yang dapat menimbulkan dampak buruk pada sistem pensiun yang telah ada. Saat ini Indonesia tidak memiliki sistem jaminan sosial yang nyata, dan dapat dikatakan bahwa sistem tersebut dibutuhkan. Undang-undang yang baru menetapkan adanya program pensiun nasional, serta jaminan kesehatan, kecelakaan, hari tua, dan kematian untuk semua orang Indonesia. Undang-undang tersebut tidak memberikan rincian tentang jumlah manfaat, iuran, dan masalah-masalah utama lainnya yang mempengaruhi rancangan dari skema-skema tersebut. Apabila skema-skema tersebut dirancang dan dilaksanakan dengan baik, biaya-biaya fiskal dari undang-undang tersebut dapat dibatasi, jaminan sosial dengan tingkat yang wajar dapat ditawarkan kepada masyarakat, dan sistem pensiun secara keseluruhan dapat diperkuat. Akan tetapi, undang-undang tersebut juga menyisakan kemungkinan yang cukup besar bahwa sistem yang diterapkan tersebut akan menjadi mahal dan tidak sesuai dengan praktik-praktik terbaik internasional. Hal ini dapat menimbulkan lebih banyak kerumitan dan kebingungan ketika berbagai instansi mulai menerapkannya. Undang-undang tersebut berpotensi menciptakan harapan yang mungkin sulit untuk dipenuhi, dan oleh karena itu para pembuat kebijakan perlu memperhatikan pelaksanaannya.

Dalam hal investasi, baik dana pensiun pemerintah maupun swasta menginvestasikan sebagian besar aset mereka pada deposito bank jangka pendek, yang menciptakan ketidakcocokan jatuh tempo. Hasil investasi (tidak termasuk biaya operasional) dari dana pensiun pemerintah dan swasta sebanding dengan hasil dari surat utang negara jangka pendek. Karena dana pensiun adalah kumpulan aset yang dikelola oleh pihak-pihak yang profesional dalam bidang investasi, sifat dan kinerja dari investasi harus lebih baik. Selain itu, dana pensiun menimbulkan biaya administrasi yang cukup besar, yang menyiratkan bahwa hasil bersih yang dapat diperoleh peserta jumlahnya lebih rendah dari hasil yang diperoleh dari obligasi Pemerintah.

Banyak sekali manfaat yang mungkin dapat diperoleh apabila dana pensiun diberikan kesempatan untuk mencapai potensi yang mereka miliki untuk mendukung tujuan yang ingin dicapai Indonesia dalam pembangunan sektor sosial, fiskal dan keuangan. Bab ini memberikan beberapa rekomendasi penting untuk tujuan tersebut.

Kerangka untuk Praktik-praktik Terbaik dalam Program-Program Pensiun Pemerintah

Prinsip-prinsip dari praktik terbaik yang berlaku untuk dana pensiun pemerintah sebagian besar terkait dengan tata kelola, didefinisikan secara luas, dan dimaksudkan untuk memastikan bahwa skema-skema pensiun pemerintah memiliki tujuan-tujuan yang jelas, bebas dari benturan kepentingan, dan dioperasikan sedapat mungkin secara transparan.⁴⁸ Prinsip tersebut juga bertujuan untuk memastikan bahwa pihak pengelola skema-skema tersebut bertanggung jawab kepada para anggotanya atas keputusan mereka serta keberhasilan atau kegagalan dalam mencapai tujuan dari skema tersebut. Pendek kata, skema pensiun pemerintah harus dioperasikan sepenuhnya untuk kepentingan dari pihak yang menanggung beban dari kegagalan keuangan mereka. Prinsip-prinsip berikut ini merupakan praktik-praktik terbaik dalam hal tata

⁴⁸ Hal ini terkait erat dengan Carmichael and Palacios (2004).

kelola dan memberikan hal yang dapat dijadikan sebagai acuan untuk mempertimbangkan praktik-praktik terbaik yang ada saat ini dalam konteks Indonesia:

- Harus ada peran dan tanggung jawab yang jelas dalam dana pensiun yang bersangkutan. Peran, tujuan dan tanggung jawab yang jelas merupakan hal-hal yang sangat mendasar untuk transparansi (dan akuntabilitas). Tujuan harus ditetapkan oleh pemerintah — sebaiknya dalam bentuk undang-undang — beserta pernyataan yang jelas tentang janji-janji yang diberikan dan jaminan pemerintah yang dilibatkan.
- Undang-undang tentang pendirian lembaga pengelola harus menetapkan syarat-syarat yang tidak rancu yang akan menjadi dasar untuk pengangkatan dan pemberhentian anggota-anggota badan pengurus lembaga tersebut. Apapun bentuk badan hukumnya, para anggota badan pengurus lembaga pengelola tersebut harus berkerja dengan tanggung jawab fidusia terhadap para peserta skema tersebut, dan pertimbangan tersebut harus tercermin dalam ketentuan yang tepat tentang pengangkatan dan pemberhentian.
- Lembaga pengelola tersebut harus bebas dari campur tangan pemerintah dalam upaya untuk mencapai tujuan dan memenuhi tanggung jawabnya. Pemerintah harus menjaga jarak dari keputusan investasi yang diambil oleh pengelola dana pensiun.
- Proses untuk merumuskan dan melaksanakan kebijakan skema harus bersifat terbuka dan transparan. Kerangka kebijakan dan proses pelaksanaan harus diumumkan dan dijelaskan secara memadai.
- Pemerintah harus mengembangkan struktur pendelegasian wewenang yang diizinkan dalam skema tersebut. Hal yang paling penting adalah bahwa struktur pendelegasian wewenang tersebut harus dipertimbangkan masak-masak dan bersifat transparan bagi para pemangku kepentingan (stakeholder). Struktur pendelegasian wewenang harus menyatakan secara jelas letak tanggung jawab dalam hal terjadi pendelegasian. Tanggung jawab tersebut harus mencakup persyaratan jelas untuk badan pengurus untuk memantau dan mengkaji ulang wewenang yang didelegasikan.
- Lembaga pengelola harus diwajibkan — oleh undang-undang — untuk mengembangkan struktur dan proses tata kelola internal yang dirancang untuk meminimalisir korupsi, salah urus dan penipuan. Prosedur-prosedur tata kelola tersebut harus mencakup kewajiban untuk membentuk komite manajemen risiko dan audit dengan jalur pelaporan yang sesuai. Prosedur tersebut juga harus mencakup tata tertib untuk para staf dan eksekutif senior, yang merinci cara untuk mengatasi benturan kepentingan. Prosedur tersebut harus merinci peran dan tanggung jawab berbagai kelompok dalam lembaga tersebut (dewan pengurus, manajemen senior, komite audit, dan lain-lain) dan bagaimana mereka bertanggung jawab atas tindakan-tindakan mereka. Prosedur tersebut juga harus mencakup proses kendali mutu, dan mencakup persyaratan yang lengkap tentang dokumentasi, pengkajian ulang, dan audit untuk keputusan-keputusan investasi dan sistem pendukung teknologi informasi.
- Pemerintah harus mewajibkan agar lembaga pengelola tersebut diatur dan diawasi oleh lembaga yang sama yang bertanggung jawab untuk mengatur lembaga-lembaga penyedia jasa dana pensiun swasta dan, apabila sesuai, mematuhi standar-standar yang sama yang diterapkan pada lembaga-lembaga penyedia jasa dana pensiun swasta. Persyaratan ini bukan saja merupakan bagian dari tata kelola yang baik, tetapi persyaratan ini juga sesuai dengan tujuan untuk mengembangkan netralitas yang bersaing di setiap bagian dari sistem keuangan.

STRUKTUR

Sektor pensiun di Indonesia didominasi oleh empat jenis dana pensiun utama (lihat gambar 5.1). Jamsostek adalah dana pensiun yang dikelola pemerintah dan bersifat wajib di mana semua pengusaha dan karyawan sektor formal ikut serta. Taspen adalah dana pensiun yang dikelola

pemerintah untuk pegawai negeri.⁴⁹ Dua jenis dana pensiun yang dikelola oleh swasta — Dana Pensiun Pemberi Kerja dan dana pensiun lembaga keuangan — merupakan skema dana pensiun sukarela untuk karyawan-karyawan di sektor swasta (lihat tabel 5.1 tentang rangkuman program-program dan lembaga-lembaga utama di Indonesia).

Gambar 5.1: Tinjauan tentang Sistem Jaminan Sosial Indonesia

SKEMA	SKEMA UNTUK PEGAWAI PEMERINTAH Undang-undang No. 8/1974 tentang kebijakan pegawai negeri						SKEMA KARYAWAN SWASTA Undang-undang No. 14/1969 tentang peraturan dasar ketenagakerjaan				
KETENTUAN HUKUM	Angkatan Bersenjata Keputusan Presiden 8/1977			Pegawai Neegri Keputusan presiden 8/1977			JAMSOSTEK Undang-undang No. 3/1992				
PROGRAM	Purna karya P.P No. 67/1991	Pensiun Undang-undang No. 6/1966	Perawatan Kesehatan Keputusan MOD	Purna karya PP No. 25/1981	Pensiun Undang-undang No. 11/1969	Perawatan Kesehatan PP No. 69/1991	Kecelakaan kerja	Hari tua	Perawatan Kesehatan	Kematian	
IURAN KEUANGAN	Karyawan	3.25 %	4.75 %	2.00 %	3.25 %	4.75 %	2.00 %		2.00 %		
	Pemerintah / Pengusaha		APBN			APBN		0.24 % -1.74 %	3.70 %	3.0% -6.0 %	0.30 %
MANFAAT	Pembayaran Sekaligus (Lump sum) pada saat pensiun	Manfaat tunjangan hari tua untuk seumur hidup	Blaya berobat, rimahsakit, melahirkan & peralatan medis	Pembayaran Sekaligus (Lump sum) pada saat pensiun	Manfaat tunjanga hari tua untuk seumur hidup	Berbagai layanan perawatan kesehatan	Transportasi, dokter, obat, rumah sakit & cacat	Pembayaran sekaligus atas iuran ditambah bunga			
LEMBAGA	PT. Asabri P.P No. 68/1991	PT. Asabri	Rumah sakit tentara/ Askes	PT. TASPEN P.P No. 26/1981	PT. TASPEN	PT. Askes, P.P No. 6/1992	PT. Jamsostek, P.P No. 36/1995	PT. Jamsostek	PT. Jamsostek	PT. Jamsostek (pilihan)	PT. Jamsostek

Sumber: Kantor Organisasi Buruh Internasional (ILO), Jakarta, 2003.

Sebuah sistem pensiun nasional biasanya memiliki lima pilar yang bentuknya dapat berbeda-beda:⁵⁰

- Pilar Nol: Bantuan sosial tanpa iuran untuk masyarakat miskin berusia lanjut
- Pilar Pertama: Sistem pembayaran pada saat timbulnya kewajiban (pay-as-you-go) yang dikelola dan dibiayai oleh pemerintah yang menyediakan perlindungan penghasilan dasar
- Pilar Kedua: sistem rekening pribadi yang didanai dan bersifat wajib yang secara langsung menghubungkan iuran dengan manfaat
- Pilar Ketiga: tabungan pensiun pribadi dan kerja yang bersifat sukarela
- Pilar keempat: Dukungan keluarga dan antar generasi untuk penduduk berusia lanjut.

Berdasarkan Undang-undang No. 40 tahun 2004 tentang Sistem Jaminan Sosial Nasional, Pemerintah Indonesia menyediakan subsidi untuk masyarakat miskin, yang kurang lebih sama dengan pilar “nol”. Indonesia tidak memiliki pilar pertama, walau pun peran tersebut dapat

⁴⁹ Asabri adalah dana pensiun yang dikelola pemerintah untuk personal kepolisian dan angkatan bersenjata. Hanya sedikit informasi yang tersedia mengenai dana pensiun ini, walaupun dianggap sama dengan Taspen, meskipun dengan skala yang lebih kecil karena hanya mencakup karyawan dalam jumlah sedikit. Oleh karena itu, dana pensiun tersebut tidak dicakup secara intensif dalam laporan ini.

⁵⁰ Pilar-pilar yang pertama, kedua, dan ketiga dibahas dalam Bank Dunia (1994). Pilar nol dan pilar ke empat dibahas dalam Holzmann, Hinz, dan staf Bank (2005).

diemban oleh program pensiun yang diatur dalam Undang-undang No. 40. Jamsostek dapat dianggap sebagai pilar kedua, kecuali bahwa program ini menyediakan pembayaran sekaligus bukan pengganti penghasilan dan dikelola oleh sebuah badan usaha milik negara. Program-program pensiun yang terdaftar berdasarkan Undang-undang Pensiun No. 11 jelas-jelas sesuai dengan pilar ketiga dan terdiri dari program-program yang didirikan perusahaan dan pengaturan pribadi. Sama seperti masyarakat lainnya, Indonesia juga memiliki tradisi yang kuat dalam hal pemberian sokongan untuk orang lanjut usia oleh keluarga, yang dapat dianggap sebagai pilar keempat. Namun, kecenderungan-kecenderungan kependudukan dan kemasyarakatan yang terus berubah di Indonesia, sebagaimana yang terjadi di negara-negara lain, memberikan tekanan pada sejauh mana pilar ini dapat diandalkan untuk memberikan sokongan tersebut di masa yang akan datang.

Jamsostek

Jamsostek berfungsi sebagai skema tabungan jangka pendek dengan potongan pajak, yang berbeda dengan skema penghasilan pensiun jangka panjang yang merupakan tujuan awal pembentukannya dan sebenarnya Jamsostek memiliki potensi untuk menjalankan skema tersebut. Sebagai program jaminan sosial untuk karyawan sektor swasta, program jaminan hari tua (JHT) Jamsostek adalah kumpulan Dana Pensiun Pemberi Kerja yang membayar manfaat sekaligus pada saat pensiun atau pada saat pemutusan hubungan kerja lebih awal. Pengusaha dan karyawan memberikan iuran sebesar 5,7 persen untuk skema jaminan hari tua tersebut. Jamsostek menyediakan tiga program jaminan — jaminan kecelakaan kerja, jaminan kematian, dan jaminan perawatan kesehatan — selain program jaminan hari tua (program-program jaminan tersebut tidak dibahas secara rinci dalam laporan ini).

Struktur Jamsostek telah berubah seiring dengan berjalannya waktu. Mandat tersebut awalnya diberikan kepada suatu Yayasan yang berada di bawah Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi. Peraturan No. 33 tahun 1977 mengubah yayasan menjadi perseroan terbatas bernama Perum Astek, yang keuntungannya dibagikan oleh pemerintah dan modal yang disediakan oleh negara dalam jumlah terbatas. Kemudian, berdasarkan Peraturan No. 36 tahun 1995, Perum Astek berubah menjadi badan usaha milik negara bernama Jamsostek, dan diberikan monopoli untuk mengelola skema jaminan sosial berdasarkan Undang-undang no. 3 tahun 1992. Jamsostek dikelola oleh dewan komisaris dan dewan direksi (berdasarkan sistem dua dewan yang berlaku untuk semua perseroan terbatas di Indonesia). Seluruh anggota dari kedua dewan tersebut ditunjuk oleh pemerintah pusat, dan anggaran, laporan keuangan, serta laporan tahunannya juga harus disetujui oleh pemerintah pusat. Beberapa anggota dewan komisaris ditunjuk sebagai perwakilan karyawan dan pengusaha.

Jamsostek tidak tunduk pada Undang-undang Asuransi untuk program-program asuransinya atau pada Undang-undang Pensiun untuk program jaminan hari tuanya. Jamsostek tunduk pada peraturan pemerintah *ad hoc* di bawah pengawasan umum Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi (lihat gambar 5.2). Akan tetapi, PP No. 28 tahun 1996 menetapkan beberapa batasan yang berlaku untuk Jamsostek dan mengembalikan beberapa tugas pengawasan kepada Departemen Keuangan. Peraturan ini diganti pada tahun 2004 dengan PP 22, yang berisi ketentuan tentang pengaturan dan pelaporan yang diperluas yang secara langsung diinspirasi oleh undang-undang asuransi; PP tersebut memberikan peran pengawasan yang lebih luas kepada Departemen Keuangan tetapi tetap menempatkan Jamsostek di luar kerangka peraturan berdasarkan Undang-undang Pensiun dan Undang-undang Asuransi. Kantor Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara secara resmi merupakan pemegang saham dalam perusahaan tersebut. Jamsostek memberikan laporan tahunan kepada setiap pesertanya yang berisi neraca awal, perubahan pada neraca dan neraca akhir iuran serta hasil investasi.

Tabel 5.1: Uraian Dana Pensiun

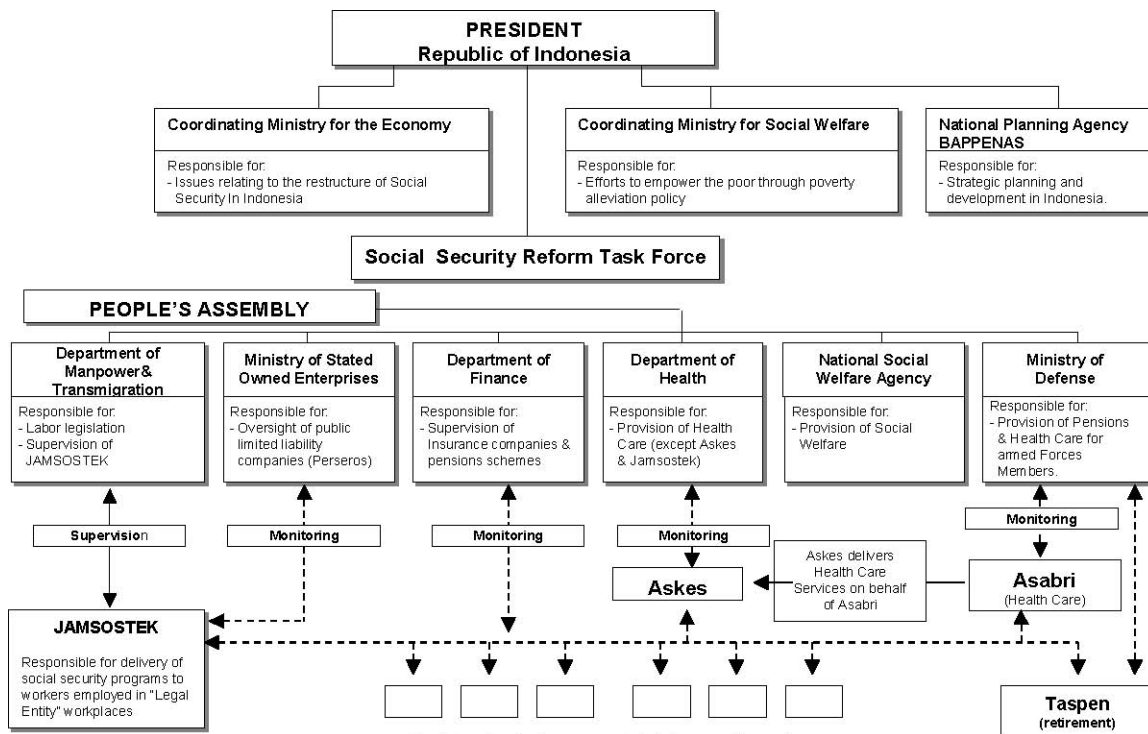
Uraian	Taspen	Jamsostek	Dana Pensiun Pemberi Kerja	Dana Pensiun Lembaga Keuangan
Jenis Dana Pensiun	Dana Pensiun untuk pegawai negeri	Jaminan sosial wajib untuk karyawan swasta	Sukarela	Sukarela
Cakupan	4,6 juta (hampir mendekati cakupan penuh)	6,9 juta (21 persen dari tenaga kerja formal)	1,8 juta karyawan (1.758 pengusaha)	800.000 karyawan (2.417 pengusaha)
Jumlah dana pensiun Total aset	1 Rp. 15,5 trilyun	1 Rp. 33,4 trilyun	271 Rp. 48,9 trilyun	21 Rp. 4,6 trilyun
Manfaat atau jenis pendanaan	Dibayarkan pada saat timbulnya kewajiban (pay-as-you-go)	Manfaat pasti untuk asuransi, iuran pasti untuk tabungan hari tua	265 dana pensiun manfaat pasti, 34 dana pensiun iuran pasti (Des 03)	luran pasti
Deposito bank sebagai % dari total aset	22	43	33	57
Laba investasi (persen)	10,7	10,4	10,4	7,3
Persentase biaya operasional dari manfaat	20	23	9.8	10.5
Tingkat pendanaan	Sangat rendah; menggunakan prinsip pay-as-you-go sejak tahun 2007-8	Pengusaha dan karyawan bersama-sama menanggung 5.7 persen iuran untuk skema jaminan hari tua	38 persen dana Pensiun didanai di bawah 80%	Didanai secara penuh

Sumber: Perkiraan Staf

Catatan: Data Keuangan dari 2004. Data yang diberi tanda * adalah data tahun 2003.

- 56 dana dari 149 dana pensiun manfaat pasti dilaporkan memiliki rasio didanai di bawah 80%. Yaitu tidak memiliki aset yang cukup untuk memenuhi kewajiban-kewajiban mereka.
- Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi menetapkan masalah-masalah kebijakan yang berkaitan dengan Jamsostek dan memegang kendali atas perusahaan ini, diawasi oleh Departemen keuangan.
- data tahun 2003

Gambar 5.2: Struktur Sistem Jaminan Sosial



Sumber: Organisasi Buruh Internasional (ILO), Jakarta 2003

Taspen

Taspen adalah dana pensiun untuk pegawai negeri dengan sistem pembiayaan pada saat timbulnya kewajiban (*pay-as-you-go*), di mana iuran yang dibayar oleh pemerintah sama dengan pembayaran manfaat saat ini dikurangi dengan iuran karyawan. Taspen memiliki dua program: program tunjangan hari tua (THT) dan program pensiun seumur hidup. THT adalah program iuran yang menggabungkan tabungan dengan asuransi jiwa, yang dibayarkan sekaligus pada saat pensiun atau kematian. Karyawan pada awalnya membayar iuran kepada program tersebut sebesar 3,25 persen dari gaji, tetapi rumusan manfaat diubah menjadi lebih kecil pada tahun 2001 setelah dilakukannya penyesuaian gaji besar-besaran. Program pensiun seumur hidup Taspen adalah program yang skalanya lebih besar dan mencakup semua pegawai negeri. Rumusan jumlah gaji akhir yang cukup besar yang diterapkan dana pensiun ini dapat memberikan pembayaran yang besarnya sampai 75 persen dari gaji terakhir selama seumur hidup, dengan santunan untuk ahli waris, yang kesemuanya ditentukan nilainya berdasarkan kenaikan gaji. Karyawan membayar iuran sebesar 4,75 persen dari gaji mereka. Pemerintah bertindak sebagai sumber pembayaran terakhir untuk semua program-program yang dikelola oleh Taspen.

Pemerintah juga memiliki peran yang besar dalam pembayaran manfaat. Sampai tahun 1993, pensiun dan manfaat-manfaat lain dibayarkan dari anggaran pemerintah pusat, dan iuran karyawan diakumulasi untuk membangun dana pensiun tersebut. Mulai tahun 1994, sebagian pembayaran diambil dari aset yang telah dikumpulkan tersebut, dan pemerintah menanggung sisa biayanya berdasarkan prinsip *pay-as-you-go*. Saat ini, iuran pemerintah ditetapkan sebesar 79 persen dari pembayaran, dan sisanya sebesar 21 persen diambil dari dana tersebut. Dengan cara seperti demikian, dana akan habis kira-kira pada tahun 2008, dan pemerintah akan mendukung secara penuh biaya *pay-as-you-go* dikurangi dengan iuran karyawan.

Taspen memiliki status hukum khusus. Walaupun program tunjangan hari tua adalah sejenis program asuransi, namun program tersebut tidak tunduk pada Undang-undang tentang Asuransi maupun Undang-undang tentang Pensiun. Taspen yang didirikan sebagai sebuah BUMN berdasarkan Keputusan Menteri No. 380/MP/1960, mengalami perubahan pada struktur hukumnya pada tahun 1982 menjadi perseroan terbatas berdasarkan PP No. 26 tahun 1981. Perseroan ini tidak tunduk pada kerangka hukum yang biasa dan tidak diwajibkan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban yang berlaku untuk program-program pensiun lainnya, seperti penggunaan kustodian, pemisahan aset dan penunjukan pengelola yang berbeda dari pendiri — yaitu, pemerintah sendiri — atau setiap persyaratan dana dan solvabilitas khusus. Walaupun bebas dari kerangka hukum biasa, Taspen tunduk pada gabungan peraturan, keputusan dan instruksi yang bersifat *ad hoc* dari Departemen Keuangan. Departemen Tenaga Kerja and Transmigrasi menetapkan usia pensiun minimum yang saat ini adalah 55.

Departemen Keuangan merupakan lembaga tunggal yang bertanggung jawab dalam hal peraturan dan pengawasan Taspen, walaupun Departemen Badan Usaha Milik Negara merupakan pemilik sahamnya (gambar 4.2). Taspen memberikan layanan pengelolaan tertentu seperti mengumpulkan iuran, memelihara *database*, dan membayarkan manfaat. Taspen dikelola oleh satu dewan komisaris dan dewan direksi. Pemerintah Indonesia mengangkat semua anggota dewan tersebut dan menyetujui anggaran, laporan keuangan dan laporan-laporan tahunan.

Program Pensiun Swasta

Dana Pensiun Pemberi Kerja (disebut juga program pensiun kerja, program pensiun otonomi, dan program pensiun swasta) adalah dana pensiun yang dibentuk oleh pemberi kerja untuk para karyawan. Dana pensiun tersebut dapat berupa program manfaat pasti atau program iuran pasti. Per tanggal 31 Desember 2003, terdapat 307 program pensiun pemberi kerja di Indonesia. Program-program tersebut merupakan cara konvensional untuk mendaftarkan peserta. Tidak seperti di beberapa negara lain, Undang-undang Pensiun Indonesia tidak memperbolehkan adanya program pensiun yang melibatkan banyak pemberi kerja atau program pensiun perhimpunan untuk wiraswastawan.⁵¹

Dana pensiun lembaga Keuangan (DPLK) merupakan program pensiun iuran pasti yang terbuka bagi karyawan dan wiraswastawan untuk mengumpulkan tabungan pensiun melalui dana pensiun yang mendapat perlindungan pajak dan tunduk kepada peraturan dan pengawasan pihak berwenang yang ditawarkan oleh suatu bank atau perusahaan asuransi.⁵² Per 31 Desember 2003, terdapat 31 DPLK di Indonesia. Dana pensiun pemberi kerja dan dana pensiun lembaga keuangan memiliki struktur yang hampir serupa, dan sebagian besar peraturan berlaku untuk kedua jenis dana pensiun tersebut, termasuk pembayaran anuitas yang bersifat pasti dan wajib pada saat pensiun.

Indonesia baru saja mengembangkan kerangka hukum formal untuk dana pensiun swasta. Karena pada awalnya didasarkan pada Ordonansi Dana Pensiun Belanda tahun 1926, tanpa adanya undang-undang khusus lain, program-program pensiun swasta memiliki berbagai bentuk:

⁵¹ Akan tetapi, undang-undang ini mengakui banyak pengusaha yang memiliki kaitan erat dengan konglomerat, tidak harus melalui afiliasi atau anak perusahaan, dan oleh karena itu memungkinkan pengusaha untuk bersama mensponsori suatu rencana. Karyawan dari pendiri bersama didaftarkan sebagai peserta, dan pendiri bersama harus mendelegasikan semua tanggungjawabnya kepada pendiri utama.

⁵² Maksud awal DPLK adalah untuk memberikan pertanggungjawaban kepada perorangan (yang dipekerjakan atau bekerja sendiri) yang tidak memiliki akses pada Dana Pensiun Pemberi Kerja dan menawarkan sarana kepada perorangan untuk mendapatkan manfaat pasti dengan pajak ditunda antara masa berakhir kerja dan masa usia pensiun. Akan tetapi, beberapa pengusaha telah mulai mendaftarkan karyawan mereka dalam DPLK sebagai peserta pribadi dan mendukung keikutsertaan mereka secara administratif melalui pemotongan gaji, seringkali membayarkan iuran atas nama mereka.

program-program pensiun didanai dan tidak didanai yang dikelola sendiri, kebijakan iuran kelompok, dan yayasan (berbentuk yayasan nirlaba berdasarkan hukum perdata), yang kebanyakan hanya menawarkan pembayaran sekaligus pada saat pensiun. Banyak badan usaha milik negara mengoperasikan program pensiun untuk karyawan mereka dengan menggunakan bentuk Yayasan. Undang-undang Pajak Penghasilan tahun 1984 memberikan insentif pajak yang disertai dengan keharusan untuk melakukan pendaftaran pada Departemen Keuangan, tetapi insentif ini jarang sekali dimanfaatkan. Tidak ada kerangka kerja yang bijaksana untuk program-program pensiun tersebut.

Undang-undang Pensiun no. 11 tahun 1992 merupakan kerangka hukum dasar untuk dana pensiun swasta di Indonesia. Undang-undang ini didasarkan pada prinsip “kebebasan untuk memberikan janji, kewajiban untuk menepatinya”—yaitu, walaupun pembentukan program pensiun bersifat sukarela, hak penerima manfaat harus dijamin. Tujuan utama departemen ketika mengajukan rancangan Undang-undang Pensiun “adalah untuk menetapkan hak peserta, menyediakan standar peraturan, yang dapat menjamin diterimanya manfaat-manfaat pensiun pada waktunya, untuk memastikan bahwa manfaat pensiun digunakan sebagai sumber penghasilan yang berkesinambungan bagi para pensiunan, untuk memberikan pengaturan yang tepat untuk dana pensiun, untuk mendorong mobilisasi tabungan dalam bentuk dana pensiun jangka panjang, dan untuk memastikan bahwa dana tersebut tidak ditahan dan digunakan oleh pengusaha untuk investasi-investasi yang mungkin berisiko dan tidak sehat, tetapi akan mengalir ke pasar-pasar keuangan dan tunduk pada persyaratan tentang penanggulangan risiko” (Cole dan Slade 1996). Tujuan-tujuan tersebut masih tetap berlaku sampai saat ini. Undang-undang tersebut menetapkan, antara lain, tugas, kewajiban, dan wewenang dewan pengawas, mewajibkan pemisahan tanggung jawab yang jelas antara anggota dewan pengawas dan pengelola, menganggap pengelola sebagai satu kesatuan badan hukum, dan menetapkan bahwa pengelola bertanggung jawab secara pribadi atas kerugian karena kelalaian dalam menjalankan tugas dan kewajiban.⁵³ Yayasan diberikan waktu satu tahun untuk melakukan penyesuaian terhadap undang-undang yang baru tersebut. Aktiva dan pasiva dipisahkan, dan sebuah badan baru dibentuk untuk mengelola aset dan pasiva untuk komponen pensiun. Undang-undang Pensiun yang baru secara umum mewajibkan dilakukannya perubahan terhadap program-program pensiun yang telah ada, khususnya, (a) pembayaran wajib dalam bentuk gaji bulanan seumur hidup, yang dilanjutkan dengan pensiun untuk suami/istri, yang mengharuskan adanya pembayaran anuitas dari akumulasi modal, bukan pembayaran sekaligus (*lump-sum*) dan (b) persyaratan pendanaan wajib, yang mengharuskan adanya pembayaran iuran yang ditetapkan berdasarkan perhitungan aktuarial kepada dana pensiun yang jelas dan pembayaran iuran-iuran yang telah ditetapkan.

Kerangka peraturan untuk dana pensiun swasta di Indonesia mencakup beberapa aspek penting, akan tetapi pajak tetap menjadi masalah. Kerangka kerja tentang kehati-hatian beroperasi berdasarkan Undang-undang No. 11 tahun 1992 dan dua peraturan pemerintah yang terkait: PP No. 76 untuk Dana Pensiun Pemberi Kerja dan PP No. 77 untuk DPLK. Kerangka kerja tersebut merupakan rangkaian keputusan yang terkait dengan masalah-masalah penting seperti persyaratan pendanaan dan kemampuan solvabilitas, peraturan investasi, perlakuan pajak, dan kualifikasi pengelola dana pensiun. Keputusan yang bertujuan untuk melindungi basis pajak dari pengikisan yang berlebihan menetapkan iuran dan manfaat maksimal. Serangkaian pembatasan berlaku untuk program-program pensiun iuran pasti yang dapat ditawarkan baik oleh pemberi kerja maupun lembaga keuangan. Serangkaian pembatasan lainnya berlaku untuk program-program pensiun manfaat pasti yang hanya dapat ditawarkan oleh pemberi kerja dengan

⁵³ Pasal 17, 12, 10, dan 21, Undang-undang No. 11/1992.

menggunakan rumusan pembayaran bulanan atau rumusan pembayaran sekaligus. Meskipun terdapat klarifikasi lebih lanjut, perpajakan tetap menjadi sumber masalah.⁵⁴

Rezim investasi adalah campuran antara peraturan "*prudent person*" yang berlaku di beberapa negara maju dan pedoman "preskriptif" yang berlaku di beberapa negara berkembang. Batasan terperinci tidak ditetapkan untuk masing-masing kelas aset, tetapi pembatasan secara keseluruhan diterapkan untuk mencapai diversifikasi risiko. Secara khusus, rezim tersebut menerapkan batas investasi maksimum sebesar 10 persen dari aset dana pensiun di setiap pihak dengan batas investasi internal sebesar 2 persen dalam satu unit tanah dan bangunan. Maksud dari batasan tersebut adalah agar dana pensiun memiliki strategi penarikan investasi yang fleksibel dan menghindari keadaan di mana dana pensiun merupakan pemegang saham mayoritas dalam suatu perusahaan. Para pendiri diwajibkan untuk memberikan arahan investasi tahunan yang menetapkan kebijakan investasi yang akan diikuti oleh pengelola dana pensiun. Di samping itu, persyaratan minimum juga ditetapkan untuk pedoman investasi, kebutuhan akan rencana investasi, kategori investasi yang memenuhi syarat (tidak termasuk investasi di luar negeri), aturan tentang benturan kepentingan, dan aturan tentang penilaian aset.

Dana pensiun swasta dianggap sebagai suatu badan hukum khusus menurut Pasal 3 Undang-undang Pensiun. Dana pensiun tersebut tidak berbentuk perseroan terbatas sehingga tidak harus memiliki dewan komisaris dan dewan direksi. Tata kelolanya didasarkan pada prinsip badan pengelola tunggal. Pasal 10 menetapkan bahwa badan pengelola sebagai pengurus adalah badan yang berbeda dari pendiri, yang memiliki kualifikasi yang sesuai dan bertanggung jawab penuh. Aset dana pensiun tidak dapat diklaim selain untuk manfaat-manfaat yang telah ditetapkan, dan sebuah badan hukum harus secara jelas bertanggung jawab atas pengurusan program pensiun tersebut. Kustodian harus memegang aset berdasarkan Pasal 30(5), dan *outsourcing* sarana dan personel, termasuk dari pendiri, diperbolehkan (Pasal 11). Pengurus, sebagai badan pengatur, memiliki tanggung jawab penuh dan menentukan strategi secara keseluruhan, rencana tindak utama, kebijakan tahunan, dan rencana usaha, menetapkan tujuan pelaksanaan, memantau pelaksanaan, dan mengawasi pengeluaran modal utama.

Pendiri maupun pengawas tidak boleh campur tangan dengan pelaksanaan program pensiun. Secara khusus, pendiri tidak dapat menentukan struktur organisasi maupun memilih atau menunjuk pengelola. Pengurus bertanggung jawab pada pendiri (pendiri), bukan pada dewan pengawas. Uji kelayakan dan kesesuaian hanya berlaku untuk pengurus, dan dewan pengawas tidak memiliki tanggung jawab hukum, tidak ada akuntabilitas, dan tidak ada tanggung jawab eksekutif maupun administratif, hanya kewajiban melaporkan dan memantau.

Dana Pensiun Pemberi Kerja dan DPLK diawasi dan diatur oleh Biro Dana Pensiun, yang berada dalam lingkungan Bapepam & LK. Suatu bank dapat memperoleh izin untuk mendirikan DPLK setelah mendapatkan persetujuan dari Bank Indonesia (Keputusan Menteri Keuangan no. 228/1993). Dalam hal ini, di samping Departemen Keuangan, Bank Indonesia juga dapat memeriksa kegiatan operasional DPLK milik bank tersebut sebagai pengawas sektor perbankan. Bank tersebut sendiri bertanggung jawab untuk memantau kegiatan operasi anak perusahaannya untuk memastikan pelaksanaan prinsip-prinsip kehati-hatian-kehati-hatian secara benar.

Biro Dana Pensiun mewajibkan dana pensiun untuk menyerahkan pernyataan pengurus, laporan keuangan, laporan investasi (termasuk posisi portofolio investasi, laba investasi, serta analisis

⁵⁴ Tentang masalah pendanaan dan solvabilitas, iuran bulanan normal harus mencakup biaya manfaat yang diperkirakan untuk tahun tersebut sesuai dengan metoda penilaian perkiraan, sementara defisit harus diamortisasi selama paling lama 15 tahun, kecuali untuk setiap defisit sebelum undang-undang, yang dapat diamortisasi selama jangka waktu berakhir tahun 2024. Akan tetapi, apabila aktiva suatu dana tidak memenuhi kewajiban solvabilitas, yang didefinisikan sebagai kewajiban pengakhiran, maka kesenjangan tersebut harus disusutkan pada jangka waktu lebih pendek yaitu hanya lima tahun.

dan penyingkapan), laporan aktuarial (hanya untuk Dana Pensiun Pemberi Kerja manfaat pasti), dan laporan teknis enam bulanan. Biro juga mewajibkan dana pensiun untuk menerbitkan laporan keuangan mereka yang telah diaudit di surat kabar dan menyerahkan rangkuman laporan investasi mereka kepada peserta satu bulan setelah menyerahkan laporan mereka kepada Biro Dana pensiun.

UKURAN DAN CAKUPAN

Sampai tahun 2004, industri dana pensiun Indonesia memiliki aset sebesar Rp.107,1 trilyun. Rp.53,4 trilyun (2,4 persen dari PDB) dari aset tersebut dikuasai oleh program pensiun swasta, Rp.33,4 trilyun (1,5 persen dari PDB) oleh program jaminan hari tua Jamsostek, dan Rp.15,5 trilyun (0,7 persen PDB) oleh Taspen (lihat tabel 5.2).

Tabel 5.2: Total Aset di Dana Pensiun, 2003 dan 2004 [dalam Rp. Trilyun kecuali dinyatakan lain]

Program	2003		2004	
	Jumlah	Persen PDB	Jumlah	Persen dari PDB
Askes	1,9	0,1	2,2	0,1
Asabri	2,2	0,1	2,6	0,1
Taspen	11,9	0,6	15,5	0,7
Taspen, Asabri, Askes	16,1	0,8	20,3	0,9
Jamsostek	26,9	1,3	33,4	1,5
Rencana swasta (UU No.1)	49,4	2,4	53,4	2,4
Total	92,4	4,5	107,1	4,7

Sumber: Bapepam & LK

Catatan: Angka tahun 2005 masih sedang disiapkan pada saat penerbitan laporan ini

Akan tetapi, industri dana pensiun tidak memberikan sumbangan kepada investasi jangka panjang (lihat tabel 5.3). Pada tahun 2004, 36,1 persen dari total aset dana pensiun diinvestasikan pada deposito bank. Dana pensiun memfokuskan pada instrumen-instrumen jangka pendek karena beberapa alasan. Pasar modal dan keuangan Indonesia menawarkan produk-produk menarik yang terbatas untuk investor-investor kelembagaan. Sebelum masa krisis, Indonesia tidak memiliki obligasi pemerintah dalam negeri. Oleh karena itu, investasi dalam simpanan di bank mulai dilakukan terutama karena tidak ada pilihan lain. Sejak krisis, jaminan menyeluruh atas simpanan bank dan hasil yang relatif tinggi merupakan faktor utama yang membuat investor-investor kelembagaan tetap aktif dalam pasar ini. Perkembangan pasar obligasi disertai dengan berkurangnya jaminan simpanan menyebabkan perpindahan secara bertahap dari deposito berjangka ke instrumen pasar modal. Hal ini menunjukkan bahwa dana pensiun akan tertarik untuk berinvestasi pada instrumen-instrumen yang tepat apabila tersedia.

Sebagai contoh, 5,3 persen dari aset total dana pensiun diinvestasikan dalam saham, angka yang cukup rendah untuk portofolio dana pensiun. Ada beberapa alasan yang dapat dipahami, termasuk tingkat transparansi yang memadai, penyingkapan informasi, dan tata kelola perusahaan, tidak adanya likuiditas; tingkat *free float* yang rendah; keterbatasan dasar keahlian di antara para manajer investasi; tidak adanya sumber daya yang memadai untuk pengaturan efek. Hambatan utama dana pensiun adalah kurangnya keahlian keuangan. Dengan demikian, penyesuaian kebijakan investasi perlu disertai dengan pelatihan dan pendidikan.

Industri dana pensiun Indonesia memiliki peluang yang cukup besar untuk tumbuh. Dibandingkan negara-negara lain di kawasan ini dan negara-negara maju, industri dana pensiun di Indonesia

cukup kecil ukurannya, bahkan memungkinkan untuk tingkat nasional.⁵⁵ Pada tahun 2003, keseluruhan aset pensiun Indonesia hampir mencapai 4,5 persen dari PDB, di mana kontribusi sektor swasta hanya sebesar 2,4 persen. Hal tersebut sebanding dengan pengalaman internasional berikut ini: pensiun swasta merupakan 27 persen dari PDB di Negara-negara OECD, 64 persen di Singapura, 17 persen di Hong Kong (Cina), dan 9 persen di Thailand (Angka 2002; lihat tabel 5.4).

Tabel 5.3: Penyebaran Aset-aset yang diinvestasikan dalam Dana Pensiun, 2004 [dalam Rp. Trilyun kecuali dinyatakan lain]

Jenis investasi	Dana pensiun swasta		Jamsostek		Taspen		Total	
	Jumlah	Total %	Jumlah	Total %	Jumlah	Total %	Jumlah	Total %
Simpanan	17,6	33,0	14,3	43,0	3,3	21,6	38,7	36,1
Obligasi	10,9	20,5	3,0	8,9	9,1	58,9	24,0	22,4
Perusahaan								
Obligasi	11,4	21,4	11,1	33,1	0,0	0,0	22,5	21,0
Pemerintah								
Saham	2,5	4,7	3,2	9,5	0,0	0,1	5,7	5,3
Real Estate	2,4	4,5	0,6	1,9	0,0	0,0	3,1	2,8
Reksadana	2,8	5,2	0,3	0,8	0,0	0,0	3,1	2,9
Lainnya	3,5	6,5	0,1	0,3	0,0	0,0	3,6	3,3
Total aset diinvestasikan	51,1	95,7	32,5	97,4	12,5	80,6	100,6	93,9
Aset lain	2,3	4,3	0,9	2,6	3,0	19,4	6,5	6,1
Total aset	53,4	100,0	33,4	100,0	15,5	100,0	107,1	100,0

Sumber: Bapepam & LK

Catatan: Yang lain termasuk investasi langsung, sertifikat Bank Indonesia, sertifikat deposito, surat kredit (L/C), dan unit.

Struktur sistem pensiun di suatu negara secara keseluruhan memiliki peran penting dalam menentukan aset-aset yang diakumulasi. Apabila Negara menyediakan pensiun yang besar, terdapat sedikit permintaan untuk pensiun swasta. Selain itu, apabila pembiayaan dengan sistem pembayaran pada saat timbulnya kewajiban (*pay-as-you-go*), aset-aset yang diakumulasi rendah (lihat tabel 5.5). Perancis, Jerman dan Italia memiliki tingkat aset pensiun yang sangat rendah, tetapi perbedaan yang penting adalah bahwa angka tersebut rendah di Indonesia karena sedikitnya pensiun yang dijanjikan; bukan karena pembiayaan berdasarkan pada prinsip *pay-as-you-go*.

Cakupan sistem pensiun Indonesia juga rendah, artinya sedikit angkatan kerja yang terdaftar dalam sistem pensiun. Dari keseluruhan total sektor tenaga kerja formal (tidak termasuk pegawai negeri) yang berjumlah 33 juta orang—yang semuanya secara teknis seharusnya ikut serta—hanya 6,9 juta karyawan (kira-kira 21 persen) yang terdaftar di Jamsostek. Bahkan lebih sedikit yang menyumbang dan banyak yang menarik tabungan mereka secara sekaligus (*lump sum*) pada setiap pergantian kerja, yang secara efektif mengurangi tabungan pensiun mereka. Cakupan pegawai negeri tinggi, karena Taspen memiliki cakupan hampir 100 persen dari sekitar 4,6 juta pegawai negeri. Pada tahun 2003 dana pensiun karyawan dan DPLK mencakup masing-masing 1,8 juta dan 0,8 juta karyawan (lihat tabel 5.6 dan 5.7). Oleh karena itu, dari total angkatan kerja sektor formal yang berjumlah 33 juta, kira-kira 43 persen terdaftar pada sistem pensiun. Dari jumlah total pekerja aktif yang berjumlah 104 juta, hanya 14 persen yang memiliki akses pada sistem pensiun.

⁵⁵ Sulit membandingkan aktiva-aktiva pensiun di seluruh negara karena sedikitnya statistik, struktur dan definisi yang tidak seragam, dan ruang lingkup industri yang bermakna ganda.

Tabel 5.4: Aset Program Pensiun Swasta di Beberapa Negara Terpilih, 2001 dan 2002

Negara atau daerah	Aset [AS\$ milyar]		Persen PDB		Persen kapitalisasi pasar	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Swis	269,0	335,6	109,4	125,5	43,0	61,4
Belanda	407,1	417,0	106,0	99,6	81,3	103,3
Inggris	1.048,6	-	73,3	-	48,4	-
Amerika Serikat	6.667,3	5.934,3	66,3	56,9	48,2	53,7
Kanada	365,6	345,0	51,9	47,6	59,8	60,5
Perancis	51,4	95,4	3,6	4,0	4,4	9,8
Jerman	62,6	75,5	3,4	3,8	5,8	11,0
Italia	19,4	24,2	1,8	2,0	3,7	5,1
OECD	7.991,1	7.407,2	25,8	27,0	32,9	39,1
Wilayah Euro	641,5	736,1	12,3	13,4	20,0	30,1
Singapura	-	56,5	-	63,9	-	55,3
Hongkong (Cina)	24,5	27,7	15,0	17,1	4,8	6,0
Thailand	8,7	10,2	7,5	8,6	24,1	22,5
Indonesia	3,2	4,4	2,0	2,2	14,1	14,8

Sumber: Proyek Statistik Pensiun Global OECD. Catatan: Angka untuk ukuran aset adalah angka total investasi. – Tidak ada

Tabel 5.5: Cadangan Dana Pensiun di Beberapa Negara Terpilih

Didanai sebagian, manfaat pasti	Dikelola secara terpusat, iuran pasti (dana hemat)	Dikelola secara swasta, iuran tetap
Negara % PDB	Negara % PDB	Negara atau ekonomi % GDP
Republik Arab Mesir 33,1	Malaysia 55,7	Swis 117,0
Swedia 32,0	Singapura 55,6	Belanda 87,3
Jepang 25,0	Sri Lanka 15,2	Inggris 74,7
Yordania 16,9	Kenya 12,1	Australia 61,0
Mauritius 13,1	Tanzania 9,4	Chili 45,0
Filipina 11,2	Swis 6,6	Denmark 23,9
Gambia 11,1	India 4,5	Argentina 3,0
Kanada 11,0	Nepal 4,0	Kolombia 2,9
Belize 10,5	Indonesia 2,8	Peru 2,1
Ghana 9,4	Brunei 2,4	Polandia 1,1
Maroko 8,7	Zambia 0,7	Uruguay 1,0
Swis 7,1	Uganda 0,6	Bolivia 1,0
Republik Korea 7,0		Meksiko 0,5
Tunisia 6,9		Kazakhstan 0,5
Swaziland 6,6		Hungaria 0,4
Yamaika 5,7		El Salvador 0,3
Kosta Rika 5,4		Kroasia 0,0
Amerika Serikat 5,0		Swedia 0,0
Yaman 4,0		Hongkong (RRC) 0,0
Honduras 3,5		
Senegal 1,6		
Ethiopia 1,4		
Aljazair 1,2		
Chad 0,5		
Namibia 0,4		
Paraguay 0,4		

Sumber: Palacios dan Pallares 2000

Tabel 5.6: Aset Dana Pensiun di Beberapa Negara Terpilih, 2003

Negara	Jumlah pekerja aktif (dalam juta)	PDB (AS\$ milyar)	Persentase aset dari PDB	Aset Pensiun	Aset Pensiun per pekerja aktif (AS\$)
Indonesia	104,0	239	4,5	11	104
Malaysia	10,4	105	57,1	60	5.769
Filipina	35,6	80	-	-	-
Thailand	36,7	143	8,4	12	327
Australia	10,1	506	75,1	380	37.749
Kanada	16,7	867	48,0	416	24.926
Jepang	65,8	4.429	19,0	842	12.796

Sumber: Perkiraan staf. Catatan: Mencakup semua aset pensiun, baik umum maupun swasta. — Tidak ada

Tabel 5.7: Ukuran Dana pensiun Indonesia, 2001-4 (Rp. Trilyun kecuali dinyatakan lain)

Jenis dana	Jumlah dana	Aset	Jumlah pengusaha	Jumlah peserta	Iuran normal
Dana Pensiun Pemberi Kerja					
2001	314	33,4	2.011	1,1	-
2002	314	38,2	1.696	1,1	1,6
2003	307	45,6	1.758	1,8	2,1
2004	271	48,9	-	-	-
Dana pensiun lembaga keuangan					
2001	29	1,4	1.171	0,5	-
2002	31	2,5	1.891	0,6	0,8
2003	31	3,9	2.417	0,8	1,1
2004	21	4,5	-	-	-
Semua dana					
2001	343	34,9	3.182	1,5	-
2002	345	40,7	3.587	1,7	2,4
2003	338	49,4	4.175	2,6	3,3
2004	292	53,4	-	-	-

Sumber: Bapepam & LK

— Tidak ada

KINERJA DAN KESINAMBUNGAN

Metrik kinerja yang umum, seperti laba investasi dan biaya administrasi, sulit untuk didapatkan di Indonesia untuk hampir setiap jenis dana pensiun. Meskipun demikian, bagian ini menghimpun dan menganalisis informasi dari berbagai sumber untuk mendapatkan pemahaman tentang kinerja berbagai komponen sistem.

Jamsostek

Biaya operasi Jamsostek—12 persen dari iuran yang diterima atau 23 persen dari manfaat yang dibayarkan pada tahun 2004—sangat tinggi. Kinerja Jamsostek dalam pengumpulan dan administrasi berada di bawah standar, yang menyebabkan biaya administrasi yang tinggi dan rendahnya mutu layanan selama sebagian besar riwayatnya. Dari tahun 1999 sampai 2004, hanya terdapat sedikit peningkatan dalam hal tingkat biaya operasi dan tingkatan pada tahun 2004 masih sangat tinggi. (lihat tabel 5.8).

Di samping biaya operasi yang tinggi, Jamsostek memiliki biaya-biaya lain yang menaikkan total biaya dalam pemberian manfaat. Dalam hal total biaya sebagai bagian dari manfaat, rasio pengeluaran Jamsostek hampir 60 persen pada tahun 2003, jauh lebih tinggi dari pada rasio pengeluaran pada sistem-sistem yang serupa (lihat tabel 5.9).⁵⁶ Banyak sistem bekerja dengan rasio pengeluaran di bawah 10 persen, dan bahkan Chili, yang dianggap sebagai sistem yang sangat mahal karena menawarkan opsi dan memungkinkan dana bersaing untuk peserta, memiliki rasio pengeluaran kurang dari 25 persen. Kanada, sebagai contoh, memiliki total biaya administrasi di bawah 2 persen dari manfaat, dan tingkat ini menurun.⁵⁷ Jelas, satu penyebab dari rasio pengeluaran yang tinggi tersebut adalah fakta bahwa Jamsostek diperlakukan seperti perusahaan milik Negara lain; membayar pajak atas laba investasinya dan membayar dividen

⁵⁶ Terdapat banyak cara untuk mengukur biaya, namun tolok ukur yang digunakan di sini didasarkan pada manfaat, yang merupakan produk Jamsostek dan inti dari tujuannya. Dalam hal tolok ukur manfaat, badan ini tampak meningkat dalam kinerjanya apabila dapat membayar manfaat-manfaat yang lebih tinggi untuk premium-premium atau iuran yang sama.

⁵⁷ Di Kanada, iuran dikumpulkan melalui sistem laporan pajak pendapatan dan sehingga kepatuhan dapat dipastikan melalui mekanisme penegakan pajak. Program pensiun Kanada dibebankan untuk biaya pengumpulan marjinal dan untuk biaya pelaksanaan khusus serta untuk pengeluaran-pengeluaran administratif lainnya.

kepada pemerintah dari labanya. Untuk tahun fiskal 2003 dan 2004, Jamsostek dilaporkan secara tidak resmi telah membayar dividen kepada Pemerintah sekitar masing-masing Rp.337 dan 105 milyar (25 persen dari pendapatannya). Dividen hanya terdapat dalam Jamsostek dan tidak terdapat dalam sistem-sistem lainnya.⁵⁸ Selain itu, pajak dan dividen yang dibayar Jamsostek tidak dilaporkan secara jelas sehingga sulit untuk menilai sifat sebenarnya dari struktur biaya secara keseluruhan.

Laba Jamsostek yang diperoleh dari aset yang diinvestasikan adalah 12,9 persen untuk tahun 2003 dan 10,4 persen untuk tahun 2004. Laba tersebut berada di atas tingkat inflasi tahunan rata-rata dan suku bunga rata-rata bulanan simpanan; akan tetapi, apabila dibanding dengan hasil dari efek-efek pemerintah, seperti hasil SBI 1 bulan sebesar 11,7 tahun 2003 dan 10,7 pada tahun 2004, kinerja laba investasi Jamsostek tidak terlalu mengesankan (lihat tabel 5.9).

Laba investasi yang tidak memadai serta rasio-rasio pengeluaran yang sangat tinggi menunjukkan bahwa peserta Jamsostek menerima laba yang kecil atas iuran, yang menerangkan kesulitan yang dimiliki Jamsostek dalam meningkatkan tingkat cakupannya. Sehingga, Jamsostek tidak hanya telah menarik aset jauh dari rencana-rencana swasta dengan bersaing untuk mendapatkan iuran, tetapi, dengan memberikan citra yang buruk tentang program-program pensiun, juga tidak mendorong pengembangan rencana-rencana swasta baru.

Tabel 5.8: Biaya operasi Jamsostek, 1999-2004 (Rp. Milyar)

Indikator	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Iuran yang diterima	1.926,6	2.468,7	3.345,4	4.245,9	4.916,5	5.483,7
Pembayaran klaim	1.052,0	1.102,2	1.307,8	1.692,0	2.057,6	2.872,4
Pengeluaran operasi	285,5	232,9	279,1	379,7	517,2	650,2
Persentase pengeluaran operasi dari iuran yang diterima	14,8	9,4	8,3	8,9	10,5	11,9
Manfaat	27,1	21,1	21,3	22,4	25,1	22,6

Sumber: Laporan keuangan Jamsostek

Tabel 5.9: Total Rasio Pengeluaran dan Laba Investasi untuk Jamsostek (Rp. Milyar)

Indikator	2003	2004
Total aset yang diinvestasikan	26.907,3	32.530,2
Pendapatan investasi	3.480,1	3.371,8
Manfaat	2.057,5	2.872,4
Laba atas total aset yang diinvestasikan	12,9	10,4
Hasil SBI 1 bulan (persen)	11,7	10,7
Suku bunga deposito 1 bulan bank (persen)	9,6	6,2
Inflasi tahunan rata-rata	6,8	6,1
Pengeluaran operasi	517,2	650,2
Pengeluaran investasi	150,7	116,8
Pengeluaran operasi dan investasi	667,9	533,4
Persentase Pengeluaran operasi dan investasi dari manfaat	32,5	22,6
Beban lain		
Pajak	3,7	Tidak tersedia
Dividen	336,5	105,0
PUKKA	9,8	Tidak tersedia
DPKPb	211,2	Tidak tersedia
Total beban lain	561,3	Tidak tersedia
Persentase beban lain dari manfaat	27,3	Tidak tersedia
Persentase total pengeluaran dan beban lain dari manfaat	59,7	Tidak tersedia

Sumber: Laporan Tahunan Jamsostek tahun 2003, 2004

a. Dana untuk Pengembangan Badan Usaha Kecil.

b. DPKP menyediakan pinjaman bergulir, subsidi perumahan, dan hibah untuk pelayanan medis; bukan merupakan program Jamsostek.

⁵⁸ Berdasarkan undang-undang jaminan sosial yang baru, Jamsostek akan menjadi suatu badan nirlaba dan bebas pajak.

Taspen

Rasio pengeluaran Taspen juga tinggi untuk cakupan fungsi-fungsi sangat terbatas yang dilaksanakannya. Biaya operasinya kira-kira sebesar 20 persen dari manfaat (lihat tabel 5.10).⁵⁹ Dengan tidak adanya alokasi biaya yang benar, hampir tidak mungkin untuk menghubungkan biaya dengan suatu program atau fungsi tertentu, tetapi tampak bahwa berdasarkan struktur biaya saat ini, program THT mensubsidi program pensiun.

Laba Taspen dari aset-aset yang diinvestasikan adalah 14,6 pada tahun 2003 dan 11 persen pada tahun 2004. Angka-angka tersebut berada di atas tingkat inflasi tahunan rata-rata dan suku bunga simpanan bulanan rata-rata; akan tetapi, apabila dibanding dengan hasil dari efek-efek pemerintah, seperti hasil SBI 1 bulan yang sebesar 11,7 tahun 2003 dan 10,7 tahun 2004, Laba investasi Taspen tidak jauh lebih baik dari portofolio yang diinvestasikan pada efek-efek pemerintah jangka pendek yang likuid (lihat tabel 5.10).

Taspen memiliki 2.071 karyawan pada tahun 2004 dan mengoperasikan 40 cabang di seluruh Indonesia serta 4.000 titik layanan bekerjasama dengan bank-bank dan kantor pos. Perbedaan-perbedaan yang penting antara struktur operasi Taspen dan struktur sistem layanan umum lainnya menjelaskan mengapa biaya operasinya tinggi. Sebagai contoh, iuran-iuran pegawai negeri tidak ditahan secara terpusat di sumber tetapi didistribusikan ke masing-masing pemerintah dan harus dikembalikan oleh Taspen, yang menyebabkan keterlambatan, kesalahan pencatatan, dan biaya tambahan. Pihak yang mengklaim manfaat mengirim formulir-formulir ke banyak kantor di seluruh daerah; bukannya ke satu kantor pusat, sehingga menciptakan peluang korupsi. Taspen juga memiliki struktur perusahaan yang kompleks yang seharusnya dapat disederhanakan.

Tabel 5.10: Kinerja Taspen, 2000-4 (Rp. milyar)

Indikator	2000	2001	2002	2003	2004
Total investasi aset	5.876	7.239	8.857	10.819	12.511
Pendapatan investasi	673	1.068	1.452	1.575	1.376
Persentase pendapatan dari total investasi aset	11,5	14,8	16,4	14,6	11,0
Hasil SBI 1 bulan (persen)	Tidak tersedia	Tidak tersedia	Tidak tersedia	11,7	10,7
Suku bunga deposito 1 bulan bank (Persen)	11,2	14,5	14,4	9,6	6,2
Inflasi tahunan rata-rata	3,8	11,5	11,9	6,8	6,1
Iuran	543	1.375	1.391	1.683	1.699
Manfaat	691	755	977	1.079	1.389
Pengeluaran operasi	124	1.349	169	347	272
Persentase pengeluaran operasi dari iuran	22,8	98,1	12,1	20,6	16,0
Manfaat	17,9	178,7	17,3	32,2	19,6

Sumber: Laporan keuangan yang telah diaudit

Utang pensiun implisit di Indonesia timbul karena kewajiban yang tidak didanai berdasarkan Taspen dan Asabri. Tidak ada penilaian resmi tentang kewajiban dari rencana-rencana ini. Lebih penting lagi, tidak ada pelaporan yang transparan tentang biaya dari program-program tersebut, dan utang pensiun pemerintah tidak diakui dalam neraca keuangannya. Taspen memproyeksikan kewajiban yang tidak didanai (*unfunded liabilities*) adalah sebesar Rp.300 trilyun (kira-kira 11 persen dari PDB). Jumlah tersebut belum dikonfirmasi lagi melalui perhitungan aktuaris independen (Martineau dan Guerard 2005).

⁵⁹ Iuran atau tindakan berdasarkan aktiva menjadi tidak berarti karena pemerintah membayar bagiannya dari anggaran tersebut.

Rencana Swasta

Dalam hal biaya operasi, rencana-program pensiun swasta beroperasi secara lebih efisien dari pada rekanannya yang lebih besar yang dikelola pemerintah. Pada tahun 2003, pengeluaran operasional program pensiun swasta adalah 9,9 persen dari manfaat, dibandingkan dengan 23 persen untuk Jamsostek dan 20 persen untuk Taspen (lihat tabel 5.11).

Tabel 5.11. Kinerja Rencana-program pensiun Swasta, 2003-4 (Rp milyar)

Indikator	2003			2004		
	Dana Pensiun Pemberi Kerja	Program pensiun lembaga keuangan	Total	Dana Pensiun Pemberi Kerja	Program pensiun lembaga keuangan	Total
Aset	45.551	3.897	49.448	48.862	4.579	53.441
Total investasi	43.409	3.816	47.225	46.619	4.511	51.130
Iuran	4.290	1.147	5.437	Tidak tersedia	Tidak tersedia	Tidak tersedia
Manfaat	2.931	353	3.284	Tidak tersedia	Tidak tersedia	Tidak tersedia
Pengeluaran operasi	288	37	325	290	43	333
Hasil investasi	4.949	378	5.327	4.866	329	5.195
Laba atas investasi	11,4	9,9	11,3	10,4	7,3	10,2
Hasil SBI 1 bulan (%)	11,7	11,7	11,7	10,7	10,7	10,7
Suku bunga deposito 1 bulan bank (%)	9,6	9,6	9,6	6,2	6,2	6,2
Inflasi rata-rata tahunan	6,8	6,8	6,8	6,1	6,1	6,1
Persentase pengeluaran operasional dari aset	0,6	0,7	0,7	0,6	0,9	0,6
Iuran	6,7	6,0	6,0	Tidak tersedia	Tidak tersedia	Tidak tersedia
Manfaat	9,8	9,9	9,9	Tidak tersedia	Tidak tersedia	Tidak tersedia

Sumber: Bapepam & LK

Dalam hal laba atas investasi, laba dari rencana-program pensiun swasta adalah sebesar 11,3 persen pada tahun 2003 dan 10,2 persen pada tahun 2004. Kinerjanya hampir sama dengan laba atas laba investasi Taspen dan Jamsostek dan sebanding dengan tolok ukur pemerintah yaitu hasil SBI 1 bulan. Hal ini menyiratkan bahwa rencana-program pensiun swasta melaksanakan strategi-strategi investasi yang sama dengan pihak rekanan mereka yang dikelola pemerintah, tetapi masih lebih menarik karena dapat mencapai hasil yang sama dengan biaya operasi yang lebih kecil meskipun ukurannya yang lebih kecil.

Sementara DPLK dan Dana Pensiun Pemberi Kerja dengan iuran pasti secara penuh didanai menurut definisi, beberapa Dana Pensiun Pemberi Kerja dengan manfaat pasti menghadapi kekurangan dana.⁶⁰ Berdasarkan laporan-laporan tahun 2003, 78 dari 149 dana manfaat pasti (52 persen) melaporkan rasio pendanaan antara 80 dan 120 persen, 15 dana melaporkan rasio pendanaan di atas 120 persen, sementara sisanya melaporkan rasio pendanaan di bawah 80 persen, dengan 5 persen melaporkan rasio pendanaan di bawah 40 persen.

Badan pengatur mengklasifikasikan dana pensiun ke dalam tiga tingkat pendanaan: (a) tingkat 1: aset sama dengan atau lebih besar dari kewajiban, (b) tingkat 2: aset lebih kecil dari kewajiban yang terutang tetapi sama atau lebih besar dari kewajiban solvabilitas, dan (c) tingkat 3: aset lebih kecil dari pada kewajiban untuk melunasi utang. Dana pensiun pada tingkat 1 berada dalam keadaan surplus, sementara dana dalam dua kategori lain harus membayar iuran-iuran khusus, selain iuran-iuran yang biasa, untuk menyusutkan defisit mereka.⁶¹ Pada akhir tahun 2002,

⁶⁰ Karena biasa bagi dana manfaat pasti untuk berubah antara posisi surplus dan defisit, beberapa kekurangan dapat diterima untuk sementara.

⁶¹ Kewajiban solvabilitas serupa dengan kewajiban untuk manfaat-manfaat yang harus dibayarkan apabila rencana diakhiri pada tanggal pelaporan. Sebagai contoh, kewajiban-kewajiban mencerminkan perkiraan kenaikan gaji di masa

berdasarkan pada laporan-laporan perkiraan yang mencakup 132 dari 277 Dana Pensiun Pemberi Kerja, 37 persennya berada dalam keadaan surplus —yaitu, 63 persen pada tingkat 1 dan selebihnya dalam keadaan defisit, terpisah antara 24 persen pada tingkat 2 dan 39 persen pada tingkat 3. Total surplus dalam 48 dana pada tingkat 1 berjumlah Rp.1,3 trilyun, sementara total defisit untuk 84 dana pada tingkat 2 dan 3 berjumlah Rp 5,4 trilyun.

MASALAH DAN HAMBATAN-HAMBATAN PENGEMBANGAN

Masalah utama yang menghambat pengembangan tiap-tiap jenis dana pensiun utama disajikan di bawah ini, mulai dengan dana yang dikelola pemerintah kemudian ke dana swasta.

Jamsostek

Jamsostek berpotensi untuk menyediakan jaminan sosial yang sebenarnya kepada karyawan-karyawan di sektor swasta dan memobilisasi sumber daya domestik jangka panjang. Akan tetapi, sebelum dapat merealisasikan potensi ini, masalah-masalah utama dalam pengelolaannya harus ditangani. Jamsostek lemah dalam tiga bidang yang sangat penting untuk keberhasilan pelaksanaan skema jaminan sosial: pendaftaran, pengumpulan dan pencatatan iuran; serta pengelolaan dan pembayaran manfaat. Lemahnya pendaftaran diakibatkan karena kurangnya penegakan undang-undang yang mengamankan iuran-iuran swasta pada Jamsostek. Selain itu, buruknya kinerja Jamsostek mengarah pada penghindaran besar-besaran dan sedikitnya insentif untuk mematuhi. Pencatatan iuran tidak efisien, tidak akurat, dan, dalam banyak kasus, tidak terbaru. Penyebab utama dari kelemahan ini adalah bahwa pengelolaan tersebut tidak fokus pada kebutuhan untuk menggunakan teknologi-teknologi modern. Semua upaya untuk memecahkan permasalahan tidak dikelola dengan baik dan dangkal, yang akhirnya menambah permasalahan bukannya memecahkan masalah. Juga tampak kurangnya pengalaman dan pengetahuan pengelolaan, yang mungkin disebabkan oleh kebijakan rekrutmen, peningkatan keahlian dan promosi.

Kelemahan dan kekurangan sistem-sistem pendaftaran dan pencatatan telah mempengaruhi sistem pembayaran manfaat. Pembayaran terlambat, dan pengendalian tidak memadai untuk memberikan perlindungan yang diminta untuk berjaga-jaga; sebagai hasilnya pembayaran kepada pihak-pihak ketiga yang memberikan layanan kepada karyawan tidak dikelola dengan baik. Pada intinya, administrasi yang buruk atas skema-skema dan pengelolaan yang lemah, ditambah dengan kelemahan dalam pelaksanaan dan kebocoran dari penarikan-penarikan awal setelah keikutsertaan selama lima tahun, telah mengakibatkan kurang efektifnya cakupan atas pengusaha dan karyawan, tingkat kelalaian yang tinggi, perlindungan yang tidak memadai atas pihak-pihak yang ditanggung, dan kegagalan Jamsostek mencapai tujuan-tujuan yang dimaksudkan oleh amendemen undang-undang tahun 1992.

Jamsostek juga perlu memperkuat sistem-sistem pengelolaan risiko dan sumber daya manusianya. Pengelolaan portofolio efek yang besar, seperti yang dilakukan Jamsostek, membutuhkan pengembangan dan pelaksanaan prosedur-prosedur yang menyeluruh untuk memantau dan mengendalikan sifat, ciri dan mutu dari portofolio tersebut, besaran risiko yang ditanggungnya, serta laba atas risiko tersebut, dengan menggunakan tolok ukur. Jamsostek tidak memiliki kendali prosedural yang jelas untuk memastikan bahwa kegiatan-kegiatan investasi dipantau secara terus menerus terhadap kebijakan dan batasan risiko. Jamsostek belum

datang dalam program manfaat pasti rata-rata akhir, namun kewajiban solvabilitas hanya mencerminkan akumulasi manfaat pada tingkat gaji saat ini dengan pemberian segera. Oleh karena itu, kewajiban solvabilitas biasanya jauh lebih kecil dari kewajiban yang harus dibayarkan.

mengembangkan mekanisme untuk menentukan profil jatuh tempo kewajiban-kewajibannya sebagai dasar untuk menentukan jangka waktu aset-asetnya, meskipun penyesuaian aset dan kewajiban menjadi pertimbangan yang semakin penting ketika dana jatuh tempo. Jamsostek juga tidak memiliki kebijakan yang jelas untuk mengoptimalkan alokasi sumber daya manusia. Sumber daya manusia adalah dan akan tetap menjadi hal yang paling penting untuk memastikan pemberian layanan kepada nasabahnya secara efektif, konsisten dan efisien.

Kekurangan Jamsostek telah diketahui oleh para pembuat kebijakan selama beberapa tahun. Akan tetapi, tindakan yang dilakukan sejauh ini terbatas. Pemerintah perlu mengetahui bahwa tidak adanya tindakan oleh pihaknya menyebabkan biaya yang besar; khususnya, mengingat sasaran pemerintah dalam memobilisasi sumber daya dalam negeri jangka panjang. Jamsostek yang ditangani dengan baik dapat menjadi instrumen yang terbaik untuk mencapai tujuan ini, tetapi hal ini akan mendapat tantangan dari pihak-pihak yang memiliki kepentingan melekat yang lebih menyukai status *quo*.

Taspen

Pemerintah menghadapi dua masalah utama berkaitan dengan sistem pensiun pegawai negeri, yaitu pengelolaan biaya fiskal dari skema yang ada dan peranan serta struktur Taspen dalam mengelola skema tersebut. Program-program pensiun dan hari tua untuk pegawai negeri melibatkan biaya dan kewajiban yang besar serta risiko keuangan bagi pemerintah. Rencana manfaat pasti tidak dibiayai dengan baik sesuai dengan janji-janji manfaat dan memiliki arus kas negatif yang besar. Audit kinerja yang dilakukan untuk Departemen Keuangan tahun 2003 menyimpulkan bahwa tidak terdapat perkiraan-perkiraan yang dapat diandalkan untuk biaya dan kewajiban program-program pensiun dan tabungan. Taspen memproyeksikan bahwa kewajiban yang tidak didanai (*unfunded liabilities*) adalah sebesar Rp.300 trilyun (sekitar 11 persen dari GDP). Keadaan keuangan sebenarnya dari kedua program tersebut tetap tidak jelas, dan tidak terdapat jalur pembiayaan yang jelas. Program-program tersebut memiliki implikasi terhadap kebijakan fiskal serta terhadap anggaran, alokasi untuk pemerintah-pemerintah daerah, dan pengelolaan utang pemerintah. Oleh karena itu, sebagai langkah pertama, diperlukan penilaian yang seksama atas keadaan keuangan dan perkiraan dari program pensiun dan tabungan pegawai negeri.

Peranan Taspen dalam mengelola program juga perlu diklarifikasi. Struktur administrasi yang lebih sederhana memerlukan pemisahan tanggung jawab antara penetapan kebijakan melalui perundang-undangan dan pengelolaan manfaat (lihat tabel 5.12). Hal ini juga berarti pemisahan tanggung jawab untuk kebijakan dan investasi. Ini akan mengurangi masalah utama pengendalian dan pengawasan, sehingga memungkinkan pendekatan yang sangat mudah dan sederhana untuk tugas-tugas lain yang dilakukan Taspen. Setelah basis aset kecil yang ada digunakan dan pemerintah mulai membayarkan semua manfaat dari anggarannya, pemisahan tersebut akan bersifat otomatis dan biaya diteruskan sebagai utang pemerintah.

Tabel 5.12: Praktik-Praktik yang Berlaku *versus* yang Diusulkan dalam Taspen

Praktik yang berlaku	Praktik yang Diusulkan
Proses pengumpulan data secara manual, pengumpulan iuran, dan merekonsiliasi kembali	Biling sendiri, transfer uang dan data secara otomatis dalam saluran yang searah dengan validasi pasca facto
Pemisahan antara THT dan program pensiun	Program pensiun dan iuran terpadu
Pertemuan tatap muka melalui jaringan cabang	Penerimaan formulir klaim yang dikirim secara langsung ke kantor pusat
Menggabungkan pengadministrasian manfaat dan pengelolaan aset	Unit administrasi sederhana yang tidak terlibat dalam kebijakan atau investasi

Sumber: Bank dunia, Taspen, Depkeu

Rencana Swasta

Industri dana pensiun swasta memiliki potensi untuk memainkan peranan yang sangat penting dalam sistem pensiun Indonesia secara keseluruhan; akan tetapi, industri ini menghadapi beberapa tantangan utama yang perlu ditangani. Tabungan dalam program pensiun pemberi kerja dan DPLK bersifat sukarela; oleh karena itu, rencana-rencana ini harus bersaing dengan berbagai tuntutan-tuntutan lain terhadap tabungan pribadi dan perusahaan serta dengan instrumen tabungan lain – seringkali di lapangan permainan yang tidak adil. Skema manfaat pensiun tetap perusahaan menggunakan skema pegawai negeri sebagai model, dan hal ini menciptakan biaya yang besar dan tidak ada insentif untuk perluasan pertanggungjanaan. Dana pensiun swasta juga menghadapi biaya tinggi karena struktur administrasi yang rumit. Kurangnya promosi tentang manfaat-manfaatnya, pengetahuan keuangan yang buruk di antara penyumbang potensial, dan biaya tinggi produk-produk asuransi menambah kesulitan.

Persaingan yang dihadapi dana pensiun swasta membatasi daya tariknya pada pengusaha dan karyawan dan karenanya mengurangi sumber daya yang dimobilisasi. Karena bersifat sukarela, tabungan dana pensiun swasta memiliki prioritas yang lebih rendah dari pada kebutuhan darurat, kesehatan, dan kebutuhan-kebutuhan segera lainnya. Karena distribusi gaji, demografi serta volatilitas makro ekonomi di masa lalu, terdapat juga preferansi untuk likuiditas dan laba jangka pendek. Keikutsertaan dalam Jamsostek bersifat wajib, dan hal ini memberikan kepada pengusaha sedikit insentif untuk mengembangkan rencana swasta. Manfaat-manfaat pengakhiran wajib (berdasarkan Undang-undang no. 13/2000) juga tinggi menurut standar-standar internasional. Pekerja yang bekerja 20 tahun berhak atas manfaat pengakhiran sebesar hampir 25 bulan gaji. Sementara sedikit pengusaha mendanai kewajiban-kewajiban mereka untuk manfaat-manfaat pengakhiran, penyediaan manfaat pengakhiran wajib merupakan penghalang insentif utama terhadap pengembangan rencana-program pensiun.

Dana pensiun Swasta juga bersaing dengan reksadana dan deposito berjangka pada lapangan permainan yang berbeda. Reksadana mendapatkan pembebasan pajak penuh untuk lima tahun sejak penciptaan dana, sementara iuran-iuran pada dana pensiun pajaknya ditunda. Pembebasan pajak reksadana tidak dikenai syarat-syarat apapun: tidak ada ikatan, tidak ada tunjangan hari tua wajib, tidak ada laporan, dan tidak ada beban pengawasan (lihat bab 5). Karena keuntungan tambahan likuiditas, tidak mengherankan bahwa reksadana lebih disukai. Di tahun-tahun awalnya, dana pensiun swasta bersaing dengan deposito bank, karena deposito bebas dari pajak pada suatu waktu. Hal ini telah diubah, namun dengan kenyataan adanya jaminan deposito memberikan daya tarik tambahan pada peserta yang mencoba mencari di antara alternatif-alternatif tabungan.

Banyak dana sektor swasta mengikuti contoh mahal yang ditawarkan oleh rencana-rencana sektor publik yang besar, tetapi hal ini menciptakan hambatan tinggi yang tidak semestinya, khususnya untuk perusahaan-perusahaan kecil dan menengah. Rencana-rencana sektor publik adalah dari jenis rata-rata akhir (*final-average*), yang indeksnya berdasarkan pada gaji dan usia pensiun rendah. Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi telah menetapkan usia pensiun 55 tahun, yang juga menyumbang terhadap kenaikan biaya. Struktur ini tidak menarik bagi pengusaha sektor swasta.

Struktur administrasi yang diciptakan oleh dana pensiun pemberi kerja mahal dan sulit digunakan. Sebagian pendiri secara kultural cenderung mencontoh struktur dewan komisaris dan dewan direktur untuk dana pensiun tersebut, kedua-duanya dengan anggota-anggota yang ditunjuk oleh pendiri. Tidak jelas apakah struktur semacam ini diperlukan secara hukum atau tidak: UU Pensiun mensyaratkan pemisahan aset-aset, tetapi bukan pemisahan administrasi secara fisik. Struktur yang sulit untuk digunakan ini memiliki dampak negatif pada dua segi: [a] tidak ada

pemisahan antara pembuatan kebijakan, pengawasan, dan operasi, karena administratornya juga terlibat dalam operasi, dan [b] pelaporannya juga tidak jelas karena dewan pengawasnya melibatkan diri diantara administrator dan pendiri dan tidak berfungsi sebagai pengawas murni yang mewakili para pemangku kepentingan. Selain berlawanan dengan prinsip tata kelola yang baik, meniru sistem dua dewan menghasilkan sebuah struktur organisasi yang berat di atas dan mahal. Struktur seperti ini juga mengurangi insentif untuk melakukan outsourcing dan membuat pendirian dana pensiun menjadi tantangan yang lebih besar dari yang semestinya. Kemungkinan besar bahwa hal tersebut telah memperlemah sinergi antara administrator dan pendiri, sehingga program pensiun dianggap sebagai pengeluaran dan tidak sebagai suatu alat yang penting untuk perencanaan sumber daya manusia dan suatu komponen yang efisien dari pengupahan secara keseluruhan.

Sosialisasi secara kenegaraan atau kelembagaan tentang manfaat pensiun belum banyak dilakukan. Meskipun UU tentang Pensiun secara khusus menugaskan Biro Pensiun untuk meningkatkan program pensiun swasta, aktifitas sosialisasi masih terbatas sebelum terjadinya krisis pada tahun 1997-8 dan setelah itu menjadi tidak ada. Pekerja maupun pengusaha pada umumnya tidak mengetahui perlunya jaminan keuangan pada masa pensiun dan keuntungan dari pengadaaan aset yang menghasilkan pendapatan pada awal karir mereka. Janji-janji pensiun lebih tidak nyata dibandingkan pembayaran sekaligus, dan pensiun yang ditangguhkan mempunyai manfaat yang jauh lebih rendah dibandingkan tabungan yang dapat diakses sewaktu-waktu. Sosialisasi kelembagaan oleh Depkeu akan sangat meningkatkan kredibilitas dana pensiun kerja.

Untuk mengatasi kebutuhan ini, Asosiasi Dana Pensiun meluncurkan sebuah majalah baru, *Info Dana Pensiun*, pada bulan Mei 2004, tetapi distribusinya terbatas untuk anggota dan tidak menjangkau sebagian besar pengusaha yang tidak memiliki program pensiun. Asosiasi tersebut menyadari keterbatasan ini dan berencana untuk memperluas jangkauan majalah tersebut agar lebih banyak pengusaha dapat mempelajari keuntungan dari dana pensiun sebagai komponen pengupahan.

Ketidakmampuan industri asuransi untuk menawarkan produk pensiun merupakan hambatan lain bagi pengembangan dana pensiun. Di banyak negara di mana industri asuransi diperbolehkan untuk mengemas dan menjual program dana pensiun secara langsung, industri tersebut didukung oleh tenaga penjualan yang besar yang mencari pelanggan: perorangan, pengusaha dan terkadang asosiasi pekerja atau profesional. Para penyedia jasa dengan cepat menunjukkan keuntungan-keuntungan perpajakan dan kumulatif. Di Indonesia, sayangnya, industri asuransi tidak diperbolehkan memasarkan dana pensiun pengusaha secara langsung oleh uraian UU Perasuransian. Meskipun UU perasuransian kelihatannya mengizinkan perusahaan asuransi untuk bertindak sebagai pengelola dana pensiun, penjelasannya membatasi mandat tersebut pada dana pensiun lembaga keuangan, yang menghilangkan dorongan yang dapat diberikan oleh jaringan asuransi dan tenaga penjualan terhadap industri tersebut secara keseluruhan. Mengizinkan industri asuransi untuk mengemas dan memasarkan produk pensiun akan memacu perkembangan industri tersebut.

MASALAH HUKUM, PERPAJAKAN, PERPAJAKAN, PERATURAN DAN PENGAWASAN

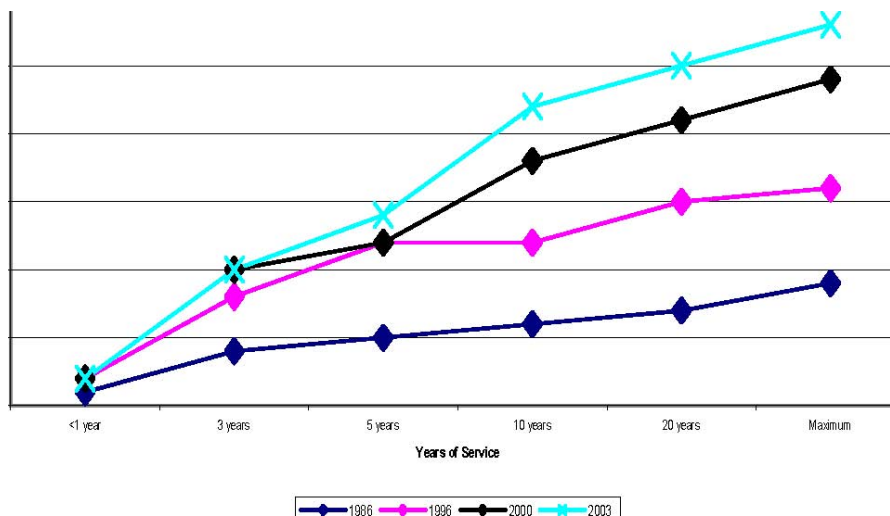
Dampak Undang-Undang No. 13/2000 tentang Dana Pensiun Swasta

Berdasarkan UU No. 13/2000, pengusaha memiliki kewajiban hukum yang berat dan merupakan suatu rintangan besar bagi pengembangan industri dana pensiun. Undang-undang ini mewajibkan

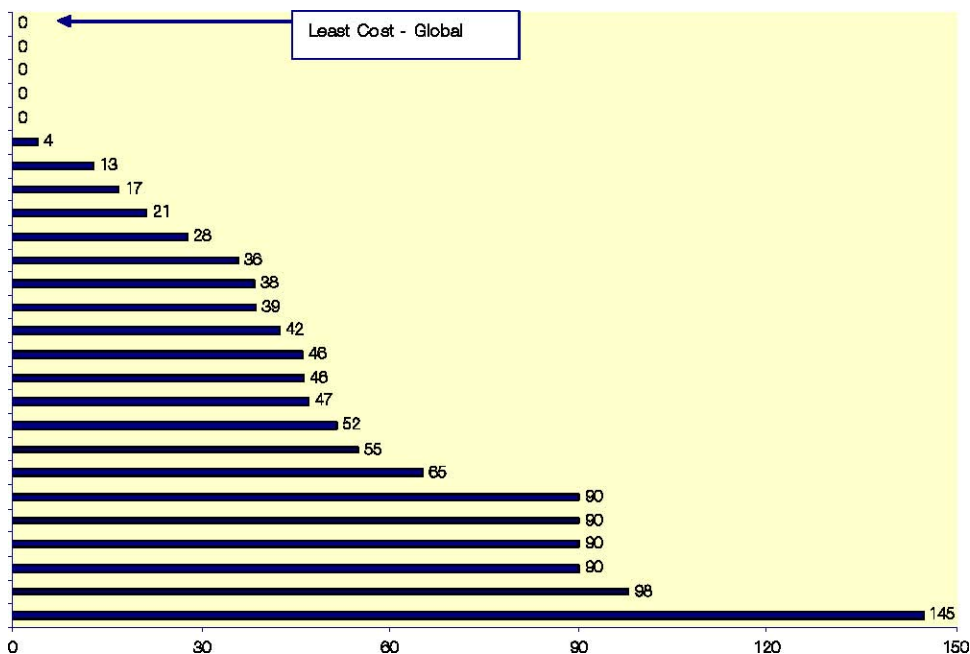
tunjangan pesangon yang sangat tinggi dan kewajiban cuti untuk masa kerja yang panjang yang tidak sesuai dengan norma-norma internasional. Perubahan-perubahan kumulatif tentang tunjangan-tunjangan ini sejak tahun 1996 telah melipatgandakan tunjangan pesangon dan menjadikan Indonesia salah satu negara termahal di dunia dalam hal ini (LPEFE, Universitas Pajajaran 2004; lihat figur 5.3 dan 5.4). Atas dasar *pay-as-you-go* (pembayaran pada saat timbulnya kewajiban) yaitu tanpa manfaat pengembalian investasi atas iuran yang didanai sebelumnya - biaya kewajiban-kewajiban ini [setara dengan gaji untuk 25 bulan setelah masa kerja 20 tahun] sama besarnya dengan 10,4 persen dari upah. Meskipun peraturan akuntansi mewajibkan pelaporan tahunan tentang timbulnya manfaat pesangon ini, manfaat-manfaat tersebut pada umumnya tidak mendapatkan pendanaan di muka. Terdapat ketidakjelasan dalam Undang-Undang dan Peraturan-peraturan apakah pesangon dapat digantikan dengan manfaat pensiun yang dibayarkan pada saat pensiun. Ini akan memungkinkan pengusaha untuk melakukan pendanaan di muka dengan mendapatkan keringanan pajak dan untuk meningkatkan jaminan bagi pekerja. Akan Tetapi, berdasarkan sistem yang kurang jelas yang berlaku saat ini, pengusaha mematuhi kewajiban manfaat pesangon dengan mengorbankan program pensiun sukarela. Sebagian pengusaha mengurangi biaya ini dengan mengadakan kontrak asuransi, dan sebagian kecil dari mereka berhasil untuk menggantikan pesangon dengan manfaat pensiun, tetapi kenyataan bahwa manfaat pensiun dibayar secara bulanan dan pesangon dibayar sekaligus tetap menjadi rintangan utama. Pembayaran pesangon yang sangat besar ini tidak saja menimbulkan masalah besar dalam pasar tenaga kerja, tetapi juga membuat pengusaha enggan untuk membuat program pensiun.

Struktur pembayaran-pembayaran tersebut meningkatkan permintaan atas pembayaran sekaligus dibandingkan dengan anuitas. Meskipun secara formal bukan suatu program tabungan pensiun, pembayaran manfaat sekaligus dalam jumlah besar yang dibayarkan pada saat pemutusan hubungan kerja dan masa pensiun, sifat dan waktunya mirip dengan yang dibayar berdasarkan skema jaminan hari tua Jamsostek, kecuali tidak adanya persyaratan pendanaan wajib. Pembayaran sekaligus ini tidak menjamin adanya pendapatan yang memadai di hari tua, yang merupakan kelemahan yang sama pada program tunjangan hari tua Jamsostek. Pada akhirnya, hal tersebut berdampak negatif pada pasar anuitas serta kemungkinan untuk menyediakan jaminan pendapatan seumur hidup yang sebenarnya melalui anuitas tersebut.

Gambar 5.3: Hak atas Pesangon dan Cuti Panjang berdasarkan Masa Tugas pada saat terjadinya PHK dengan Alasan Ekonomi, berdasarkan Masa Tugas, 1986 – 2003



Sumber: Fakultas Ekonomi Universitas Padjajaran. "Indonesia's Employment Protection Legislation: Swimming Against the Tide?" 29 November 2004

Gambar 5.4: Biaya PHK Pekerja (Upah Mingguan)

Sumber: Bank Dunia, Doing Business Database

Perlakuan Pajak

Perlakuan pajak atas dana pensiun terdaftar memang menawarkan beberapa insentif pajak, tetapi perlakuan pajak EET (*exempt-exempt, taxable*) tidak diterapkan sepenuhnya.⁶² Dalam konteks Indonesia, kebanyakan karyawan mendapatkan selisih pajak yang rendah, dan dampak dari pengurangan tidak terlalu kelihatan, dengan pertimbangan bahwa pajak yang ditanggung pengusaha dianggap sebagai pajak final kecuali apabila suatu laporan pajak diajukan untuk mendapatkan pengembalian; sangat sedikit karyawan yang mengajukan laporan pajak. Pada intinya, tarif pajak yang lebih rendah membuat selisih lebih kecil, yang menimbulkan tarikan yang lebih rendah bukan tarif marjinal yang lebih tinggi. Persyaratan birokratis menyebabkan hilangnya penangguhan pajak dan pengenaan pajak berganda, dan ini juga terjadi apabila seseorang tidak memperoleh pengurangan yang diambilkan dari gaji karena adanya kekurangan pada sistem administrasi penggajian pengusaha. Nampaknya yang menjadi masalah adalah bahwa prinsip-prinsip tersebut tidak dinyatakan dengan jelas dalam UU pajak penghasilan, dan dengan demikian surat edaran dapat dengan mudah menciptakan peraturan yang bertentangan dengan kebijakan dan pemikiran yang mendasari pendekatan EET.

Selain itu, struktur pajak membuat anuitas menjadi tidak menarik. Ada pajak pengalihan apabila terjadi pengalihan modal dari dana pensiun terdaftar ke perusahaan asuransi untuk membeli anuitas, dan hal ini mendiskriminasi orang yang harus membeli anuitas, karena sebaliknya pengembalian aset akan tetap mendapat penangguhan pajak sampai dibayarkan.

⁶² Berdasarkan EET, setoran dapat dipotongkan dari pendapatan kena pajak, bunga pengembalian aktiva tidak dikenakan pajak, dan tunjangan dikenakan pajak pada saat dibayarkan. Pendekatan ini umum dijumpai di Negara industri. Penggunaan kata 'dikecualikan' dapat menyebabkan salah tafsir, karena efeknya bukan pengecualian melainkan penangguhan pajak sampai tunjangan dibayarkan.

Penarikan Dini

Permintaan atas penarikan dini dari dana pensiun swasta merupakan isu sulit yang harus diselesaikan. Para peserta yang membayar iuran secara sukarela kepada dana pensiun pemberi kerja dan DPLK diharapkan untuk tidak menarik iuran yang telah dibayarkan, khususnya karena dalam jangka panjang, bagian utama dari aset adalah berupa laba atas iuran.

Sebuah isu yang telah dikemukakan adalah pilihan untuk mengizinkan peserta untuk menarik iuran mereka, tidak termasuk bunga yang telah terkumpul, sebelum pensiun. Sebagian peserta didaftarkan oleh perusahaan mereka dan dapat memilih untuk menarik dengan cepat iuran yang telah dibayarkan atas nama mereka. Sebagian perusahaan membayarkan iuran dengan dasar kontrak yang mengikat, tetapi lembaga keuangan tidak selalu menghormati batasan ini. Pembayaran dini meniadakan kegunaan program tabungan pensiun jangka panjang dan menghilangkan kesempatan peserta yang bersangkutan untuk mendapatkan sarana investasi dengan pajak yang ditanggihkan dan, tentunya, jaminan keuangan pada masa pensiun.

Cara untuk membuat dana pensiun lembaga keuangan tetap menarik bagi peserta sukarela dan cara untuk membatasi penyalahgunaan dari peserta yang secara sistematis menarik iuran yang telah disetorkan atas nama mereka merupakan masalah penting yang harus ditanggapi. Satu solusi adalah dengan mengizinkan penarikan sebagian saja dari iuran yang telah dibayarkan, dan dengan menetapkan batas maksimum. Tetapi, dalam jangka panjang, kunci untuk menyelesaikan permasalahan ini adalah pendidikan investor tentang keuntungan investasi jangka panjang dan akumulasi aset.

Investasi dalam Aset Asing

Dana pensiun Indonesia relatif kecil dan sebagian besar diinvestasikan dalam deposito berjangka. Indonesia saat ini melarang penginvestasian dana pensiun pada aset asing. Tetapi, ada beberapa pendapat yang mendukung diversifikasi ke dalam aset asing.

Seperti ditunjukkan dalam pengalaman di Argentina, sistem yang berkelanjutan tidak dapat hanya diinvestasikan dalam obligasi pemerintah dan deposito bank; diperlukan lebih banyak diversifikasi aset. Ada kekhawatiran bahwa investasi dalam aset asing dapat mengurangi dan menyingkirkan investasi pada aset domestik. Tetapi investasi pada aset asing memperbaiki diversifikasi risiko dan mengurangi ketidakpastian; dengan demikian, mendorong lebih banyak partisipasi dan meningkatkan besar keseluruhan dari aset yang dapat diinvestasikan dalam jangka panjang. Sementara alokasi domestik dari sebagai persentase mungkin lebih kecil, ukuran sebenarnya mungkin lebih besar dikarenakan keseluruhan yang lebih besar. Keterbukaan untuk berinvestasi dalam aset asing juga mengirimkan sinyal positif yang kuat kepada pasar. Mengizinkan investor kelembagaan Indonesia untuk berinvestasi di luar negeri dapat memperbaiki keterbukaan pasar modal Indonesia dan dengan demikian membuatnya menarik bagi investor asing.

Banyak negara mengizinkan investasi asing dan sebagian dari negara-negara tersebut, seperti Inggris dan Amerika, tidak menentukan batasan-batasan. Kanada baru-baru ini mencabut batasan asing sebesar 30 % yang diterapkan selama beberapa tahun terakhir, yang sebelumnya telah ditingkatkan dari 20%. Tabel 5.13 merangkum praktik-praktik internasional.

Alasan Indonesia untuk melarang penginvestasian dana pensiun ke dalam aset asing adalah karena adanya kebutuhan investasi domestik yang signifikan dan peluang investasi domestik yang menarik. Selain itu, pengelola dana pensiun tidak berpengalaman dalam berinvestasi di luar negeri dan investasi asing juga lebih sulit diregulasi dan diawasi.

Akan tetapi, mengizinkan investasi pada aset asing dalam jangka menengah dan panjang akan meningkatkan keragaman instrumen yang tersedia, pembagian keahlian, dan diversifikasi risiko.

Tabel 5.13: Jumlah Maksimum dan Jumlah Aktual Aset Asing sebagai Bagian dari Aset Keseluruhan Dana Pensiun di Beberapa Negara

Negara	Aset Asing (persen)	
	Batas Maksimum	Jumlah Aktual
Argentina	10	9
Kanada	30a	15
Cile	25	16
Kolombia	10	-
Perancis	-	5
Jerman	30	-
Hungaria	30	3
Italia	P	-
Jepang	30	23
Meksiko	10	-
Peru	8	7
Polandia	5	0
Inggris	P	23
Amerika Serikat	P	11

Sumber: Bank Dunia

Catatan: P, ketentuan kehati-hatian berlaku

- Tidak ada, a. Dibatalkan pada tahun 2005

Toleransi Hukum dalam Pendanaan Dimuka

Salah satu akibat dari krisis yang terjadi di tahun 1997-8 adalah diberikannya keringanan kepada pengusaha untuk mendanai kewajiban mereka dalam dana pensiun.⁶³ UU mengharuskan pembayaran iuran yang tepat waktu setiap bulan, dan tunggakan tidak boleh melebihi tiga bulan. Tetapi, prosedur yang lebih ringan yang sekarang berlaku dan tunggakan lewat dari tiga bulan diperbolehkan tanpa sanksi terhadap dana pensiun yang bersangkutan. Hal ini perlu segera diperbaiki untuk memungkinkan jaminan yang lebih besar atas manfaat pensiun.

Undang-Undang Jaminan Sosial no. 40/2004

Untuk pekerja sektor formal, UU No. 40/2004 (UU SJSW) mengharuskan partisipasi dan mewajibkan perusahaan dan peserta untuk menyetorkan prosentase tertentu dari upah. Bagi pekerja non-upah, jumlah nominalnya telah ditentukan. Pendaftaran, pemungutan iuran, investasi aset, pembayaran manfaat, dan penyelenggaraan program jaminan sosial merupakan tanggung jawab eksklusif dari empat administrator yang ada. Masing-masing dari empat BUMN tersebut memonopoli kategori tertentu dari para peserta. Tidak ada ruang partisipasi bagi sektor swasta atau pemerintah daerah. Keempat BUMN tersebut menyandang status khusus sebagai usaha nirlaba dengan pembebasan pajak.

⁶³ Undang-Undang Pensiun menentukan dua langkah perbaikan untuk mendisiplin suatu Dana Pensiun Pemberi Kerja atas kegagalan melakukan setoran secara tepat waktu: a. pendiri perusahaan dapat meminta penangguhan setoran untuk maksimum satu tahun dengan syarat bahwa perusahaan telah mengalami kerugian selama tiga tahun berturut-turut, dan b. dana pensiun dan aktivasinya dapat dilikuidasi atas permintaan perusahaan atau apabila menteri bersangkutan menentukan bahwa dana tersebut tidak dapat memenuhi kewajibannya atau bahwa penangguhan setoran akan membahayakan kondisi dana tersebut. Likuidasi akan dilakukan oleh likuidator yang ditunjuk SKEP menteri. Likuidasi perusahaan memicu likuidasi dana tersebut secara otomatis. Hak-hak dilikuidasi dengan membeli peserta dana pensiun dari suatu perusahaan asuransi atau dengan memindahkan dana ke sebuah dana pensiun lembaga keuangan.

Pemerintah Indonesia diwajibkan untuk membayar iuran untuk orang yang miskin dan tidak mampu. Selain iuran tersebut, pemerintah dapat "melakukan tindakan khusus" untuk menjaga kesehatan dan ketertiban keuangan suatu program dana pensiun, yang diinterpretasikan sebagai suatu upaya jaminan terakhir.

Tidak ada ketentuan tentang jumlah minimum atau maksimum dari manfaat atau iuran atau parameter lain; detail-detail seperti ini akan diatur dalam peraturan. Program kesehatan mencakup penyediaan pelayanan secara nyata kepada peserta dan keluarganya oleh penyedia jasa publik yang berbeda dengan skema asuransi yang akan membayar penyedia jasa (publik maupun swasta) untuk penyediaan jasa. Akibatnya, ketentuan ini telah diartikan menutup asuransi kesehatan dari perusahaan asuransi swasta; premi kesehatan sekarang mencapai 5,7 % dari total premi dalam sektor asuransi jiwa.

Program ini mengusulkan serangkaian manfaat yang lengkap, tetapi undang-undangnya tidak mendetil, dalam hal jumlah manfaat, tarif iuran, dan bahkan pilihan kebijakan strategis utama, kecuali bahwa pensiun didefinisikan sebagai program manfaat pasti. Pendekatan keuangannya tidak jelas.

Meskipun dengan keterbatasan ini, UU no. 40/2004 sangat cocok dengan pendekatan baru tentang sistem pensiun. Karena Undang-undang tersebut menargetkan tenaga kerja secara keseluruhan, masalah yang khusus yang dihadapi Indonesia adalah penanganan sektor informal yang besar, yang tetap menjadi tantangan di sebagian besar negara. Pemberian subsidi pemerintah untuk masyarakat yang tidak mampu kurang lebih dapat diartikan sebagai pilar 'nol'. Program pensiun yang diusulkan dalam UU No. 40 dapat memainkan peran sebagai pilar pertama. Perlindungan pendapatan dasar ini bisa berbentuk suatu manfaat sama rata yang seragam, mungkin disesuaikan secara regional, dan didanai dengan iuran yang berbasis luas. Sebagai alternatif untuk pembiayaan *pay-as-you-go* dari pilar pertama adalah prosentase dengan tarif yang tetap untuk menghindari ketidakseimbangan antar generasi. Suatu prosentase yang tetap menstabilkan iuran terhadap sistem tersebut tanpa mengumpulkan cadangan yang sama jumlahnya dengan cadangan yang didanai sepenuhnya, karena dana tersebut hanya berfungsi sebagai penjaga kestabilan. Dengan mempertimbangkan tingkat perkembangan dari sistem keuangan tersebut, kelemahan dalam penegakan kerangka kerja kehati-hatian, dan masalah tata kelola, upaya untuk memastikan pengumpulan aset secara bertahap dalam sistem publik, mungkin dapat menjadi pilihan berhati-hati yang strategis untuk Indonesia pada saat ini. Begitu struktur kelembagaan yang tepat telah tersedia, pendanaan di muka yang lebih besar dapat dilakukan. Program manfaat tunjangan hari tua yang setara dengan rekening tabungan pribadi, berfungsi sebagai pilar kedua.

Dengan membatasi jumlah aset yang dikelola secara publik, program yang diusulkan mengurangi risiko, menghindari konsentrasi aset di bawah satu pengambil keputusan publik, dan memberikan lebih banyak ruang untuk kontribusi untuk pilar ketiga yang akan dikelola swasta dan diinvestasikan secara kompetitif. Pilar ketiga akan melengkapi pilar pertama dan kedua; tingkat gabungan dari ketiga pilar ini merupakan suatu isu kebijakan besar, karena itu akan mengatur potensi pengembangan industri pensiun swasta dan tingkat diversifikasi pasar modal.

Situasi yang diciptakan oleh UU No. 40 dan penentuan waktu pelaksanaannya masih tidak pasti, dan ini mempersulit penilaian atas dampaknya pada industri dana pensiun. Struktur dan tingkatan dari tabungan hari tua dan program pensiun akan menjadi penentu utama. Apabila sistem jaminan sosial nasional bertujuan untuk mencapai rasio penggantian pendapatan yang tinggi, hal tersebut akan menyingkirkan sektor swasta dan menyedot tabungan yang tersedia. Apabila cakupannya lebih sederhana, sektor swasta dapat memainkan peran sebagai pelengkap; khususnya untuk bagian dari tenaga kerja yang berpendapatan lebih besar.

Dengan demikian, peran sektor publik dan swasta dalam UU No. 40 perlu ditentukan. Tindakan tersebut termasuk menentukan a. Jumlah iuran yang harus diwajibkan untuk program manfaat hari tua dan b. Rumus dan jumlah asuransi jiwa di bawah program pensiun. Selain itu, penting juga untuk memastikan bahwa parameternya mempertimbangkan batasan-batasan fiskal dan keuangan, kapasitas negara untuk membayar, dan perlunya membina daya saing dan diversifikasi, dan dengan demikian untuk mengurangi risiko.

Peran Kustodian

Dana pensiun memerlukan kustodian untuk memegang asetnya. Hanya bank yang dapat bertindak sebagai kustodian untuk dana pensiun, tanpa memperhatikan apakah bentuknya Dana Pensiun Pemberi Kerja atau dana pensiun lembaga keuangan. UU Dana Pensiun No. 11/1992, Pasal 6, mensyaratkan bahwa kustodian ditunjuk untuk aset dana pensiun [tidak termasuk aset seperti properti, tanah dan gedung]. Pasal 30(5) menyatakan bahwa kustodian hanya dapat melepaskan aset berdasarkan instruksi dari pengurus dana pensiun tersebut. Kustodian tersebut bertanggung jawab untuk menjaga aset keuangan dari dana pensiun tersebut; akan tetapi, Undang-Undang tersebut tidak mencakup tanggung jawab kustodian dengan lebih luas berkaitan dengan dana investasi. [lihat bab 4 untuk diskusi yang lebih mendetil tentang kustodian]

Kualifikasi Manajer Investasi

Banyak tenaga profesional dana pensiun yang menangani pengelolaan investasi tidak memiliki pelatihan yang memadai dan tidak diharuskan untuk memenuhi syarat manajer investasi yang ditetapkan oleh Bapepam dan LK. Ada peraturan bahwa pimpinan sebuah dana pensiun harus memenuhi kualifikasi Bapepam & LK dan berpengetahuan tentang dana pensiun, tetapi tidak untuk staf yang lainnya.⁶⁴

Hubungan antara Manajer Investasi dan Lembaga Lain

Tidak ada peraturan yang mengatur kemungkinan konflik kepentingan, seperti *front running* atau transaksi pihak terkait yang dapat timbul dari aktivitas masing-masing manajer investasi dana pensiun tersebut. Bahkan pihak yang mempercayakan pengelolaan kepada seorang manajer investasi yang mempunyai surat ijin Bapepam & LK dapat mempunyai masalah konflik kepentingan. Undang-Undang tersebut hendaknya diubah untuk mengatur penjualan program pensiun lembaga keuangan. Sama pentingnya, Undang-Undang tersebut hendaknya juga mengharuskan eksekutif yang bertindak sebagai manajer portofolio agar diperiksa latar belakang berkaitan dengan kemampuan dan independensinya.

REKOMENDASI KEBIJAKAN

Tindakan-tindakan kebijakan yang direkomendasikan berdasarkan kerangka waktu dirangkum dalam tabel di bawah. Rekomendasi kebijakan tersebut kemudian dijelaskan lebih lanjut. Sebagian rekomendasi kebijakan mencakup wewenang dari lebih dari satu instansi pemerintahan dan memerlukan koordinasi tingkat tinggi. Contoh-contoh yang terpenting adalah implementasi UU No. 40 [Kantor Menko Kesejahteraan Rakyat], pendanaan dimuka berdasarkan UU No. 13

⁶⁴ SKEP Menteri Keuangan No. 513/KMK.06/2002, 4 Desember 2002, mengharuskan pimpinan Dana Pensiun Pemberi Kerja atau lembaga keuangan untuk memenuhi kualifikasi dan berpengetahuan tentang dana pensiun. Secara lebih tidak formal, kepala bagian investasi dari sebuah perusahaan asuransi pada umumnya memiliki surat ijin Bapepam sebagai staf dari seorang manajer investasi.

[Depnakertrans], dan rekomendasi tentang Taspen dan Jamsostek yang memerlukan koordinasi Depkeu, Kantor Meneg BUMN, Depnakertrans dan Bapepam & LK.

	Solusi Cepat [1 th]	1-3 th
Peraturan	<p>Menentukan peran masing-masing dari sektor swasta dan publik dalam menyediakan pendapatan pensiun; Ini dapat dilakukan dengan Peraturan Presiden berdasarkan UU 40/2004</p> <p>Memulai pemeriksaan penaksiran sebelum penetapan asuransi pada Taspen untuk menentukan biaya yang berkaitan dengan desain saat ini dan dampak potensial dari integrasi dengan UU 40/2004</p> <p>Memperbaiki tata kelola dan manajemen keuangan Jamsostek. Mulai memperbaiki kinerja Jamsostek dengan menciptakan persaingan dengan menerapkan <i>outsourcing</i>. Sebagai langkah pertama, mengkontrakkan sebagian aset pada pengelola swasta.</p> <p>Peraturan dan perijinan pengelolaan investasi saat ini diterapkan hanya untuk pimpinan perusahaan. Para profesional manajemen investasi di bawahnya hendaknya juga harus memenuhi persyaratan manajemen investasi dari Bapepam & LK dan berpengetahuan tentang dana pensiun.</p> <p>Mengklarifikasi peraturan untuk memungkinkan prapendanaan dari pesangon yang diwajibkan UU Ketenagakerjaan No. 13/2000 melalui suatu sarana penangguhan pajak misalnya seperti sebuah program pensiun terdaftar.</p>	<p>Merumuskan suatu rencana induk untuk meningkatkan pengadaaan pendapatan masa pensiun dengan cara yang berkelanjutan secara fiskal, mengurangi biaya dan memastikan pengumpulan aset secara jangka panjang melalui kebijakan investasi yang baik</p> <p>Melanjutkan pembiayaan pay-as-you-go untuk pensiun pegawai negeri untuk sementara waktu tetapi meninjau ulang akuntansi dan pelaporan biaya dan kewajiban; mempertimbangkan perubahan desain secara optimal</p> <p>Mendorong efisiensi dan pengurangan biaya dalam dana pensiun publik dan swasta agar menjadi kompetitif, menarik dan kredibel bagi para anggota</p> <p>Meningkatkan <i>outsourcing</i> atas tugas-tugas dan pelayanan-pelayanan, yang dimulai dengan manajemen aset, untuk Taspen dan Jamsostek</p> <p>Program pensiun publik dan pengelolanya harus tunduk pada suatu kerangka kerja peraturan. Mengembangkan kerangka kerja tersebut dalam mengantisipasi implementasi OJK dan UU No. 40//2004</p> <p>Meningkatkan kapasitas pengaturan dan pengawasan dalam pengumpulan dan analisis data tentang investasi dan likuiditas. Memperluas cakupan pemeriksaan dan menghilangkan tumpang tindih.</p> <p>Memodifikasi kerangka kerja peraturan untuk memungkinkan metode pemberian manfaat hari tua alternatif dalam bentuk rencana penyetoran atau pembayaran sekaligus lainnya.</p>
Penegakan	<p>Memperbaiki kapasitas pengawasan eksternal termasuk mendapatkan data melalui pelaporan berkala dan analisis</p> <p>Menegakkan pendanaan kewajiban pensiun yang lebih tepat waktu di bawah UU No 11 tahun 1992</p> <p>Melakukan pemeriksaan ditempat yang berbasis risiko untuk memverifikasi data, metode dan asumsi pada area kritis seperti penghitungan hutang dan penilaian aset.</p> <p>Mengklarifikasi implementasi peraturan pensiun untuk memisahkan tanggung jawab atas kebijakan dan operasi dalam dana pensiun</p>	<p>Mempercepat perpindahan ke pengawasan yang berbasis risiko</p> <p>Memperbaiki tata kelola dana pensiun, termasuk yang publik</p> <p>Setelah memperbaiki tata kelola dan kinerja dana pensiun publik, memperbaiki penegakan pemungutan yang diwajibkan.</p> <p>Mengurangi beban administrasi dan biaya dengan mengubah struktur dua dewan menjadi satu dewan.</p>
Ketrampilan-ketrampilan	<p>Membuka profesi aktuarial terhadap keahlian internasional</p> <p>Mewajibkan asosiasi-asosiasi aktuarial untuk meningkatkan penerapan praktik pensiun berdasarkan standar profesional</p>	<p>Mengembangkan asosiasi pensiun profesional dengan tujuan untuk mencapai kapasitas mengatur sendiri yang sebenarnya, dan kemampuan untuk mendidik, mensertifikasi dan mendisiplin anggotanya.</p> <p>Meningkatkan ketrampilan manajemen risiko untuk mengimbangi aset dan utang, mengukur kinerja berdasarkan ukuran yang relevan.</p> <p>Memperkuat profesi aktuarial domestik.</p>

Perpajakan	<p>Mencabut pajak pengalihan atas dana yang dialihkan dari dana pensiun terdaftar kepada asuransi untuk membeli manfaat hari tua.</p> <p>Memaksimalkan implementasi perlakuan perpajakan EET untuk dana pensiun</p>	<p>Mengklarifikasi perlakuan EET atas dana pensiun dalam Hukum Pajak Penghasilan dan memperbaiki sistem administrasi penggajian yang memungkinkan pemotongan untuk iuran.</p> <p>Merumuskan solusi yang konsisten berkaitan dengan penarikan dini.</p>
Kondisi Persaingan	<p>Memonitor implementasi Undang-Undang Jaminan Sosial dan membuat model implikasi keuangan dari berbagai skenario implementasi untuk membentuk dasar untuk analisis lebih lanjut</p>	<p>Mengklarifikasi implementasi Undang-Undang Jaminan Sosial yang baru (No. 40/2004), khususnya tentang manfaat, tarif iuran, pilihan kebijakan strategis utama, dan pembiayaan. Mengkualifikasi peran publik dalam sistem baru untuk memungkinkan kompetisi dan partisipasi swasta, contohnya mengizinkan perusahaan asuransi untuk berpartisipasi dalam program kesehatan</p>
Mengembangkan basis investor dan pendidikan investor	<p>Mendidik publik dan karyawan tentang keuntungan tabungan pensiun yang mendapat penangguhan pajak dan meningkatkan industri tersebut</p> <p>Mempromosikan pendapatan masa pensiun dibanding dengan pembayaran sekaligus dan penggunaan program pensiun yang lebih luas sebagai alat efektif untuk manajemen SDM</p>	<p>Melaksanakan kampanye pendidikan dan promosi</p>

Tantangan paling utama yang dihadapi Indonesia adalah untuk membuat kebijakan yang koheren untuk industri dana pensiun, yang diikuti dengan reformasi Taspen, perbaikan efisiensi di Jamsostek, dan perbaikan alokasi kekayaan di antara dana-dana pensiun swasta. Berikut ini pembahasan tentang rekomendasi-rekomendasi prioritas dan diikuti dengan saran-saran khusus untuk setiap jenis program dana pensiun di Indonesia.

Rekomendasi Prioritas

Perumusan rencana induk yang koheren. Rencana induk mencakup semua jenis pengadaan pensiun diperlukan untuk meningkatkan pertanggungjawaban secara berkesinambungan secara fiskal, meminimalisasikan biaya, membatasi pengalihan dana untuk kepentingan politik, meraih akumulasi aset jangka panjang dan kebijakan investasi yang baik serta menentukan peran sektor swasta dan publik.

Melakukan pemeriksaan (audit), penilaian, dan melakukan reformasi atas Taspen sebelum menangani persoalan pendanaan. Mengingat keadaan saat ini dengan tata kelola yang tidak memadai dan kegiatan operasi yang tidak efisien pada Taspen, pemerintah disarankan untuk tidak berfokus pada kewajiban pembayaran pensiun pegawai negerinya. Pendanaan program itu seharusnya merupakan tujuan jangka panjang setelah persoalan-persoalan kelembagaan telah dihadapi. Sebaliknya, Departemen Keuangan seharusnya (a) melaksanakan audit, penilaian, dan melakukan reformasi atas Taspen, (b) sementara itu, mengadopsi pelaporan dan pembukuan berdasarkan pendanaan secara penuh dan (c) melanjutkan pembiayaan atas dasar prinsip *pay-as-you-go* (pendanaan program pada saat timbulnya kewajiban) tetapi mengakui kewajiban-kewajiban pensiun yang belum dibayar sebagai bagian dari utang pemerintah. Pada saat yang sama, telah diakui bahwa peraturan dan pengawasan Taspen tersebar ke berbagai departemen dan garis pertanggungjawaban dan pelaporannya menjadi tidak jelas. Oleh karena itu, peninjauan kembali dan klarifikasi tentang peran dan tanggung jawab dari semua pihak yang terkait dalam pengelolaan dan pengawasan Taspen juga perlu dilakukan agar dapat melaksanakan rekomendasi-rekomendasi dari pemeriksaan yang telah direkomendasikan.

Mendorong *outsourcing* (pelaksanaan oleh pihak luar) atas kegiatan-kegiatan di Jamsostek untuk meningkatkan efisiensi. Peningkatan efisiensi di Jamsostek dapat dimotivasi dengan menciptakan persaingan dalam pengelolaan aset. Langkah pertama yang mudah dan penting untuk dilakukan adalah meminta pihak luar untuk melaksanakan (*outsumber*) pengelolaan atas sebagian kecil aset Jamsostek (misalnya 5 sampai 10 persen sebagai awalnya) kepada perusahaan manajemen aset swasta. Hal ini akan memberikan suatu tolok ukur untuk membandingkan dan mengukur kinerja investasi dari aset-aset yang tetap dikelola oleh Jamsostek. Persaingan dan perbandingan semacam ini kemungkinan besar akan turut memberi kontribusi kepada peningkatan transparansi dan memberikan dasar untuk pelaksanaan reformasi.

Meningkatkan alokasi aset dana pensiun swasta. Dana pensiun swasta akan mendapatkan manfaat juga dari alokasi aset dan kebijakan investasi yang lebih baik dan biaya yang lebih ringan. Selain itu, mereka juga akan mendapatkan manfaat yang signifikan dari reformasi sistem pensiun pemerintah, yang akan meningkatkan kredibilitas dan daya tarik dari sektor ini secara keseluruhan.

Jamsostek

Jamsostek didisain untuk menjadi suatu program pensiun jangka panjang. Akan tetapi, program tersebut telah berubah menjadi suatu skema tabungan bebas-pajak jangka pendek. Biaya-biaya sangat tinggi sementara pertanggungjawabannya kecil. Jamsostek berpotensi untuk menjadi fondasi untuk sebuah program pensiun yang dirancang dengan baik dan kuat yang menghasilkan sumber daya jangka panjang yang sangat besar. Akan tetapi, sebelum Jamsostek dapat merealisasikan potensinya, masalah-masalah besar di dalam pengelolaannya harus diatasi terlebih dahulu.

Membuat kerangka peraturan perundang-undangan yang baik untuk Jamsostek dan meminta pertanggungjawabannya. Membuat kerangka peraturan perundang-undangan yang baik untuk Jamsostek dan meminta pertanggungjawabannya atas kinerja keuangan dan pengelolaannya harus menjadi tujuan utama dari Departemen Keuangan dan instansi lain yang terkait. Pada saat yang sama, reformasi harus mulai dilakukan secara bersamaan untuk meningkatkan kinerja dan mengurangi biaya secara signifikan. Departemen Keuangan dapat mengambil dua langkah penting, yaitu (a) menentukan syarat-syarat tata kelola keuangan dan manajemen yang baik dan (b) menetapkan tolok ukur kinerja yang akan dituangkan dalam kontrak pelayanan. Ini akan memerlukan kerjasama antar-kementerian, terutama dengan Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi dan Departemen Badan Usaha Milik Negara.

Meningkatkan tata kelola. Jamsostek memiliki potensi untuk menjadi instrumen penting dalam upaya pemerintah -baik untuk memperluas pertanggunggaan dari jaminan sosial maupun untuk memobilisasi sumber daya jangka panjang. Para pembayar iuran perlu diberikan insentif yang sesuai dan kepercayaan atas lembaga ini untuk menciptakan permintaan atas pelayanannya. Hal paling penting untuk dilakukan pemerintah sehubungan dengan Jamsostek adalah meningkatkan tata kelola. Masalah ini lebih memerlukan niat politik ketimbang solusi teknis. Para peserta telah lama memiliki persepsi negatif tentang Jamsostek dan beranggapan bahwa iuran yang dibayarkan ke Jamsostek adalah pajak. Hal ini telah mengakibatkan terjadinya penghindaran secara besar-besaran dan tingkat pertanggunggaan yang sangat rendah sekali, khususnya untuk suatu program yang bersifat wajib. Struktur tata kelola dalam Jamsostek saat ini dan tanggung jawab para anggota dewan komisaris yang telah ditetapkan tidak secara memadai memberdayakan dan memperlengkapi dewan dengan hak-hak dan kualifikasi-kualifikasi yang diperlukan untuk melindungi hak-hak para anggota yang mereka wakili.

Menarik garis yang jelas tentang tanggung jawab. Jamsostek adalah sebuah badan usaha milik negara di mana Kementerian Badan Usaha Milik Negara sebagai pemegang saham dan Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi mengemban tugas pengawasan dan pengendalian. Garis-garis kewenangan menjadi tidak jelas. Sementara Departemen Keuangan khawatir tentang implikasi-implikasi fiskal, Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi lebih khawatir tentang manfaat ketimbang praktik-praktik manajemen keuangan yang baik. Oleh karena itu, menarik garis yang jelas tentang akuntabilitas dan pertanggungjawaban merupakan prioritas.

Meningkatkan kepatuhan. Meningkatkan kepatuhan kepada UU Jamsostek juga merupakan prioritas. Penghindaran masal dapat dikendalikan sebagian dengan meningkatkan kapasitas dan kinerja kelembagaan dari lembaga tersebut. Pemerintah perlu meningkatkan pelaksanaan undang-undang tersebut untuk mendukung tujuan bergandanya yaitu menyediakan jaminan keuangan pada saat pensiun dan akumulasi aset jangka panjang untuk ditanamkan dalam investasi jangka panjang.

Meningkatkan manajemen. Manajemen program pensiun pemerintah memiliki implikasi ekonomi dan sosial yang besar. Oleh karena itu, kinerja investasi-investasi harus dievaluasi secara akurat, dan ini dapat dicapai dengan menghitung pendapatan dengan menggunakan tingkat pengembalian tertimbang waktu, menetapkan tolok ukur, menetapkan batas risiko dalam kerangka risiko agregat, menetapkan sistem dan proses-proses untuk menganalisis aliran kas, dan mengadopsikan teknologi informasi yang dapat menangani dan mencatat data yang akurat dan terkini.

Meningkatkan siklus kendali aktuarial. Kemampuan aktuarial yang tidak memadai merupakan suatu masalah mendasar dalam Jamsostek. Mengembangkan keahlian aktuarial merupakan langkah pertama untuk memperkuat siklus kendali aktuarial, menentukan dan mengumpulkan data yang diperlukan, dan memantau mutu data melalui pengesahan yang teratur, analisis yang lebih baik atas alokasi biaya, dan estimasi yang lebih handal tentang tingkat pengembalian yang dapat dikreditkan pada rekening peserta.

Meningkatkan kemampuan untuk dialihkan dengan merancang nomor identifikasi yang mudah dialihkan. Sebuah sistem registrasi yang terpusat dengan fitur keamanan untuk mencegah registrasi berganda diperlukan untuk memastikan bahwa setiap karyawan mendapatkan nomor identifikasi yang unik sebagaimana disyaratkan oleh undang-undang yang baru. Nomor-nomor tersebut dapat digunakan selama masa hidup karyawan, tanpa memandang daerah di mana mereka dipekerjakan dan siapa pun pemberi kerjanya. Hal ini akan menyederhanakan pengelolaan data dan mengurangi kemungkinan terjadinya kesalahan.

Taspen

Meningkatkan tata kelola. Seperti halnya dengan Jamsostek, meningkatkan tata kelola Taspen merupakan prioritas yang tinggi.

Restrukturisasi program. Program-program pensiun Taspen perlu dirasionalisasi dan direstrukturisasi. Untuk program tabungan hari tua, pemerintah harus memilih antara rumusan dengan iuran pasti atau rumusan dengan manfaat pasti (saat ini kedua-duanya diberlakukan). Apabila yang dipilih rumusan dengan manfaat pasti, pemerintah harus mempertimbangkan untuk mengintegrasikan bagian purnakaryanya dengan bagian pensiun dan melakukan *outsourcing* atas pertanggungjawaban jiwa. Apabila yang dipilih adalah formula dengan iuran pasti, administrasi yang ada saat ini dapat diteruskan tanpa jaminan dari pemerintah atau di-*outsumber*. Yang dilakukan di dunia internasional adalah berupaya untuk menerapkan formula dengan iuran pasti, setidaknya diawali seluruh pegawai negeri yang baru. Memisahkan unsur asuransi dari program tabungan hari tua Taspen menjadi polis asuransi gabungan konvensional akan memungkinkan

penggabungan unsur pensiun jumlah sekaligus dengan manfaat pasti dan menyeimbangkan kembali pembagian iuran.

Menyederhanakan struktur administrasi. Administrasi sehari-hari yang dilakukan Taspen atas program-program pensiun dan asuransinya dapat disederhanakan dan dibuat menjadi lebih murah dengan melakukan pengembangan berdasarkan kumpulan data dan informasi dan mesin administrasi yang ada milik pemerintah, Fungsi-fungsi seperti mengumpulkan pajak atau iuran, menyimpan kumpulan data karyawan, membuat catatan-catatan, mengelola pembayaran gaji, kas, pembukuan, komunikasi, dan pelaporan, sudah ada dalam sistem-sistem milik pemerintah yang berada di luar Taspen. Struktur cabang paralel Taspen merupakan hal yang berlebihan karena jaringan pemerintah sendiri telah mencakup seluruh bagian dari negeri ini. Selain itu, misalnya, iuran pensiun dapat dipotong di muka secara terpusat dan digunakan untuk membayar santunan (bukan seperti yang dilakukan saat ini dengan mendistribusikan gaji pegawai negeri tanpa potongan pensiun ke masing-masing unit administratif dan kemudian meminta Taspen untuk mengumpulkan iuran tersebut kembali). Hal tersebut merupakan praktik hemat biaya yang mencegah duplikasi dan mengurangi beban koordinasi. Proses-proses administrasi yang telah disederhanakan akan mengharuskan pemerintah untuk meningkatkan kumpulan-kumpulan data sumber daya manusianya. Dengan memusatkan semua upaya pada satu kumpulan data, informasinya dapat lebih akurat, lebih lengkap, dan lebih luas dipergunakan, memangkas biaya duplikasi, tenaga dan waktu yang digunakan oleh berbagai mitra yang menyediakan informasi. Selanjutnya, Pembayaran santunan dapat dialihkan kepada pihak luar dan klaim dapat diajukan secara terpusat.

Gunakan gaji rata-rata terakhir sebagai dasar jumlah pensiun. Peralihan dari gaji terakhir ke gaji rata-rata akan membuat harga menjadi stabil. Hal ini akan dapat semakin dikendalikan dengan menghubungkan indeksasi dengan harga, bukan dengan gaji, yang memadai untuk melindungi daya beli dari pensiun yang dibayarkan. Biasanya, tunjangan mendaat perlakuan yang berbeda dengan gaji pokok; dengan mengintegrasikan perlakuan atas tunjangan tersebut akan menghilangkan beberapa distorsi, serta menyederhanakan formulanya.

Meningkatkan umur pensiun. Meningkatnya angka harapan hidup akan membuat umur pensiun yang berlaku sekarang yaitu 55 tahun menjadi tidak dapat dipertahankan; suatu peningkatan yang berangsur-angsur akan diperlukan untuk menyesuaikan program dengan evolusi demografis.

Menyelaraskan program-program yang ada saat ini dengan program baru berdasarkan UU No. 40. Menyelaraskan Taspen dengan program-program nasional yang ditetapkan dalam UU No. 40 tentang SJSN dapat difasilitasi dengan memecah rumusan yang sekarang berlaku menjadi manfaat pasti dasar dan iuran pasti tambahan yang berkaitan dengan laba. Langkah seperti itu dapat mengakomodasikan perbedaan berdasarkan daerah, karena daerah bertanggung jawab atas kebijakan kompensasi, dan bahkan dapat menimbulkan pembagian dalam pengadministrasian komponen-komponen dari program-program tersebut. Pengalaman internasional menunjukkan bahwa pemerintah, seperti halnya dengan banyak pemberi kerja, berusaha untuk mengalihkan sebagian risiko kepada peserta dengan menggantikan sebagian dari pensiun rata-rata akhir dengan manfaat pasti dengan rumusan iuran pasti atau pendekatan manfaat target.

Hapuskan struktur dua dewan pengurus dalam dana pensiun pemerintah. Struktur dua dewan pengurus yang berlaku sekarang bertentangan dengan prinsip tata kelola yang baik dan menghasilkan suatu struktur organisasi yang berat di atas dan mahal. Struktur seperti itu juga akan mengurangi insentif untuk melaksanakan *outsourcing* dan membuat pendirian dana pensiun menjadi lebih sulit. Oleh karena itu, direkomendasikan agar pemerintah menghapuskan struktur dua dewan pengurus ini dan memperbolehkan adanya struktur dengan satu dewan pengurus.

Program-Program Pensiun Swasta

Selama bertahun-tahun, di banyak negara, program pensiun kerja sukarela dan produk-produk pensiun perorangan telah menciptakan kumpulan aset yang besar yang telah memberikan modal jangka panjang kepada negara yang bersangkutan untuk mempercepat pembangunan ekonomi. Karena dikelola oleh swasta dan bukan oleh pemerintah, program-program pensiun tersebut umumnya lebih efisien dalam mengalokasikan modal berdasarkan efisiensi dan produktivitas ekonomi. Program-program pensiun tersebut membantu membuat pasar modal menjadi dinamis karena program-program pensiun tersebut telah diinvestasikan secara bersaing. Sebagai lembaga penanam modal, banyak pengelola dana pensiun yang dapat menyatakan bahwa mereka telah mempromosikan tata kelola yang baik dan transparansi di pasar-pasar modal. Indonesia telah disarankan untuk mendorong perkembangan program pensiun swasta, baik yang bersifat perorangan maupun yang terkait dengan pekerjaan, dan rekomendasi-rekomendasi berikut ini akan mendukung upaya tersebut.

Mempromosikan sistem pensiun. Kampanye yang terus-menerus diperlukan untuk menyebarkan informasi dan mempromosikan manfaat program pensiun untuk pengusaha, karyawan, dan wiraswastawan. Selain itu, upaya-upaya untuk mempromosikan komunikasi yang lebih baik antara para penaksir dan pendiri harus menghasilkan saran yang lebih baik sehubungan dengan pembiayaan dana pensiun, sehingga mengurangi ketidakstabilan dari iuran dan meningkatkan kesanggupan solvabilitas.

Mendorong pendanaan di muka untuk pembayaran pesangon yang ditetapkan dalam UU No. 13 dengan keringanan pajak. UU No. 13 mewajibkan pembayaran pesangon yang tinggi yang mengurangi kemauan dan kemampuan pengusaha untuk menawarkan pensiun. Namun demikian, dampak negatif dari UU No. 13 dapat dikurangi sampai tingkat tertentu apabila pengusaha didorong untuk melakukan mengadakan pendanaan di muka untuk pesangon dengan sarana yang dilengkapi keringanan pajak seperti program pensiun terdaftar. Pendanaan tersebut akan menguntungkan baik pengusaha maupun para karyawan, karena hal tersebut akan meningkatkan jaminan pembayaran. Pendanaan tersebut juga akan menjadi sarana untuk memobilisasi sumber daya domestik jangka panjang. Dalam konteks perdebatan yang sedang berlangsung tentang perubahan atas peraturan perundang-undangan tentang pajak, langkah tersebut perlu diambil melalui koordinasi antara Departemen Keuangan dan Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi.

Menawarkan model-model alternatif untuk penyelesaian terstruktur dalam masa pensiun. Baik dana pensiun pengusaha maupun dana pensiun lembaga finansial seharusnya mengadopsi alternatif yang fleksibel untuk pembelian asuransi jiwa wajib dari sebuah perusahaan asuransi. Misalnya, hal tersebut dapat berupa penarikan terjadwal untuk jangka waktu tertentu atau anuitas dengan tarif yang berubah-ubah dengan opsi pembayaran terjadwal yang serupa dengan Dana pensiun Penghasilan Seumur Hidup yang diperbolehkan di beberapa yurisdiksi di Kanada. Negara-negara lain menawarkan model-model alternatif untuk penyelesaian terstruktur atas masa pensiunnya. Pada dasarnya, proposal-proposal ini akan memberikan kesempatan kepada peserta untuk mempertahankan investasi dan risiko kematian baik secara keseluruhan maupun sebagian untuk turut menikmati potensi laba dari pasar daripada harus menerima anuitas jiwa yang terjamin.

Mengizinkan dana pensiun untuk melakukan investasi dalam aset luar negeri. Manfaat yang signifikan dapat diperoleh dengan mengizinkan dana pensiun untuk melakukan investasi dalam aset luar negeri, karena dengan memiliki investasi luar negeri dalam portofolio dengan persentase kecil sekali pun dapat meningkatkan diversifikasi risiko, meningkatkan persaingan dan membiasakan manajer aset Indonesia dengan praktik-praktik terbaik internasional. Pengalaman dari negara-negara lain mengindikasikan bahwa membolehkan dana pensiun untuk

melakukan investasi dalam aset luar negeri tidak akan menimbulkan perubahan yang berarti dalam kebijakan investasi, tapi hal tersebut akan memberikan lebih banyak keleluasaan kepada dana pensiun dalam mengelola risiko. Indonesia sangat direkomendasikan untuk mengambil pendekatan yang terukur untuk mengizinkan investasi dalam aset luar negeri sementara meningkatkan kemampuan dari administrator dan pengawas berkaitan dengan investasi luar negeri.

Meningkatkan kemampuan manajer aset internal perusahaan. Dana pensiun di Indonesia jarang melakukan *outsourcing* atas investasi aset, akan tetapi sebagian besar investasi dilakukan dalam deposito berjangka. Para manajer internal perusahaan memiliki pengalaman yang terbatas terkait dengan jenis investasi lain. Dana pensiun perlu melakukan diversifikasi atas investasinya, yang akan menimbulkan peningkatan kebutuhan akan pelatihan dan sertifikasi untuk para manajer internal perusahaan.

Menggunakan satu auditor untuk laporan keuangan dan portofolio investasi. Ketentuan tentang dua auditor—satu untuk laporan keuangan dan satu untuk portofolio investasi—harus dihapus, sehingga dana pensiun dapat menggunakan satu auditor untuk kedua jenis laporan tersebut.

Menyederhanakan struktur administrasi dan mengurangi biaya. Suatu struktur administrasi yang lebih sederhana dapat dicapai dengan menghilangkan pengangkatan anggota-anggota administrator sebagai anggota direksi dan memilih untuk melakukan *outsourcing* untuk fungsi-fungsi tertentu dan meningkatkan fasilitas pengusaha. Program pensiun swasta harus menangani masalah yang sama dengan program pensiun pemerintah terkait dengan penyelarasan. Untuk melakukan hal tersebut, perlu dilakukan integrasi atas rumusan-rumusan manfaat pensiun.

Memperluas peran kustodian. Para kustodian seharusnya diberikan tanggung jawab fidusia yang lebih luas untuk memantau dan mengawasi semua kegiatan dana pensiun dan memastikan bahwa investasinya sesuai dengan hukum, peraturan, dan tujuan investasi dana pensiun tersebut.

Memperkuat peraturan-peraturan yang mengatur tentang manajer investasi. Peraturan-peraturan tentang penjualan program pensiun lembaga keuangan harus mewajibkan agar para eksekutif yang bertindak sebagai manajer portofolio menjalani ujian yang memadai atas kemampuan dan independensinya.

Melaksanakan perlakuan pajak EET. Pelaksanaan perlakuan pajak EET standar seperti yang dimaksud pada awalnya tidak akan memiliki dampak yang terukur terhadap pendapatan pemerintah. Namun demikian, pelaksanaan dari “E” yang pertama atas iuran juga memerlukan perbaikan atas sistem dan prosedur penggajian yang diterapkan para pemberi kerja. Pajak-pajak atas pendapatan investasi hampir mencapai kondisi “E” di Indonesia kecuali untuk beberapa pengecualian. Pengecualian tersebut menimbulkan pendapatan pajak yang sangat kecil, namun menimbulkan biaya administrasi dan ketidakjelasan terkait dengan perlakuan atas pendapatan investasi. Pihak-pihak yang berwenang dianjurkan untuk mempertimbangkan pencabutan pengecualian-pengecualian terhadap peraturan tersebut. Perlakuan yang terakhir atas manfaat-manfaat, yaitu “T”, adalah pengenaan pajak pada saat pencairan. Akan tetapi, pada saat program pensiun dengan iuran pasti mengalihkan modal untuk membeli anuitas, pengalihan tersebut dikenai pajak, walaupun pengalihan tersebut bukan untuk keperluan pencairan. Oleh karena itu, direkomendasikan agar pengalihan untuk pembelian anuitas tidak dikenai pajak pada saat pelaksanaan pengalihan. Hasil-hasilnya harus dikenai pajak pada saat hasil-hasil tersebut dibagikan kepada anggota.

Menghapuskan pengertian yang longgar tentang pembayaran tepat waktu. Praktik di mana tunggakan dengan jangka waktu lebih dari tiga bulan dianggap sebagai aset dana pensiun harus

dihapuskan, karena hal tersebut berbahaya bagi perlakuan yang sama atas para peserta dan membahayakan solvabilitas dana pensiun yang bersangkutan.

Meningkatkan pengaturan dan pengawasan atas dana pensiun swasta. Di antara berbagai rekomendasi tentang pengaturan dan pengawasan, salah satu yang memiliki prioritas tertinggi adalah bergabung dengan *International Organization of Pension Supervisors* (IOPS) agar dapat memanfaatkan pengalaman internasional serta mengembangkan kebijakan-kebijakan dan praktik di dua bidang: pengembangan sistem yang lebih baik untuk mengumpulkan, mengelola, dan menganalisis data, dan beralih ke pendekatan pengawasan yang berbasis risiko.

Peraturan yang menjadi dasar dari semua kegiatan operasi Bapepam dan LK sebagian besar sesuai dengan praktik terbaik internasional. Namun demikian, upaya peningkatan dapat dilakukan di beberapa bidang:

Manajemen dan tata kelola

- Mengharuskan administrator untuk memenuhi kualifikasi profesional, memiliki ijin, dan diatur, yang akan meningkatkan kemampuan untuk disiplin diri dan juga pengawasan berbasis risiko.
- Meningkatkan tugas-tugas dan tanggung jawab dari dewan-dewan pengawas dan mewajibkan pendidikan dan pelatihan untuk anggota dari dewan tersebut.
- Menguji peraturan-peraturan untuk memperjelas hubungan antara administrator dan pendiri dan Kustodian.

Manajemen portofolio

- Meninjau kembali dan memperjelas peraturan-peraturan investasi menyangkut investasi pihak terkait.
- Meninjau kembali peraturan-peraturan tentang portofolio dan batasan-batasan yang terkait dan memperjelas peraturan-peraturan tersebut untuk menjamin tidak adanya inkonsistensi.
- Mengembangkan peraturan untuk mengatasi persoalan-persoalan yang terkait dengan penggabungan dan pemisahan program pensiun.

Solvabilitas

- Meninjau kembali peraturan-peraturan pendanaan dan solvabilitas selama jangka waktu yang lebih panjang untuk mencabut ketentuan tentang jangka waktu minimum untuk amortisasi.
- Memperjelas koordinasi atas pembayaran khusus apabila suatu program dana pensiun memiliki kewajiban yang tidak didanai dan mengalami kekurangan solvabilitas; menentukan perlakuan repenilaian atas keuntungan atau kerugian dalam kasus-kasus tersebut.
- Menyelesaikan masalah tentang perlakuan pembayaran penuh atas berbagai macam manfaat apabila suatu rencana mengalami kekurangan solvabilitas.
- Mengharuskan agar Bapepam & LK diberitahu apabila aktuaris program pensiun mengundurkan diri atau dipecat
- Memberlakukan suatu kewajiban langsung bahwa program dana pensiun yang mengalami kekurangan solvabilitas akan dikenakan penilaian aktuarial tahunan

Kewajiban pelaporan

- Meninjau kembali ketentuan-ketentuan tentang denda atas keterlambatan pengajuan.
- Mempertimbangkan penerapan hukuman-hukuman langsung dalam jumlah besar dan suatu skala yang meningkatkan jumlah denda secara proporsional sesuai dengan jumlah hari keterlambatan.

Ruang lingkup audit

- Memperluas ruang lingkup yang diwajibkan untuk audit eksternal tahunan apabila program pensiun mengalami kekurangan solvabilitas sehingga mencakup permasalahan-

permasalahan operasional, seperti verifikasi atas kepatuhan dan pelaporan tentang masalah yang terkait dengan data.

- Mewajibkan agar standar akuntansi yang diterapkan sesuai dengan standar dari Dewan Standar Akuntansi Internasional (IASB)
- Mewajibkan agar auditor eksternal bersifat independen dari pendiri, administrator dan kustodian
- Mewajibkan agar laporan audit mencakup inventarisasi lengkap tentang iuran yang melampaui batas waktu jatuh tempo sesuai dengan tenggat waktu, terutama untuk iuran-iuran yang lewat jatuh tempo selama lebih dari tiga bulan.

Registrasi program-program pensiun

- Meninjau kembali syarat-syarat administrasi untuk registrasi program-program pensiunan perubahan atas program-program pensiun yang ada
- Memberlakukan teknik komunikasi yang modern dan menjamin tersedianya secara penuh semua kebijakan dan jawaban untuk pertanyaan yang sering diajukan.
- Mengoptimalkan penggunaan akses elektronik untuk bahan dan pengajuan-pengajuan.
- Mendokumentasikan semua informasi dan putusan kebijakan yang ada tentang pengakhiran, likuidasi, merger dan pemisahan (spin-off) program-program pensiun dan menyediakan informasi tersebut secara elektronik

Data manajemen dan analisis

- Melakukan suatu peninjauan kembali secara komprehensif atas semua sistem dan aplikasi yang berbasis komputer, termasuk pemasukan data dan analisis otomatis
- Menghapuskan input-input secara manual dan memodifikasi prosedur untuk memungkinkan dilakukannya pertanyaan dan analisis secara on-line dari database
- Meninjau kembali tersedianya data dan kemampuan menyimpan untuk mempertahankan seri waktu dari data kunci sehubungan dengan prosesi investasi dan finansial.

Pengawasan berbasis risiko

- Meninjau kembali parameter pengukuran risiko dan mengevaluasinya, menekankan faktor-faktor kunci untuk dapat meningkatkan fokus dari sistem yang digunakan saat ini.
- Meningkatkan analisis atas faktor-faktor kunci tersebut untuk meningkatkan efektivitas pengawasan.
- Meninjau kembali pencabutan dan analisis atas dasar-dasar aktuarial dan meningkatkan upaya-upaya untuk menyimpan seri waktu dari pelaksanaan investasi yang sebenarnya, tarif dari peningkatan upah, dan lain-lain untuk memungkinkan validasi atas asumsi aktuarial.
- Fokus upaya-upaya analisis terhadap rencana-rencana dengan kekurangan –kekurangan solvabilitas dan tanggung jawab tanpa dana.

Dukungan Aktuarial

Meningkatkan kapasitas aktuaris dan menciptakan permintaan untuk pengawasan berkualitas tinggi adalah penting untuk meningkatkan tata kelola dari dana pensiun dan oleh karena itu untuk mengembangkan industri. Rekomendasi-rekomendasi berikut ini dimaksudkan untuk menekankan pentingnya kapasitas penguatan prakiraan.

Memberlakukan standar yang tinggi untuk aktuaris. Memberlakukan syarat-syarat pendidikan yang tinggi, proses pemeriksaan dan pengawasan yang layak, kualifikasi untuk dapat bergabung dan mendapatkan sertifikasi, kode etik profesi, standar-standar praktik, proses disipliner yang resmi dan transparan, dan sumber daya yang layak untuk mendukung para anggota akan memberikan banyak keuntungan. Beberapa keuntungan tersebut mungkin akan segera terjadi (kode etik, proses disipliner); yang lainnya akan muncul secara bertahap (tingkat pendidikan, standar). Akan ada lebih banyak kesempatan untuk saling berbagi pengalaman, seperti yang

terjadi setelah didirikannya suatu asosiasi aktuaris yang sangat aktif baru-baru ini di berbagai negara seperti India.

Secara khusus, PAI perlu melakukan hal-hal berikut ini: (a) memperbaharui silabusnya, standar-standar pendidikan, dan proses disipliner untuk memenuhi persyaratan internasional dan agar dapat untuk negosiasi perjanjian pengakuan bersama, (b) mengadopsi dan mengimplementasikan suatu rencana tindakan untuk merencanakan dan mengimplementasikan standar-standar yang mencakup berbagai bidang praktik, (c) mengadopsikan dan menegakkan suatu program berkelanjutan perkembangan profesional yang memenuhi standar minimum, dan (d) mengkoordinasikan ujian-ujianya dengan ujian akademis dan ujian yang diakui secara internasional dan meningkatkan kerjasama dengan sekolah-sekolah aktuaria di negara lain untuk meraih pengakuan gelar berganda. Pada bulan Desember 2005, PAI mengambil langkah positif dengan memenuhi syarat untuk mendapatkan keanggotaan penuh dalam Asosiasi Aktuaris Internasional (International Associations of Actuaries), yang akan membuka kemungkinan untuk melakukan negosiasi tentang perjanjian pengakuan bersama.

Membuka kesempatan profesi aktuaria untuk aktuaris bersertifikat dari negara-negara lain.

Dengan adanya keperluan untuk meningkatkan jumlah dan kualitas dari pengasuransi di Indonesia, mengizinkan para profesional internasional untuk berpraktik di Indonesia dapat membantu untuk memenuhi beberapa kekurangan kapasitas, memberikan insentif kepada PAI untuk meningkatkan standarnya dan memperluas keanggotaannya, dan meraih pengalihan ketrampilan dan pengetahuan. Untuk menyelesaikan hal ini, Departemen Keuangan dapat mengeluarkan peraturan yang menetapkan bahwa aktuaris yang memenuhi syarat dari suatu asosiasi yang merupakan anggota penuh dari Asosiasi Aktuaria Internasional dapat berpraktik di Indonesia dan, tunduk pada persyaratan yang berlaku, dapat diakui oleh Departemen Keuangan untuk keperluan perundang-undangan. Untuk meningkatkan insentif tersebut, dapat ditetapkan lebih lanjut bahwa Departemen Keuangan dapat menerapkan persyaratannya sendiri tetapi juga akan mengakui aktuaris yang telah diterima oleh PAI berdasarkan perjanjian pengakuan bersama. Anggota-anggota yang telah ada saat ini akan menghadapi tekanan dari sesama anggota berkaitan dengan masalah-masalah seperti disiplin, standar, pendidikan, dan pelaksanaan dan akan meningkatkan potensi para pengusaha yang berbasis di Indonesia untuk menembus pasar-pasar regional. Secara berkelanjutan, pemerintah dapat meninjau kembali keputusan tersebut berdasarkan status perkembangan profesi aktuaris domestik.

Mengembangkan asosiasi dana pensiun. Asosiasi Dana Pensiun di Indonesia belum berkembang menjadi suatu organisasi yang sungguh-sungguh dapat mengatur diri sendiri yang memiliki kemampuan untuk memberikan sertifikasi dan pendidikan kepada anggotanya dan menegakkan disiplin dan kepatuhan di antara anggotanya.

Mengembangkan permintaan untuk pengawasan yang lebih baik. Secara paralel, Departemen Keuangan seharusnya mendukung tuntutan akan kesempurnaan dengan memperkuat pelaksanaan standar pengaturan dan pengawasan untuk lembaga keuangan yang sejalan dengan praktik-praktik terbaik. Hal ini penting bagi pendekatan berdasarkan risiko. Departemen Keuangan juga harus mempertimbangkan untuk membuat Dinas Aktuaris dan mempromosikan kerjasama internasional dengan sekolah-sekolah aktuaria yang lain dengan tujuan untuk meraih pengakuan berganda atas gelar aktuaria. Selain itu, pengguna pelayanan aktuaria perlu meminta pelayanan yang lebih berkualitas dengan menetapkan standar pelaksanaan minimum untuk laporan aktuaris.

REFERENSI

Acuna R. Rodrigo & Iglesias P. Augusto 1001 "Chile's Pension Reform After 20 years" the World Bank Social Protection Discussion Paper Series No. 0129, The World Bank

Biro Asuransi. 2004. 2004 Annual Report. Jakarta: Bapepam & LK

Biro Dana Pensiun. 2003. 2003 Annual Report. Jakarta: Bapepam & LK

Carmichael, Jeffrey, dan Robert J. Palacios. 2004. "A Framework for Public Pension Fund Management." In Public Pension Fund Management, ed. Alberto R. Musalem dan Robert J. Palacios. Washington, DC: World Bank.

Cole, David C., dan F. Betty Slade. 1996. "Building a Modern Financial System: The Indonesian Experience" Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Holzman, Robert, Richard Hinz, dan staf Bank. 2005 "Old-Age Income Support in the 21st century: An International Perspective on Pension Systems and Reform" Washington, DC: World Bank.

Kantor Perburuhan Internasional. 2003 "Social Security and Coverage for all: restructuring the social security scheme in Indonesia; Issues and Options" Jakarta ILO, Indonesia

Jamsostek, 2003. 2003 Annual Report. Jakarta: PT Jamsostek

-----2004. 2004 Annual Report. Jakarta: PT Jamsostek

LPEFE, Universitas Pajajaran, 2004. "Indonesia's Employment Protection Legislation: Swimming against the Tide?" Universitas Pajajaran, Bandung, November.

Martineau, Jean-Noel, dan Yves Gerard. 2005. "Implementing an Indonesian National Security System, Phase I Report", Mei

Palacios, Robert, dan Montserrat Pallares-Miralles. 2000. "Internasional Patterns of Pension Provision" Social Protection Discussion paper 0009, Washington, DC: World Bank, April.

Wilshire Consulting. 2005. "Permissible Equity Markets Investment Analysis" April

Bank Dunia. 2004. "Indonesia: Averting an Infrastructure Crisis: A Framework for Policy and Action." Makalah Kerja 29887, Departemen Infrastruktur Indonesia, Wilayah Asia-Pasifik Timur, Bank Dunia, Washington DC.

Bank Dunia. 1994. Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth. Washington DC: Oxford university press.

Bank Dunia dan Dana Moneter Internasional. 2005. Database Doing Business. Washington, DC

www.iopsworld.org/

www.actuaries.org/LIBRARY/Newsletters/Dec2005_EN.htm.

BAB 6

SEKTOR ASURANSI INDONESIA

Asuransi memindahkan risiko kemungkinan timbulnya kerugian dari suatu badan usaha ke badan usaha lainnya dan ditukar dengan premi dan *duty of care*. Asuransi pada dasarnya merupakan suatu bentuk pengelolaan risiko yang digunakan untuk memberikan perlindungan terhadap risiko kerugian, seperti kehilangan harta milik dan jiwa. Sebagai contoh, pengusaha dan rumah tangga menggunakan produk asuransi untuk meminimalkan risiko kerugian karena berbagai penyebab yang berada di luar kendali mereka, seperti kematian atau kecelakaan. Di negara berkembang, di mana terdapat berbagai risiko yang lebih tinggi, manfaat asuransi bahkan lebih penting lagi. Selain itu, semakin seringnya terjadi bencana alam selama dasawarsa terakhir telah membuat negara-negara berkembang semakin perlu untuk mempertimbangkan intervensi publik dalam rangka mendukung pengembangan produk asuransi bencana berbagai risiko.

Untuk menempatkan arti penting industri asuransi dunia sesuai perspektifnya, *International Financial Services London (IFSL 2005)* memperkirakan bahwa pada akhir tahun 2004, perusahaan-perusahaan asuransi mengelola dana sebesar AS\$14.5 trilyun, di mana sekitar empat per limanya adalah dari asuransi jiwa dan sisanya terutama dari asuransi kesehatan, harta milik dan kecelakaan, sementara jumlah premi mencapai AS\$3.3 trilyun. Sebagian besar dari sektor asuransi dunia dikuasai oleh negara maju. Dengan pendapatan premi sebesar AS\$1,217 trilyun pada tahun 2004, Amerika Utara merupakan kawasan yang paling penting, disusul Uni Eropa (AS\$1,109 trilyun) dan Jepang (AS\$492 milyar). Keempat negara teratas menyumbangkan hampir 2/3 jumlah premi pada tahun 2004. Amerika Serikat dan Jepang saja menyumbangkan separuh dari asuransi dunia, jauh lebih tinggi dari pangsa penduduk dunia mereka yang hanya 7 persen. Sebaliknya, pasar yang baru berkembang merupakan tempat dari lebih dari 85 persen penduduk dunia namun hanya menghasilkan 10 persen total premi. Tetapi bisnis asuransi jiwa dan tabungan di Cina menunjukkan potensi untuk negara-negara berkembang lainnya. Selama dasawarsa terakhir, bisnis ini telah menunjukkan peningkatan sekitar 30 persen per tahun, yang menjadikan Cina pasar besar asuransi jiwa yang pertumbuhan paling pesat di dunia. Pertumbuhan yang pesat diperkirakan berlangsung sampai dengan tahun 2008, di mana asuransi jiwa kemungkinan akan menghasilkan premi senilai AS\$100 milyar, mengungguli Perancis dan Jerman.

Pasar asuransi yang mapan menawarkan berbagai macam keuntungan. Ada berbagai teori ekonomi dan bukti yang telah mendokumentasikan bahwa kemampuan berbagi risiko secara efisien amat penting bagi kesejahteraan dan pertumbuhan. Kedua, pasar asuransi yang sudah maju mengurangi perlunya intervensi pemerintah melalui jaminan pemerintah yang tersurat maupun tersirat serta potensi terpakainya sumber daya pajak apabila terjadi bencana. Terakhir, aset kelolaan dalam industri asuransi jiwa merupakan indikasi potensi industri tersebut menghimpun aset. Karena pertanggung jawaban yang diberikan perusahaan asuransi jiwa bersifat jangka panjang, pengelolaan aset dan kewajiban yang bijaksana mengharuskan adanya investasi jangka panjang. Perusahaan asuransi dapat memberikan dampak yang besar pada perkembangan pasar pendapatan tetap maupun pasar modal. Karena pentingnya industri asuransi jiwa dalam pembentukan modal dan fokus laporan ini pada penggalangan sumber daya dalam negeri jangka panjang, bab ini akan lebih banyak difokuskan pada industri asuransi jiwa.

Sebagaimana yang terdokumentasi dalam bab ini, industri asuransi jiwa Indonesia saat ini menghasilkan usaha yang memiliki unsur tabungan yang kecil, sehingga tidak banyak memobilisasi sumber daya yang betul-betul bersifat jangka panjang. Seperti umumnya di negara-negara berkembang, evolusi bisnis asuransi di Indonesia terfokus pada pengembangan industri tersebut. Dalam sejarahnya, persyaratan modal perusahaan tergolong longgar, demikian pula persyaratan perijinan. Industri ini dilindungi dari persaingan internasional, dan negara cukup banyak terlibat dalam pasar asuransi tradisional. Akibatnya, pemain dalam industri ini banyak, tetapi industri itu sendiri relatif kecil dari segi ukuran totalnya dibanding negara-negara lain di kawasan ini. Kualitas dan kuantitas sumber daya manusia dan fasilitas pelatihan masih terbatas. Dalam konteks ini, pemerintah Indonesia sebaiknya mempertimbangkan untuk mendorong pengembangan suatu lingkungan yang membantu perusahaan-perusahaan asuransi sektor swasta. Pemerintah sebaiknya juga menaruh perhatian yang besar pula pada dipastikannya efisiensi penyedia publik dan medan permainan yang seragam (*level playing field*) antara lembaga publik dan swasta. Pemerintah hendaknya berupaya untuk memperkuat regulasi dan pengawasan, menyusun struktur perlakuan pajak yang sesuai, dan memperbaiki tata kelola perusahaan.

STRUKTUR

Segmen industri asuransi di Indonesia kecil tetapi sangat terfragmentasi. Per Desember 2004,⁶⁵ ada 162 perusahaan asuransi di Indonesia, yang terdiri dari 57 perusahaan asuransi jiwa, 101 perusahaan non-asuransi jiwa, dan 4 perusahaan reasuransi (lihat tabel 6.1).⁶⁶ Aset asuransi jiwa, non-jiwa dan reasuransi masing-masing berjumlah Rp.44,9 trilyun, Rp.19,2 trilyun dan Rp.953 milyar, sehingga bernilai total Rp.65 trilyun (AS\$7.3 milyar, atau 2,9 persen dari PDB). Lihat kotak 6.1 untuk ulasan singkat produk-produk asuransi.

⁶⁵ 2004 adalah tahun terakhir di mana data asuransi saat ini tersedia.

⁶⁶ Di samping itu ada lima perusahaan "jaminan sosial", yaitu lembaga milik negara yang menawarkan pensiun atau jasa asuransi kepada pegawai negeri, angkatan bersenjata, dan karyawan sektor swasta formal.

Tabel 6.1: Struktur Kepemilikan Industri Asuransi, 1985 dan 2005

Indikator	Perusahaan asuransi jiwa		Perusahaan asuransi non-jiwa		Reasuransi	
	1985	2005	1985	2005	1985	2005
Jumlah perusahaan	21	51	67	97	4	4
Persen dari total aset						
Negara	41	7	61a	14	99	-
Usaha patungan	-	49	14	16	-	-
Swasta	59b	44b	25	71	-	100
5 perusahaan teratas	93	53	64	43	100	100
Aset (milyar Rp)	409	53,940	512	21,206	263	978

Sumber: Cole dan Slade, 1996, Bapepam & LK

— Tidak tersedia

a. Termasuk perusahaan semi-milik negara

b. Termasuk perusahaan asuransi mutual

Kotak 6.1: Jenis-Jenis Produk Asuransi

Asuransi Jiwa. Asuransi jiwa membayarkan suatu jumlah yang telah ditetapkan kepada penerima yang ditunjuk apabila tertanggung meninggal dunia. Bisnis asuransi jiwa pada dasarnya bersifat jangka panjang, sehingga berpotensi menghasilkan kewajiban jangka panjang. Produk asuransi jiwa dapat merupakan perpaduan dari produk berjangka pendek, menengah dan panjang. Asuransi jiwa menghasilkan akumulasi aset yang lebih besar dari asuransi non-jiwa.

Asuransi non-jiwa. Asuransi non-jiwa melindungi perorangan dan usaha dari kerugian tertentu selain kematian. Produk non-jiwa bersifat jangka pendek, sehingga kewajiban di sektor non-jiwa pun bersifat jangka pendek.

Reasuransi. Reasuransi adalah suatu mekanisme untuk menyebarkan risiko yang ditanggung oleh industri asuransi dari pemegang polis. Melalui reasuransi, kerugian industri ini diserap dan didistribusikan ke sekelompok perusahaan, sehingga tidak ada satu perusahaan yang menanggung beban terlalu besar karena pertanggunganan yang ditawarkan kepada pemegang polisnya. Reasuransi dapat mengatasi bencana, kewajiban tak terduga, dan serangkaian kerugian besar yang mungkin terlalu besar untuk diserap satu perusahaan asuransi saja. Tanpa reasuransi, sebagian perusahaan asuransi hanya akan mampu memberikan pertanggunganan untuk usaha yang paling aman, sehingga banyak usaha yang riskan tetapi layak dijalankan tidak memiliki pertanggunganan. Pada dasarnya, reasuransi memperluas kapasitas penanggungan (*underwriting*) penanggung primer (McIsaac dan Babel 1995).

Anuitas. Anuitas pada umumnya membayarkan manfaat dengan jumlah yang tetap setiap tahun selama hidup seseorang atau selama jangka waktu beberapa tahun. Anuitas seumur hidup sederhana menyediakan manfaat sampai seseorang meninggal dunia, sekalipun kematian tersebut bersifat prematur. Anuitas *joint and survivorship* membayarkan manfaat kepada penerima anuitas seumur hidup mereka berdua, di mana anuitas akan terus diberikan kepada penerima yang masih hidup bila penerima pertama meninggal dunia.

Jaminan Sosial. Jaminan sosial umumnya menyediakan jaring pengaman keuangan baik selama masa kerja maupun sesudah pensiun. Komponen-komponen umumnya antara lain penghasilan yang berjumlah dasar, tunjangan kesehatan, dan tunjangan cacat.

Di samping itu, perusahaan-perusahaan yang mengikuti hukum syariah menawarkan produk asuransi takaful (untuk penjelasannya lihat kotak 6.2).⁶⁷ Asuransi syariah juga telah tumbuh di Malaysia. Sebuah terbitan baru dari Bank Sentral Malaysia merangkum 20 tahun pengalaman

⁶⁷ Ada 3 kategori model takaful, yang semuanya bekerja atas dasar berbagi risiko secara kooperatif di antara pemain: nirlaba, al mudharabah, dan al wakalah. Di Indonesia, model yang lebih disukai adalah al mudharabah, yang memfasilitasi penyuntikan modal.

industri takaful di Malaysia,⁶⁸ di mana 4 operator asuransi takaful telah berhasil menguasai 5.1 persen pangsa pasar industri asuransi. Asetnya mencapai lebih dari RM 5 milyar pada tahun 2004, di mana 4.3 milyar di antaranya berasal dari asuransi jiwa.

Asuransi memiliki sejarah yang panjang di Indonesia. Asuransi Jiwasraya didirikan oleh Belanda pada tahun 1859, dan Asuransi Jiwa Bersama Bumiputera dibentuk sebagai *mutual insurer* pada tahun 1912 oleh guru-guru berkebangsaan Indonesia. Setelah kemerdekaan pada tahun 1945, sebagian besar pasar asuransi di Indonesia dikuasai oleh perusahaan-perusahaan asuransi asing.⁶⁹ Meskipun demikian, setelah serangkaian penutupan dan nasionalisasi, pada tahun 1985 pasar didominasi oleh perusahaan milik negara atau semi-milik negara, yang memegang 41 persen aset asuransi jiwa, 61 persen sektor non-jiwa, dan 100 persen sektor jaminan sosial; *mutual insurer* Bumiputera memegang 38 persen dari pasar asuransi jiwa.

Setelah menyerap seluruh dampak krisis ekonomi, industri asuransi telah tumbuh sejak tahun 1999 (lihat tabel 6.2). Selama periode 2000-2005, aset dan premi di sektor asuransi jiwa naik hampir tiga kali lipat. Di sektor non-jiwa, aset naik sekitar 75 persen, sementara jumlah premi naik sekitar 90 persen. Jumlah perusahaan dalam industri ini tidak banyak berubah selama periode tersebut, di mana jumlah perusahaan asuransi komersial langsung, tidak termasuk perusahaan jaminan sosial, turun dari 169 pada tahun 2000 menjadi 152 pada tahun 2005.

Kotak 6.2: Asuransi Syariah

Produk-produk keuangan Islam – yaitu perbankan dan asuransi – diarahkan bagi investor yang ingin mematuhi hukum Islam (syariah). Keuangan Islam berkembang dengan laju yang menonjol. Sejak kemunculannya pada tiga dasawarsa yang lalu, jumlah lembaga keuangan Islam di seluruh dunia telah meningkat dari 1 lembaga pada tahun 1975 menjadi lebih dari 300 dewasa ini, tersebar di lebih dari 75 negara. Lembaga-lembaga ini terkonsentrasi di Timur Tengah dan Asia Tenggara (dengan pusat terbesar di Bahrain dan Malaysia). Total aset di seluruh dunia diperkirakan melebihi \$250 milyar dan tumbuh dengan angka perkiraan 15 persen per tahun. Di negara-negara yang menawarkan produk keuangan Islam, pertanggunggunaan dan batasnya sangat bervariasi, termasuk dari situasi di mana sektor tersebut sepenuhnya bersistem Islam (Iran dan Sudan) sampai ke situasi di mana sistem konvensional dan Islami hidup berdampingan (Indonesia, Malaysia, Pakistan, dan Uni Emirat Arab). Ada beberapa negara yang telah memilih untuk memisahkan kedua jenis lembaga ini dengan tegas, sedangkan yang lain telah memperbolehkan lembaga keuangan konvensional untuk membentuk cabang Islam, sehingga membuka jalan untuk keikutsertaan oleh beberapa perusahaan multinasional terbesar.

Keuangan Islami telah maju pesat di Indonesia, berkat tumbuhnya permintaan akan produk-produk yang mengikuti hukum syariah. Demikian pula, industri itu sendiri juga sedang tumbuh karena banyaknya lembaga keuangan yang menawarkan produk-produk syariah. Meskipun dapat mengejar ketinggalan, industri ini menghadapi tantangan-tantangan regulasi yang unik. Sudah tentu bahwa salah satu tantangan terbesarnya adalah mengembangkan kerangka untuk pengaturan, pengawasan dan regulasi lembaga-lembaga keuangan Islam. Pertama, tidak ada pendekatan yang sama di antara berbagai negara yang memiliki lembaga keuangan Islami. Satu dari dua pandangan utama yang dianut oleh Malaysia dan Republik Yaman, misalnya, adalah bahwa lembaga keuangan Islam harus tunduk kepada rezim pengawasan dan regulasi yang samasekali berbeda dengan rezim untuk bank konvensional. Pandangan yang kedua mengakui keunikan kegiatan lembaga keuangan Islam, tetapi lebih suka memasukkannya di bawah rezim pengawasan dan regulasi yang sama dengan lembaga-lembaga keuangan konvensional, dengan sedikit penyesuaian dan pedoman khusus. Bahrain dan Qatar adalah contoh negara yang mempraktikkan bentuk pengawasan dan regulasi yang terakhir ini.

⁶⁸ "Malaysian Takaful Industry, 1984-2004" (<http://www.bnm.gov.my/>).

⁶⁹ Cole dan Slade (1996).

Tabel 6.2: Pertumbuhan Industri Asuransi, 2000–5 (Rp trillion)

Indikator	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Perusahaan Asuransi Jiwa						
Total aset	18.7	22.4	26.3	32.9	44.9	53.9
Total investasi	14.2	17.3	20.4	26.6	36.4	45.4
Premi bersih	7.0	9.1	11.2	13.7	18.3	21.6
<i>Investment yields</i>	2.1	1.8	1.0	2.0	3.8	3.7
Pembayaran Klian dan Menfaat	(4.2)	(5.2)	(5.5)	(6.5)	(8.7)	(11.2)
Meningkatkan cadangan premium	(2.9)	(2.5)	(2.9)	(4.5)	(7.6)	(8.3)
Total Biaya	(2.2)	(3.1)	(3.6)	(4.1)	(4.4)	(2.5)
Laba bersih	(0.1)	0.0	0.2	0.5	1.0	1.2
	-2.1	0.5	1.5	3.4	5.5	5.6%
<i>Return on Investments (ROI)</i>	14.8%	10.3%	4.7%	7.4%	10.5%	8.2%
Total biaya yang merupakan persentase biaya dan manfaat	53.4%	58.9%	65.4%	63.6%	50.3%	22.0%
Perusahaan Asuransi non Jiwa dan reinsurance						
Total aset	12.6	14.8	15.8	17.2	20.2	22.1
Total investasi	8.2	9.4	10.0	11.4	13.7	14.8
Premi bruto	7.0	10.0	11.9	12.7	14.3	15.9
Premi yang dibayarkan	(2.9)	(3.7)	(4.6)	(5.2)	(6.0)	(8.3)
Premium bersih	4.0	6.3	7.3	7.5	8.3	7.7
<i>Investment yields</i>	0.8	0.9	0.5	0.8	1.2	0.9
Klaim dan manfaat yang dibayarkan	(3.6)	(5.8)	(6.0)	(5.5)	(5.2)	(7.6)
Klaim dan manfaat yang diterima	2.3	4.0	3.8	3.1	2.4	3.9
Net Klaim dan manfaat bersih yang dibayarkan paid	(1.3)	(1.8)	(2.2)	(2.4)	(2.8)	(3.8)
Total Biaya	(1.3)	(1.5)	(1.7)	(2.0)	(2.1)	(2.4)
Laba Bersih	0.9	1.1	0.9	1.2	1.7	1.5
Persentase dari premi bersih	23.3	17.0	11.9	16.0	20.2	20.0%
<i>Return on Investments (ROI)</i>	10.3%	9.3%	4.7%	6.9%	8.6%	6.1%
Total biaya % dari manfaat	36.1%	26.6%	27.9%	35.9%	39.7%	31.1%

Sumber: Laporan Tahunan. Biro Asuransi, Bapepam & LK

Pasar asuransi terkonsentrasi secara moderat. 10 perusahaan asuransi jiwa terbesar menguasai hampir tiga per empat total aset. Sedangkan 10 perusahaan terkecil hanya menguasai kurang dari 1 persen total aset, sedangkan 42 perusahaan yang dikombinasikan dari keduanya hanya mengontrol 10 persen dari pangsa pasar. Indeks Herfindahl adalah alat untuk mengukur konsentrasi suatu industri. Indeks Herfindahl (HHI) untuk perusahaan asuransi jiwa berkisar antara 800 dan 900, sedangkan berkisar 300 dan 400 untuk asuransi bukan jiwa dan reasuransi. Pasar yang memiliki HHI antara 1,000 dan 1,800 titik dianggap terkonsentrasi secara moderat, menurut kesimpulan, sektor asuransi jiwa di Indonesia mendekati titik terkonsentrasi secara moderat, sedangkan non-jiwa tidak terkonsentrasi. Tabel 6.3 membuat perbandingan antara konsentrasi lima perusahaan terbesar di Indonesia dengan negara-negara lain. Indonesia kurang terkonsentrasi jika dibandingkan dengan negara tetangga—Thailand Filipina—tetapi tidak beda jauh dengan Malaysia.

Tabel 6.3: Konsentrasi 5 Asuransi Terbesar di Berbagai Negara, 2003

Country	Life premiums (US\$million)	Population (million)	Top five insurers as a % of total	Population per top insurer	Active population per top insurer
Indonesia*	1,373	234.9	48.4	22.7	9.8
Malaysia	3,465	23.1	54.8	2.5	1.1
Philippines	702	84.4	88.0	14.9	5.9
Thailand	3,222	64.3	71.9	9.2	5.1
Australia	22,341	19.7	55.9	2.2	1.1
Canada	22,841	32.2	28.6	1.8	1.0
Japan	381,335	127.2	31.7	8.1	4.2

Sumber: Insurance Information Institute 2005, Swiss Re 2004b

Catatan: Premi asuransi jiwa naik menjadi US\$2.2 milyar pada tahun 2005, dengan 5 asuransi terbesar menguasai 51% pangsa pasar. Gambar yang terlihat ditabel adalah perbandingan Indonesia dengan negara-negara lain di tahun 2003.

Penetrasi

Penetrasi industri asuransi di Indonesia—premi sebagai persentase terhadap PDB—cukup rendah, dengan premi sama dengan 1.4 persen dari PDB di tahun 2005 (jiwa, 0.8 persen; non-jiwa 0.6 persen, lihat tabel 6.4). Penetrasi juga memperhitungkan kapasitas untuk membayar dan terdapat hubungan yang kuat antara pendapatan per kapita dengan porsi yang dibelanjakan untuk asuransi. Sebuah studi Sigma (Swiss Re 2004a) menunjukkan bahwa kurva-S menggambarkan hubungan empiris antara pembangunan ekonomi yang diwakili oleh PDB per kapita dengan porsi premi asuransi jiwa terhadap PDB. Sejalan dengan kenaikan pendapatan, penetrasi asuransi juga diharapkan akan naik, karena premi asuransi berkembang secara proporsional lebih cepat dari pertumbuhan ekonomi. US\$8,000 per kapita sudah diperkirakan sebagai ambang batas atas dari percepatan penetrasi. Penetrasi akan bervariasi dari 9.0 persen (jiwa, 5.1 persen) untuk negara-negara OECD sampai sekitar 3.4 persen (jiwa, 2.2 persen) untuk negara-negara ASEAN. Jadi, hal yang terjadi di Indonesia tidaklah mengherankan, penetrasi akan rendah jika pendapatan per kapita juga rendah.

Tabel 6.4: Penetrasi Asuransi di Berbagai Negara, 2003/5 (US\$ kecuali dikatakan lain)

Negara	Total Premi Asuransi		Premi Asuransi Jiwa		Premi Asuransi Non-Jiwa	
	Jumlah (milyar)	% of PDB	Jumlah (milyar)	% of PDB	Jumlah (milyar)	% of PDB
Indonesia 2005	3.8	1.4	2.2	0.8	1.6	0.6
Indonesia 2003	3.1	1.2	1.4	0.6	1.7	0.6
Malaysia	5.6	5.4	3.5	3.3	2.2	2.1
Filipina	1.2	1.5	0.7	0.9	0.5	0.6
Thailand	4.9	3.5	3.2	2.3	1.7	1.2
Australia	40.4	8.0	22.3	4.4	18.1	3.6
Kanada	59.2	6.8	22.8	2.6	36.3	4.2
Jepang	479.1	10.8	381.3	8.6	97.7	2.2
ASEAN	24.3	3.4	14.6	2.2	9.6	1.2
OECD	2,709.8	9.0	1,533.2	5.1	1,176.6	3.9

Sumber: Bapepam & LK untuk data Indonesian. Swiss RE, OECD untuk data negara lain

Catatan: Perbandingan yang dibuat dengan menggunakan rata-rata regional dan juga keseluruhan, tapi perbandingan yang lebih spesifik ke enam negara: tiga negara berkembang yang bisa dilihat dari *benchmark* jangka pendek dan tiga negara maju terlihat dari potensi jangka panjangnya. Tiga negara berkembang adalah Malaysia, Filipina, dan Thailand. Untuk negara maju, Australia adalah tetangga dekat, Jepang adalah negara maju di Asia, dan Kanada mewakili Amerika Utara. Indonesia adalah negara yang diatur oleh sipil dan Kanada memiliki sistem hukum yang mengkombinasikan peraturan sipil di Quebec dengan peraturan bersama di propinsi lainnya; tatanannya menjadi inspirasi dan pensiun and asuransi di Indonesia.

Kepadatan

Saat penetrasi adalah perbandingan yang normal untuk mengikutsertakan kemampuan untuk membayar, kepadatan—premi per kapita—lebih mengindikasikan kapasitas untuk mengakumulasi aset (lihat kotak 6.3). Pada tahun 2005, kepadatan kombinasi asuransi jiwa dan non-jiwa di Indonesia adalah US\$17.6 (Jiwa, US\$10.1, non-jiwa, US\$7.5).

Terdapat berbagai jenis kepadatan yang berbeda-beda antar negara, khususnya asuransi jiwa (lihat tabel 6.5). Pada tahun 2003 kepadatan asuransi jiwa bervariasi dari yang lebih dari US\$3,000 sampai ke US\$6.4, dengan rasio 469 banding 1 antara yang terbesar dan yang terkecil: PDB per kapita memiliki interval antara US\$ 34,874 sampai US\$970 in 2003— dengan rasio 36 banding 1. Semakin besar perbedaan kepadatannya, makin terlihat bahwa kepadatan meningkat lebih cepat jika dibandingkan dengan PDB per Kapita (lihat Tabel 6.5).

Tabel 6.5: Kepadatan Premi Asuransi Jiwa di Berbagai Negara, 2003/5 (US\$ kecuali dikatakan lain)

Country	Premi Asuransi Jiwa	Kepadatan	PDB (\$ milyar)	PDB per kapita
Indonesia 2005	2.2	10.1	281	1,296
Indonesia 2003	1.4	6.4	239	970
Malaysia	3.5	140.3	105	4,251
Filipina	0.7	8.6	80	983
Thailand	3.2	52.0	143	2,306
Australia	22.3	1,128.3	506	25,556
Kanada	22.8	722.8	887	28,070
Jepang	381.3	3,002.6	4,429	34,874
ASEAN	14.6	31.3	666	1,423
OECD	1,533.2	1,331.3	29,957	26,002

Sumber: Bapepam & LK for Indonesian data. Swiss RE, OECD for data regarding other countries

Kotak 6.3: Penjelasan Rendahnya Penetrasi dan Kepadatan Asuransi di Indonesia

Kepadatan asuransi di Indonesia lebih rendah dari negara-negara Asia Tenggara lainnya seperti Filipina, Thailand dan Malaysia. Indonesia masih di bawah kurva S (penetrasi asuransi sebagai fungsi PDB per kapita), sementara Filipina sudah sangat mendekati dan India, Cina, Malaysia, Republik Korea, Singapura, Taiwan (Cina) dan Thailand semuanya berada di atas kurva S.

Rendahnya penetrasi dan kepadatan di Indonesia tidak dapat dijelaskan dengan sistem jaminan sosial yang royal yang akan memberikan jaring pengaman keuangan kepada keluarga biasa selama bekerja maupun setelah pensiun. Sebaliknya, di luar pegawai negeri, Indonesia memiliki tingkat penyediaan jaminan sosial yang sangat rendah.

Beberapa analis berpendapat bahwa perbedaan budaya dan agama, termasuk hubungan keluarga yang erat dan sikap enggan ikut asuransi karena alasan keyakinan, dapat menjelaskan beberapa variasi tersebut. Sebagai contoh, asuransi jiwa pada umumnya kurang berkembang di banyak negara Timur Tengah yang memiliki jumlah penduduk muslim yang besar, yang berada jauh di bawah kurva S, meskipun pendapatan per kapitanya lebih tinggi. 3 negara yang berada jauh di bawah kurva S adalah Turki, Uni Emirat Arab dan Kuwait. Namun asuransi jiwa tumbuh di negara-negara mayoritas Muslim lainnya seperti Malaysia. Oleh karena itu, kita tidak dapat menuding faktor budaya dan agama saja sebagai penyebab kurang berkembangnya sektor asuransi.

Sebuah makalah penelitian IMF baru-baru ini (Erba^o dan Sayers 2005) menghubungkan tingkat penetrasi asuransi non-jiwa di 70 negara dengan tingkat pendapatan, kedalaman sektor keuangan, risiko negara, ukuran biaya asuransi, dan indeks pemerintahan Bank Dunia. Negara dengan pendapatan rendah dan tinggi diperiksa. Makalah ini mendapati bahwa poros kualitas kelembagaan-transparansi-ketidakpastianlah yang merupakan penentu utama potensi asuransi (*insurability*) di berbagai negara, lebih dari kekuatan tingkat pendapatan untuk menjelaskan. Potensi asuransi lebih rendah bila pemerintahan lemah. Kualitas kelembagaan seperti yang tercermin pada tingkat ketidakpastian dapat menjadi penentu potensi asuransi yang lebih mendalam. Implikasinya bagi Indonesia sudah jelas: suasana kelembagaan dan regulasi yang lebih kuat, transparansi sektor asuransi yang lebih baik, dan kepercayaan yang meningkat tentang nilai janji keuangan jangka panjang akan mendukung pertumbuhan industri ini.

Terakhir, suatu hal yang banyak diamati adalah sedikitnya pendidikan oleh kelembagaan atau pun negara tentang manfaat asuransi dan bahwa masyarakat pada umumnya tidak terdidik tentang penggunaan produk asuransi, terutama produk asuransi jiwa, yang lebih tidak berwujud daripada asuransi kendaraan bermotor atau asuransi kebakaran. Demikian pula, perlakuan pajak tidak menawarkan banyak insentif; sebaliknya, reksadana menawarkan keuntungan pajak yang lebih besar, karena praktis bebas pajak, sehingga pertumbuhan aset reksadana telah melebihi pertumbuhan aset asuransi maupun dana pensiun.

Akumulasi Aset

Statistik mengenai jumlah akumulasi aset memberikan perspektif yang berbeda tentang ukuran relatif industri ini di berbagai negara (lihat tabel 6.6). Sektor asuransi Indonesia masih belum mencapai akumulasi aset yang signifikan. Di samping tingkat penetrasi dan kepadatan yang rendah, Indonesia juga terhambat oleh tingkat pengeluaran yang tinggi, di mana aset terakumulasi dari surplus premi terhadap pengeluaran.

Industri asuransi jiwa Indonesia menghasilkan bisnis yang memiliki unsur simpanan yang rendah, sehingga industri ini saat ini hanya sedikit memobilisasi sumber daya yang benar-benar bersifat jangka panjang. Dari sifatnya, industri asuransi jiwa seharusnya menghasilkan simpanan jangka panjang. Di Indonesia, bisnis yang memiliki kadar simpanan jangka panjang yang tinggi (*endowment*, seumur hidup, anuitas, dan produk unit-link (non-tradisional)) menyumbang 45 persen dari total bisnis asuransi, jika diukur dari premi (lihat tabel 6.7). Tetapi jika diukur dari jumlah yang diasuransikan, proporsi produk-produk ini turun menjadi 26 persen (lihat tabel 6.7).

Tabel 6.6: Akumulasi Aset Industri Asuransi di Beberapa Negara, 2003/2005 (milyar AS\$ kecuali disebutkan lain)

Negara	PDB	Asuransi non-jiwa		Asuransi jiwa		Total jiwa dan non-jiwa	
		Jumlah	% PDB	Jumlah	% PDB	Jumlah	% PDB
Indonesia 2005	281	2.2	0.8	5.5	2.0	7.7	2.8
Indonesia 2003	239	2.0	0.8	3.8	1.6	5.8	2.4
Malaysia	105	4.4	4.2	15.8	15.1	20.2	19.2
Filipina	80	1.4	1.8	-	-	-	-
Kanada	887	63.0	7.1	224.9	25.4	288.0	32.5
Jepang	4,429	284.0	6.4	1,631.1	36.8	1,915.1	43.2

Sumber: Bapepam & LK untuk data Indonesia. Swiss RE, OECD untuk data negara-negara lain

— Tidak tersedia

Tabel 6.7: Pemegang Polis Asuransi Jiwa, Jumlah yang Diasuransikan, dan Premi, menurut Jenis Produk, 2005 (trilyun Rp kecuali disebutkan lain)

Program	Banyaknya yang diasuransikan [juta]		Jumlah yang diasuransikan		Premi	
	2005	Total %	2005	Total %	2005	Total %
Dwiguna a	5.3	14.0	88.0	10.5	9.9	24.8
Nontradisional a	0.7	1.8	61.5	7.3	6.1	15.2
Seumur hidup a	0.5	1.4	65.3	7.8	1.7	4.3
Anuitas a	0.3	0.8	3.3	0.4	0.2	0.6
Anuitas pensiun a	0.0	0.1	0.3	0.0	0.1	0.3
Total produk penghasil simpanan	6.9	18.0	218.6	25.9	18.0	45.2
Asuransi berjangka	17.4	45.5	202.9	24.1	1.8	4.5
Kesehatan	2.7	7.0	58.6	7.0	1.7	4.3
Kecelakaan diri	4.3	11.4	143.8	17.1	0.3	0.8
Total	31.3	100.0	623.8	100.0	21.8	100.0

Sumber: Laporan Tahunan, Biro Asuransi, Bapepam & LK

a. Produk yang menghasilkan unsur simpanan.

Alokasi Aset

Aset asuransi, terutama asuransi jiwa, bersifat jangka panjang. Di Indonesia, 26 persen aset ini diinvestasikan dalam deposito bank jangka pendek, sehingga masa jatuh temponya tidak sesuai. (Lihat Tabel 6.8)

Tabel 6.8: Alokasi Aset di Perusahaan Asuransi, 2005 (juta Rp kecuali disebutkan lain)

Jenis investasi	Asuransi jiwa		Asuransi non-jiwa		Total	
	Jumlah	Total %	Jumlah	Total %	Jumlah	Total %
Deposito	9.2	20.3	6.6	44.4	15.8	26.3
Obligasi korporasi	6.9	15.2	2.4	16.2	9.3	15.4
Obligasi pemerintah	13.7	30.2	1.0	6.8	14.7	24.5
Saham	4.0	8.9	0.9	5.9	4.9	8.2
Realestat (real estate)	1.2	2.6	0.2	1.4	1.4	2.3
Reksadana	6.6	14.5	0.7	4.5	7.3	12.1
Lain-lain	3.8	8.3	3.1	20.8	6.8	11.4
Total aset yang diinvestasikan	45.4	100.0	14.8	100.0	60.2	100.0

Sumber: Bapepam & LK

Struktur Angkatan Kerja: Upah dan Kemampuan Membayar

Struktur angkatan kerja dan upah adalah penentu kunci dari pasar potensial untuk asuransi. Perbandingan antar negara harus memperhitungkan perbedaan tingkat kegiatan dan struktur upah. Indonesia memiliki sektor formal yang kecil (lihat tabel 6.9).⁷⁰ Tingkat keikutsertaan penduduk berusia 15 tahun ke atas di angkatan kerja sekitar 72 persen, tetapi penghasil upah di sektor formal merupakan sekitar 33 persen dari tenaga kerja atau 21 persen penduduk usia 15 tahun ke atas. Meskipun tabel ini tidak menunjukkan variasi tingkat keikutsertaan yang dramatis antara negara-negara ASEAN, Indonesia tampak menonjol, bersama Thailand, sebagai negara yang memiliki jumlah penduduk yang relatif kecil atau urban.

Tabel 6.9: Struktur Tenaga Kerja di Beberapa Negara, Berbagai Tahun, 2000–2003

Negara dan tahun	Total penduduk (juta)	Penduduk usia 15+ (juta)	Penduduk usia 15+ sebagai % dari total	Penduduk aktif (juta)	Tingkat aktivitas	Penduduk kota sebagai % dari total
Indonesia, 2003	214.5	153.7	72	100.8	66	43
Malaysia, 2000	23.3	15.6	67	9.6	62	59
Filipina, 2001	78.3	49.4	63	33.4	68	60
Thailand, 2003	62.5	48.4	77	35.3	73	20
Australia, 2003	19.9	15.9	80	10.1	63	91
Kanada, 2002	31.3	24.9	80	16.7	67	79
Jepang, 2003	127.6	109.6	86	66.7	61	79

Sumber: Swiss Re 2004b

Catatan: jumlah penduduk aktif Indonesia 100.8 jiwa, terdiri dari 9.1 juta menganggur, 32.6 juta bekerja formal, dan 59 juta bekerja informal.

Perbedaan yang jauh antara upah di perkotaan dan pedesaan menunjukkan bahwa pasar untuk simpanan kontraktual di Indonesia mungkin lebih banyak berada di perkotaan. Pada tahun 2003, upah di perkotaan adalah 118 persen dari upah rata-rata, dan upah di pedesaan 73 persen (jadi upah di perkotaan rata-rata 162 persen upah di pedesaan). Dengan basis nilai tukar Rp.8.578 per dolar AS pada tahun 2003, angka ini bila ditukar menjadi upah bulanan sebesar AS\$93,79 (perkotaan), AS\$58,09 (pedesaan), dan AS\$79,85 (rata-rata). Pekerja di pedesaan yang dibayar lebih rendah tidak mungkin menghasilkan simpanan kontraktual yang signifikan.

Kurangnya pemerataan pendapatan ini juga dapat menjelaskan kurangnya minat terhadap asuransi jiwa sebagai produk simpanan atau sebagai bentuk perlindungan. Jika kita lihat ketidaksetaraan distribusi pendapatan di berbagai negara, pola Indonesia lebih mendekati pola ekonomi maju daripada negara-negara sebanding di kawasannya. Jika kita terapkan distribusi ini

⁷⁰ Meskipun definisi sektor formal dan nonformal, atau pun perbedaan antara penghasil upah dan bukan penghasil upah, berbeda-beda per lembaga, seperti Biro Statistik atau pun Depnakertrans, variasi tersebut untuk keperluan penelitian kami tidaklah signifikan.

pada pendapatan rata-rata per negara, kuintil teratas di Indonesia memiliki pendapatan rata-rata terendah di kawasan ini; dan yang tidak mengejutkan, angka ini secara signifikan lebih rendah dari angka untuk ekonomi maju, suatu kesenjangan yang tercermin pada statistik kepadatan asuransi. Secara keseluruhan, ekonomi berkembang menunjukkan konsentrasi pendapatan yang lebih besar di kuintil teratas, dan meskipun Indonesia menunjukkan rasio terendah, angkanya tidak jauh berbeda dari angka Thailand dan Malaysia.

Kerangka Hukum

Kerangka hukum dasar dari sektor asuransi adalah Undang-undang Asuransi tahun 1992,⁷¹ yang mengalami perubahan signifikan pada tahun 1999/2000 dengan dimasukkannya persyaratan modal berbasis risiko (*Risk Based Capital* or RBC).⁷² Undang-undang ini mencakup perijinan dan pengawasan perusahaan asuransi, perusahaan Pialang Asuransi yang bertindak atas nama pihak yang diasuransikan, dan agen-agen asuransi yang bertindak sebagai pelaksana pemasaran mewakili perusahaan asuransi. Undang-undang ini juga mengatur jenis bisnis asuransi yang dapat dimasuki oleh suatu perusahaan, seperti asuransi jiwa, non-jiwa dan reasuransi, serta meregulasi bentuk korporasi suatu badan terdaftar serta marjin likuiditas, cadangan teknis, serta parameter investasinya. Undang-undang ini mengatur perilaku bisnis, premi, syarat dan ketentuan, serta penyelesaian klaim. Perincian ketentuan-ketentuan ini pada umumnya diserahkan kepada badan pengatur asuransi, yang menjelaskan aturan-aturannya. Sampai tahun 2005 tidak ada ketentuan yang mengatur penjualan produk *linked*, yaitu produk di mana pembayaran kontrak dikaitkan dengan kinerja suatu kelompok sekuritas tertentu, yang di Amerika Serikat dikenal dengan nama *universal life* atau *variable annuities*.

Karena pertimbangan politik, perusahaan jaminan sosial – Taspen, Asabri dan Jamsostek – yang merupakan program-program asuransi terbesar di Indonesia, tetap berada di luar lingkup kerangka prudensial yang ditetapkan oleh Undang-undang Asuransi tahun 1992. Masing-masing lembaga ini beroperasi dengan kerangka hukum tersendiri (lihat bab 5). Hal ini sangat membatasi wilayah kewenangan Departemen Keuangan, sebagai pengatur sektor asuransi, atas penyelenggara-penyelenggara jaminan sosial tersebut.⁷³

Undang-undang tahun 1992 ini menciptakan kesulitan dan kelemahan untuk sektor ini. Regulasi prudensial diberlakukan, namun pada saat yang bersamaan, ada keengganan yang kuat untuk melaksanakan kewajiban negara atas perusahaan-perusahaan yang bangkrut. Keleluasaan pengatur dalam mengendalikan unsur-unsur substantif sektor ini dihambat karena unsur-unsur ini harus tunduk kepada perundang-undangan pemerintah dan bukan keputusan menteri. Kompromi-kompromi politik penting lainnya pun ada. (a) Alih-alih perijinan memperlakukan ("*grandfathering*") satu-satunya perusahaan mutual yang ada sebagai pengecualian, industri ini dibiarkan terbuka bagi pemain mutual baru dengan tunduk kepada undang-undang yang akan diadakan untuk perusahaan asuransi mutual, dan undang-undang ini masih belum ada. Maka pada dasarnya, perusahaan asuransi jiwa terbesar di negara ini berada di luar kerangka hukum.

⁷¹ Undang-undang Asuransi Nomor 2 tahun 1992 dan Peraturan Nomor 73 tahun 1992

⁷² Sebelumnya pernah ada upaya merangsang perkembangan sektor asuransi dengan mencabut monopoli pemerintah dan mendorong investasi sektor swasta dalam industri ini. Sebagai contoh, Keputusan Presiden Nomor 65 dan Keputusan Menteri Keuangan Nomor 578, keduanya tahun 1969, dimaksudkan untuk membuka pasar dan melindungi kebebasan memilih bagi peserta asuransi. Kedua keputusan ini hanya setengah berhasil, persaingan tetap terbatas, dan pertumbuhan bisnis asuransi dan pensiun yang tetap lambat, kurangnya kejelasan, serta kesenjangan perundang-undangan yang ada mendorong Menteri Keuangan untuk mereformasi sektor ini dengan mengembangkan perundang-undangan baru.

⁷³ Status ini tetap berlaku, meskipun Undang-undang Nomor 40, yang disahkan pada bulan Oktober 2004, berupaya untuk mengoreksi hal ini sampai batas tertentu.

(b) Penjelasan undang-undang, yang di Indonesia memiliki kekuatan hukum, melemahkan hak perorangan untuk memilih penyedia mereka dengan mendefinisikan kembali “kebebasan” sebagai kebebasan untuk memilih suatu perusahaan Indonesia, yang berarti bahwa praktik-praktik penjualan secara paksa masih terus menjadi momok dalam industri ini. (c) Sebagaimana yang telah dibahas, para “penyelenggara jaminan sosial” dibebaskan dari undang-undang. (d) Perusahaan asuransi dibatasi pada pengelolaan dana pensiun lembaga keuangan, suatu bentuk rekening individu dengan iuran tetap kolektif, sehingga mengecualikan dana pensiun pemberi kerja, yang merupakan pasar kunci di mana tenaga kerja dapat masuk secara kelompok.

Suatu langkah penting menuju reformasi sektor ini diambil pada tahun 1999, ketika persyaratan modal minimum bagi perusahaan asuransi diubah dan persyaratan RBC mulai diperkenalkan. Peraturan nomor 63 tahun 1999 mewujudkan suatu lompatan jauh ke depan dalam hal persyaratan modal disetor minimum, yang naik dari Rp.2 milyar saja sampai menjadi Rp 100 milyar. Meskipun demikian, persyaratan yang lebih tinggi ini hanya berlaku bagi perusahaan baru, sedangkan perusahaan yang sudah ada mengalami pemutihan perijinan di bawah persyaratan modal yang lama – dan persyaratan modal yang telah direvisi ini pun masih relatif lunak.⁷⁴

Yang lebih signifikan adalah pengesahan keputusan menteri tentang keuangan yang sehat. Keputusan ini memperbaharui sejumlah ketentuan yang berhubungan dengan aset, kewajiban dan investasi, tetapi yang lebih penting, memperkenalkan persyaratan likuiditas RBC secara berangsur-angsur untuk penyelenggara asuransi jiwa maupun non-jiwa, yang mencapai tingkat akhirnya pada tahun 2004. Tujuannya adalah agar mendapatkan penyelenggara asuransi yang lebih dapat diandalkan meskipun jumlahnya lebih sedikit. Secara umum diperkirakan bahwa hanya sepertiga sampai separuh dari penyelenggara asuransi yang ada akan mampu memenuhi persyaratan baru tersebut. RBC masih dilaksanakan, dan beberapa perusahaan sudah diidentifikasi terlalu lemah untuk memenuhi persyaratan ini. Meskipun demikian, konsolidasi industri ini berjalan lambat karena lemahnya pelaksanaan.

Pada tahun 2004 dikeluarkan beberapa keputusan menteri, disusul serangkaian keputusan oleh Biro Asuransi pada tahun 2004 yang memasukkan perbaikan-perbaikan secara bertahap. Keputusan No. 422 membahas perilaku usaha, tetapi juga mensyaratkan perusahaan-perusahaan untuk mengajukan laporan yang berisi proyeksi kemampuan mereka memenuhi kewajiban-kewajibannya selama sekurang-kurangnya 5 tahun ke depan. Keputusan No. 424 bulan November 2004 mengklarifikasi persyaratan untuk asuransi berprinsip syariah, memperbaharui batas investasi, mengizinkan 20 persen modal asing, dan memasukkan dasar untuk ketentuan lebih lanjut tentang program-program asuransi yang dikaitkan dengan investasi yang dikeluarkan sebagai KEP 2475/LK pada tahun 2004. Namun yang lebih penting lagi, Biro ini mengeluarkan pedoman untuk menghitung marjin likuiditas minimum. Terakhir, perusahaan-perusahaan asuransi, seperti halnya lembaga keuangan lainnya, harus mematuhi persyaratan baru yang diberlakukan pada bulan Mei 2004, mengenai kegiatan pencucian uang dan terorisme berdasarkan prinsip “kenali nasabah Anda”.

Kerangka peraturan dan pengawasan

Bapepam & LK adalah badan pengatur dan pengawas sektor asuransi. Organisasi-organisasi industri dan profesional, termasuk Dewan Asuransi Indonesia (DAI), Asosiasi Asuransi Umum Indonesia, Asosiasi Asuransi Jiwa Indonesia (AAJI) dan PAI, juga memainkan peran dalam mendukung industri ini.

Berdasarkan undang-undang tahun 1992, peraturan dimaksudkan untuk melindungi industri ini pada umumnya dan industri dalam negeri pada khususnya. Peraturan ini dengan hati-hati

⁷⁴ Sebagai contoh, ketentuan modal minimum adalah 5 triliun rupiah untuk bank.

menghindari memikul tanggung jawab atas perusahaan yang gagal dan perlindungan pemegang polis. Dalam pertimbangan untung rugi antara mengembangkan industri dan melindungi konsumen Indonesia, yang menjadi prioritas adalah pertumbuhan industri ini.

Sejak tahun 2000, sudah mulai ada pergeseran paradigma dalam hal pengelolaan dan regulasi industri ini. Dahulu yang ditekankan adalah pertama, mendorong kelangsungan hidup perusahaan, kedua, menegakkan hukum, dan ketiga barulah melindungi pemegang polis. Kini fokusnya bergeser menjadi pertama, melindungi pemegang polis, kedua menegakkan hukum, dan ketiga barulah mendorong kelangsungan hidup (selektif) perusahaan-perusahaan. Kerangka industri yang baru ini dibangun dari tiga sokoguru, yaitu perlindungan konsumen, persyaratan distribusi, dan standar minimum. Perlindungan konsumen melindungi hak-hak pemegang polis dan melindungi mereka dari perlakuan yang tidak adil atau tidak konsisten. Hal ini meliputi salah penjualan, salah representasi, dan - apabila terjadi penggabungan, akuisisi, dan restrukturisasi perusahaan - reasuransi asumsi. Persyaratan distribusi berarti bahwa agen harus memenuhi kualifikasi industri minimum sebelum diberi kewenangan untuk menjual asuransi, dan pialang harus memenuhi kualifikasi asosiasi kepihalangan minimum, termasuk *professional indemnity* dan *fidelity bonding* (perijinan pada akhirnya nanti dapat digantikan dengan kualifikasi profesional Indonesia dan swa-regulasi). Standar minimum berarti bahwa peserta harus memenuhi persyaratan minimum standar likuiditas (manajemen berbasis risiko), standar produk, standar investasi, dan standar usaha.

Pada tahun 2000, Indonesia menjadi negara pertama di Asia yang melaksanakan persyaratan RBC modern untuk penyelenggara asuransi jiwa maupun non-jiwa.⁷⁵ Alih-alih mengorbankan target akhir demi marjin likuiditas, Biro justru memilih menerapkan kelonggaran (*forbearance*) yang memperbolehkan pelaksanaan bertahap yang akan memungkinkan perusahaan beradaptasi dan mengurangi dampak ketidakpastian pada parameter-parameter awal. Keputusan ini mengharuskan perusahaan untuk memenuhi cukup 5 persen saja dari marjin likuiditas minimum RBC sebelum tanggal 31 Maret 2000, dan hanya 15 persen sebelum akhir tahun 2000. Pedoman ini merupakan perubahan terbesar dalam kerangka prudensial sejak disahkannya undang-undang tersebut pada tahun 1992.

Biro Asuransi telah bergerak menuju pengawasan berbasis risiko; namun perubahan yang lebih cepat masih diperlukan. Misalnya, penggolongan setiap perusahaan ke dalam suatu rangkaian kategori berbasis risiko yang diperluas telah dilaksanakan sebagai berikut: kategori merah berarti nilai pemegang polis terkena risiko; jingga berarti perlindungan pemegang polis terancam; kuning berarti kekuatan keuangan suatu perusahaan melemah; dan hijau berarti tidak perlu diambil tindakan. Prosedur eskalasi yang sudah direvisi sudah tersedia, sejalan dengan tahap-tahap yang dianjurkan, yaitu surat pengarahan, surat peringatan, surat pemberitahuan kepada direksi dan komisaris, pembatasan kegiatan usaha (PKU), pencabutan usaha, dan kepailitan. Meski diakui bahwa praktik-praktik pencadangan (*reserving*) and pelaporan (*reporting*) masih perlu diperbaiki lebih lanjut, termasuk untuk likuiditas dinamis atau *stress testing*, pedoman tersebut dilaksanakan atas dasar praktik-praktik pelaporan aset dan tanggung jawab yang berlaku sekarang sebagai tahap pertama reformasi. Tahap kedua dilaksanakan dalam bentuk persyaratan proyeksi kondisi keuangan perusahaan untuk minimal lima tahun ke depan berdasarkan berbagai skenario. Meskipun demikian, belum ada upaya berkelanjutan untuk memperbaiki mutu dan keandalan laporan regulasi, yang merupakan tahap ketiga rencana semula.

⁷⁵ Upaya mencapai kesepakatan harus ditempuh proses yang panjang, karena langkanya data lokal yang tersedia untuk menentukan parameter awal, yang sebagai perkiraan terbaik akan memasukkan unsur marjin kesalahan. Karena mengakui potensi kesulitan dan perlunya fleksibilitas, persyaratan likuiditas RBC yang baru ini tidak dimasukkan ke dalam keputusan menteri; melainkan, kekuasaan untuk menetapkan pedoman teknis untuk menghitung marjin likuiditas minimum diserahkan kepada direktur jenderal lembaga keuangan.

Sejak tahun 2004, persyaratan RBC telah mencapai tingkat akhir 120 persen. Hal ini telah memperbaiki perlindungan terhadap pemegang polis, dan Biro memang kini lebih selektif tentang kelangsungan hidup perusahaan. Persyaratan modal minimum yang secara seragam lebih tinggi untuk semua penyelenggara asuransi, yang diperkenalkan oleh Peraturan Nomor 63 tahun 1999, merupakan langkah penting ke arah yang benar, tetapi hanya berlaku bagi perusahaan-perusahaan baru, dan kesenjangan yang ada masih lebar. Oleh karena itu, konsolidasi industri ini masih belum selesai.

KINERJA DAN KEBERLANJUTAN

Hasil RBC yang terkini adalah per 31 Desember 2004, tanggal di mana RBC 120 persen itu diberlakukan sepenuhnya. Hasilnya masih bersifat awal. Marjin likuiditas yang dipersyaratkan adalah jumlah marjin yang dihitung secara terpisah untuk tiga tahun bisnis asuransi, termasuk reasuransi: program asuransi konvensional, program asuransi konvensional yang dikaitkan ke investasi, dan asuransi yang berdasarkan hukum syariah. Hasil perhitungan tersebut disampaikan oleh perusahaan dalam bentuk lembar kerja (*worksheet*) yang menunjukkan jumlah yang dihitung untuk keenam komponen pada tabel 6.10. Rumus perhitungan tidak jauh berbeda per jenis usaha, kecuali untuk penyesuaian komponen 5 yang sudah pasti itu.

Tabel 6.10: Komponen dan Bobot Risiko

Komponen	Bobot risiko (persen)
1. Risiko wanpreatasi asset	34.32
2. Ketidakcocokan arus kas	40.29
3. Ketidakcocokan valuta asing	6.33
4. Ketidaksesuaian perkiraan klaim dan klaim sebenarnya	13.81
5. Premi tidak cukup karena pengalaman investasi	5.18
6. Penyelenggara reasuransi tidak mampu memenuhi kewajiban klaimnya	0.07

Sumber: Bapepam & LK

Tabel berikut (Tabel 6.11) merangkum masing-masing rasio untuk 44 perusahaan yang memiliki rasio positif, tetapi tidak ada perincian untuk 8 perusahaan yang masih belum menyampaikan laporannya. Marjin yang dipersyaratkan mewakili rata-rata 8,6 persen kewajiban dan didistribusikan sebagai berikut:

Tabel 6.11: Modal Berbasis Risiko (RBC) di Perusahaan Asuransi – Marjin yang Dipersyaratkan

Tingkat kewajiban	Jumlah Perusahaan
0–7 persen	11
7–10 persen	13
10–15 persen	10
15+ persen	10

Sumber: Bapepam & LK

Marjin rata-rata agregat terdistorsi oleh marjin negatif yang signifikan untuk beberapa perusahaan saja, dan marjin yang sangat besar untuk perusahaan yang memiliki kegiatan usaha sangat sedikit tetapi marjin likuiditasnya sangat tinggi dihilangkan. Agar analisis ini semakin signifikan, nilai rata-rata perusahaan yang memiliki marjin likuiditas negatif dan membagi perusahaan yang selebihnya berdasarkan jumlah kewajiban, dengan digolongkan menjadi yang bernilai di bawah Rp.100 juta, antara Rp.100 juta – 1 milyar, dan di atas Rp.1 milyar. Analisis ini mencakup 86,8 persen kewajiban, dan hasilnya disajikan pada tabel 6.12, diperbandingkan dengan persyaratan rasio RBC 120 persen pada tanggal tersebut.

Tabel 6.12: Modal Berbasis Risiko (RBC), berdasarkan Tingkat Kewajiban Perusahaan, per 31 Desember 2004 (trilyun Rp)

Indikator	Di bawah Rp 100 juta	Rp 100 juta - Rp 1 milyar	Di atas Rp 1 milyar	Total
Aset yang diinvestasikan	0.5	7.3	21.4	29.2
Total aset	0.6	7.9	22.4	30.9
Total kewajiban	0.4	6.2	19.4	26.0
Marjin likuiditas	0.2	1.8	3.0	4.9
Marjin RBC	0.1	0.7	1.5	2.2
Rasio RBC (%)	3.4	264	196	220

Sumber: Bapepam & LK

a. Tidak termasuk laporan yang tidak tersedia dan perusahaan dengan rasio RBC yang negatif.

Jika aset yang tidak diinvestasikan tidak dimasukkan dalam perhitungan marjin likuiditas, maka keseluruhan rasio RBC akan turun menjadi 206 persen, masih jauh di atas angka minimum 120 persen yang dipersyaratkan. Hasil-hasil individu menunjukkan bahwa rasio rata-rata yang tinggi berasal dari distorsi yang disebabkan oleh rasio sangat tinggi yang terbatas jumlahnya, yang menandakan pengelolaan aset yang buruk.

Hasil untuk perusahaan-perusahaan individu lebih bervariasi, meskipun berdasarkan aset total, tidak ada perusahaan dengan rasio positif berada pada posisi di bawah 120 persen:

Tabel 6.13: Modal Berbasis Risiko (RBC) Perusahaan Asuransi

Rasio RBC	Banyaknya perusahaan
0–120 persen	0
121–140 persen	11
141–200 persen	13
201–300 persen	7
301–600 persen	8
601+ persen	5

Sumber: Bapepam & LK

RBC yang dilaporkan harus ditinjau dengan hati-hati karena beberapa alasan. Laporan RBC dibuat oleh perusahaan dengan mengikuti *template* yang disediakan oleh Biro, yang menguji konsistensi laporan tersebut. Ada baiknya mengadakan pemeriksaan di lokasi secara independen untuk memvalidasi kebenaran dan akurasi masukan dasar dari perusahaan-perusahaan tersebut secara mendalam. Hal kedua yang perlu diperhatikan adalah diperlukannya sistem besar untuk menangkap data dan mengelola informasi. Belum jelas apakah industri ini memiliki sistem pengelolaan yang memadai. Ketiga, aset seringkali dilaporkan menurut nilai bukunya dan bukan *marked to market*. Terakhir, sebagian laporan yang belum tersedia mungkin adalah untuk perusahaan yang memiliki rasio di bawah 120 persen dan masih bergelut dengan pelaporannya. Jika mereka disertakan, maka akan ada dampak negatif terhadap kesehatan industri. Terakhir, rumus dan faktor-faktor yang termuat dalam rumus perhitungan yang ditetapkan pada tahun 1999 pada umumnya diturunkan dari model Kanada, dengan penyesuaian yang terbatas, karena saat itu pengalaman dalam negeri masih belum tersedia.

Premi, Kontribusi dan Aset

Lebih dari separuh penjualan asuransi jiwa yang baru – yang diukur dari premi – menggantikan usaha yang hilang selama tahun tersebut (lihat tabel 6.14 dan 6.15). Jatuh tempo polis dan kematian hanyalah merupakan sebagian kecil pemutusan asuransi: kelalaian membayar premi menyumbang lebih dari 70 persen dan pengunduran diri lebih dari 20 persen, sehingga total

menjadi 95 persen semua pemutusan asuransi.⁷⁶ Sebaliknya, di Malaysia, pengunduran diri dan kelalaian membayar masing-masing 10 dan 7 persen pada tahun 2003. Karena bisnis baru memerlukan komisi di muka dan pengeluaran administratif yang lebih besar daripada bisnis perpanjangan, hal ini mengurangi proporsi pendapatan yang terakumulasi dan diinvestasikan. Industri ini tampaknya kekurangan kendali mutu dalam bidang proses penjualan. Agen yang lebih berkualifikasi memilih nasabah yang lebih baik, menjual produk yang benar-benar mereka perlukan, sehingga menghasilkan nasabah yang layak hidup dan karenanya memiliki peluang laba yang lebih tinggi.

Tabel 6.14: Rasio Bisnis Baru dengan Perpanjangan, menurut Jenis Perusahaan, 2005

Jenis Perusahaan	Jumlah yang diasuransikan (trilyun Rp)		
	Bisnis baru	Pemutusan	Pemutusan sebagai % Bisnis Baru
Milik Negara	3.6	1.8	50.0
Swasta	137.2	97.5	71.1
Usaha patungan	98.9	31.8	32.2
Total	49.3	26.6	54.7

Sumber: Bapepam & LK

Tabel 6.15: Pertumbuhan Premi Baru dan Perpanjangan, 2001–2005

Indikator	2001	2002	2003	2004	2005
Premi asuransi jiwa baru (milyar AS\$)	0.42	0.60	0.77	1.1	1.0
Total premi asuransi jiwa (milyar AS\$)	0.88	1.28	1.62	2.1	2.2
Aset asuransi jiwa (milyar AS\$)	2.17	2.94	3.84	5.0	5.6
Rasio aset terhadap premi tahunan	2.5	2.3	2.4	2.4	2.5
Premi perpanjangan sebagai persen total premi	51.9	53.0	52.4	52.4	5.4
Rasio aset terhadap premi perpanjangan	4.8	4.3	4.5	4.6	5.4

Sumber: Bapepam & LK

Salah satu faktor yang penting dalam akumulasi aset adalah lama usaha. Jika faktor-faktor lainnya sama, lama usaha yang lebih panjang berarti bahwa untuk suatu jumlah tertentu premi baru, total premi tahunan akan lebih tinggi dan aset akan terakumulasi lebih cepat. Juga, karena pengeluaran untuk polis baru termasuk komisi tahun pertama lebih tinggi untuk bisnis baru daripada perpanjangan, durasi yang lebih lama berarti bahwa pangsa premi yang lebih besar akan berasal dari perpanjangan.

Sekalipun premi baru diuntungkan oleh pertumbuhan yang sehat, pemutusan karena berbagai sebab memperlambat pertumbuhan premi perpanjangan dan akumulasi aset. Meskipun industri asuransi memerlukan modal lebih banyak, keagenan yang lebih besar dan profesional serta jumlah perusahaan yang lebih sedikit, kapasitas industri yang sudah ada masih dapat memenuhi permintaan yang jauh lebih tinggi dengan mudah.

Kontribusi, yang didefinisikan sebagai jumlah premi dan pengembalian investasi dikurangi dengan klaim dan pengeluaran, menunjukkan variasi yang mengejutkan (lihat tabel 6.16). Meskipun klaim dan pengembalian aset bersifat spesifik per negara, pengeluaran dapat ditinjau dengan *benchmark* internasional. Meskipun ada perbaikan pada tahun 2004, pengeluaran di Indonesia masih lebih tinggi daripada Malaysia, misalnya. Sebagian besar pengeluaran ini terdiri atas pengeluaran administratif. Hal ini mengisyaratkan bahwa industri ini belum dikelola dengan efisien.

⁷⁶ Angka-angka ini adalah untuk jumlah yang diasuransikan; kami tidak memiliki statistik Indonesia untuk pemutusan premi menurut penyebabnya, tetapi pengunduran diri dan pelepasan masing-masing 30 dan 40 persen, yang menunjukkan bahwa polis dengan premi lebih tinggi lebih rawan terhadap pemutusan.

Tabel 6.16: Kontribusi Premi dan Pengembalian terhadap Pertumbuhan Aset, 1999–2004 (persen total premi)

Indikator	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
						Indonesia	Malaysia
Klaim	64.0	61.4	59.5	50.3	48.7	48.9	35.7
Pengeluaran akuisisi	15.8	16.2	18.5	18.3	17.0	14.4	15.7
Pengeluaran lain-lain	20.5	16.3	16.6	14.6	14.0	10.2	6.7
Kontribusi							
Premi	5.1	11.0	9.8	22.4	32.2	29.9	41.9
Pengembalian	17.1	33.5	22.4	10.3	15.9	23.4	30.6
Total	22.2	44.5	32.2	32.7	48.1	53.3	72.5

Sumber: Bapepam & LK, Asosiasi di Malaysia

Perbedaan penting lainnya adalah kontribusi dari pengembalian, yang jauh lebih tinggi untuk Malaysia daripada kontribusi Indonesia. Selisihnya disebabkan oleh kenyataan bahwa rasio aset terhadap premi lebih tinggi di Malaysia daripada di Indonesia, yang mencerminkan lama polis yang lebih panjang.

PERMASALAHAN HUKUM

Permasalahan hukum utama yang menyangkut asuransi berkaitan dengan penentuan harga produk yang dikaitkan dengan asuransi dan hubungan manajer investasi dengan lembaga-lembaga lain.

Penentuan Harga Produk Unit-Link

Produk unit-link, yang dikenal sebagai *universal life* atau *variable annuities* di Amerika Serikat, dijual atas dasar nilai aset bersihnya, tetapi aturan penilaian Biro Asuransi tidak sespesifik aturan Bapepam & LK tentang reksadana dan tidak menentukan metodologi untuk melakukan penilaian aset dalam portofolio atau pun menghitung nilai aset bersih (Keputusan Bapepam & LK No. Kep—2475/LK/2004 Ayat 4.f). Akibatnya, penentuan harga produk unit-link bahkan tidak dibantu oleh ketentuan Aturan IV.C.2 untuk memberikan pedoman dalam menentukan nilai, sehingga regulasi nilai aset bersih produk yang terkait masih lebih buruk lagi daripada regulasi untuk reksadana. (Lihat bab 4 untuk masalah penilaian yang berkaitan dengan reksadana).

Hubungan Manajer Investasi dengan Lembaga-Lembaga Lain

Pengelolaan investasi polis asuransi yang *linked* dapat diselenggarakan oleh divisi-divisi dalam perusahaan asuransi. Meskipun orang-orang yang terlibat umumnya sudah mendapat sedikit pelatihan, divisi ini biasanya tidak perlu memenuhi persyaratan manajer investasi yang terdaftar di Bapepam & LK. Masing-masing lembaga menentukan sendiri kualifikasi untuk kepala divisi,⁷⁷ tetapi divisi itu sendiri secara keseluruhan tidak perlu memenuhi persyaratan Bapepam & LK. Di samping itu, tidak ada aturan bagi perusahaan asuransi yang berhubungan dengan *front running* atau transaksi pihak terkait, yang akan meregulasi benturan kepentingan yang mungkin timbul karena aktivitas masing-masing manajer investasi. Badan yang menyerahkan pengelolaan ke

⁷⁷ Keputusan Menteri Keuangan No. 513/KMK.06/2002 tanggal 4 Desember 2002 mensyaratkan bahwa presiden direktur suatu perusahaan atau dana pensiun lembaga keuangan harus memenuhi kualifikasi dan memiliki pengetahuan tentang dana pensiun. Satu ketentuan lain yang tidak terlalu formal adalah bahwa kepala bagian investasi suatu perusahaan asuransi umumnya memiliki ijin Bapepam untuk membawahi manajer investasi.

manajer investasi yang memegang ijin Bapepam & LK sekalipun dapat mengalami masalah benturan kepentingan yang tak terselesaikan.

MASALAH PAJAK, PENGAWASAN DAN PENGATURAN

Sektor asuransi yang kuat pada akhirnya memerlukan pengaturan dan pengawasan yang efektif, serta kondisi yang mendukung. Di Indonesia, perlunya memperbaiki pengaturan serta pelaksanaannya sangatlah penting mengingat banyaknya perusahaan asuransi yang berisiko kehilangan ijin.

Perpajakan

Indonesia pada dasarnya mengikuti prinsip-prinsip akuntansi internasional, dan perusahaan asuransi dikenai pajak atas labanya, seperti perusahaan-perusahaan lainnya. Untuk perusahaan asuransi, cadangan wajib tidak termasuk tanggung jawab untuk klaim yang dikenakan tetapi tidak dilaporkan (IBNR) dikurangkan untuk keperluan pajak atas persetujuan Departemen Keuangan. Ada pajak akhir 20 persen atas pendapatan dari bunga dan 15 persen atas pendapatan dari dividen, dengan beberapa pengecualian. *Capital gain* atas saham yang dijual di bursa efek hanya dikenai pajak 0.1 persen. Ketentuan untuk deviasi negatif dan likuiditas seperti marjin RBC dan cadangan untuk bencana tidak dianggap sebagai kewajiban polis dan tidak dapat dikurangkan. Hal ini sesuai dengan praktik yang lazim.

Rezim pajak bagi pemegang polis juga secara umum sejalan dengan norma-norma internasional, meskipun sekali lagi, masih dapat diadakan perbaikan. Tunjangan kematian dan keuntungan dari polis yang telah berlaku selama 3 tahun tidak kena pajak. Jika polis tersebut telah dipegang selama kurang dari 3 tahun, maka dikenai pajak ditahan sebesar 15 persen, dan kelebihan keuntungan dari premi yang dibayarkan dianggap sebagai pendapatan kena pajak. Pengecualiannya ada 2: (a) kontribusi dan tunjangan berdasarkan dana pensiun lembaga keuangan yang terdaftar di Departemen Keuangan memperoleh perlakuan EET yang sama dengan program-program pensiun lainnya,⁷⁸ dan (b) menurut suatu ketentuan baru, premi yang dibayarkan oleh perusahaan untuk membiayai pesangon wajib yang harus dibayarkan berdasarkan Undang-undang Ketenagakerjaan No. 13 dapat dikurangkan sebagai pengeluaran usaha.

Kurangnya keselarasan antara kebijakan pajak dan tujuan kebijakan publik. Tujuan utama rezim pajak sebenarnya adalah menghindari perlakuan diskriminatif dan memastikan medan permainan yang seragam di mana perpajakan tidak akan menimbulkan distorsi keputusan ekonomi atau pun menghambat persaingan. Dengan munculnya produk-produk yang ditawarkan oleh bank, perusahaan asuransi dan reksadana, permasalahannya kini menjadi lebih rumit. Indonesia menerapkan perlakuan yang berlainan untuk situasi dan kondisi yang kurang lebih sama, dan tampaknya ada kekurangselarasan antara kebijakan-kebijakan pajak dengan tujuan kebijakan nasional. Pemerintah memberikan keringanan pajak yang berbeda-beda untuk mencapai tujuan kebijakan publik tertentu. Salah satu contoh yang umum adalah perlakuan bebas pajak bagi reksadana. Penelitian atas kebijakan-kebijakan ini serta hasil yang dicapai sehubungan dengan tujuan itu akan memberi Indonesia beragam pilihan kebijakan yang dapat dijadikan pedoman dalam rasionalisasi campuran kebijakan pajak yang ada sekarang.

⁷⁸ Bebas, bebas, kena pajak (EET) berarti bahwa iuran dapat dipotong dari penghasilan kena pajak, pengembalian aset tidak dikenai pajak, dan manfaat-manfaat dikenai pajak saat dibayarkan. Pendekatan ini banyak diterapkan di negara-negara industri. Penggunaan kata "bebas" secara konvensional agak menyesatkan, karena yang terjadi sebenarnya bukan pembebasan melainkan penangguhan pajak sampai manfaat dibayarkan.

Pemberlakuan kebijakan pajak yang tidak dapat ditebak. Meskipun rezim pajak Indonesia untuk perusahaan asuransi secara umum sejalan dengan norma-norma internasional, masalah utama bagi industri asuransi adalah pemberlakuan kebijakan pajak yang berubah-ubah dan tidak dapat ditebak. Masalah administrasi dan pelaksanaan pajak yang sewenang-wenang terjadi di mana-mana. Baik perusahaan maupun perorangan sering terkena pencabutan putusan dan putusan yang sewenang-wenang di tingkat daerah, dan preseden tidak berlaku. Sebagai contoh, berlawanan dengan akal sehat dan praktik normal, suatu kali seorang penilai pajak memutuskan bahwa klaim yang dibayarkan tidak boleh diterima sebagai pengeluaran yang dapat dikurangkan karena sudah ada ketentuan dari IBNR. Perusahaan tersebut maju ke pengadilan, meskipun hasilnya jauh dari tidak pasti.

Perlakuan atas anuitas yang tidak menarik. Pembelian wajib anuitas seumur hidup membuat orang enggan ikut serta. Pasar anuitas Indonesia dihambat oleh beberapa faktor, yaitu kurangnya persaingan, suku bunga dan nilai tukar yang sangat fluktuatif, dan preferensi masyarakat pada kontrak jangka pendek. Selain itu, dalam rezim pajak ada diskriminasi antara pembayaran anuitas kepada pensiunan secara langsung dari dana pensiun pemberi kerja dengan manfaat pasti dan membuat dana pensiun menjadi tidak tertarik untuk mengasuransikan anuitas setelah pensiun. Satu premi tunggal yang dibayarkan kepada perusahaan asuransi dari dana pensiun lembaga keuangan atau dana pensiun pemberi kerja untuk membeli anuitas seumur hidup setelah pensiun terkena pajak, yang mengakhiri perlindungan pajak. Karena pembelian anuitas dari penyelenggara asuransi bersifat wajib untuk program FIPF dan DC, perlakuan ini tidak adil bagi para pensiunan. Anuitisasi bukanlah pilihan yang menarik dari segi keuangan, suatu hal yang menghambat pengembangan pasar.

Keterbukaan dan transparansi

Persyaratan keterbukaan publik bagi perusahaan asuransi dimaksudkan untuk melindungi masyarakat pembeli asuransi. Evolusi kebijakan regulasi menekankan pendekatan trisula, yaitu modal, pengawasan dan transparansi. Tidak seperti bank-bank dan perusahaan sekuritas, di mana masyarakat dapat bereaksi terhadap perkembangan yang memburuk di suatu lembaga keuangan dengan memindahkan dananya ke tempat lain, masyarakat pembeli asuransi mengadakan pengaturan jangka panjang dan tidak dapat berpindah ke perusahaan lain tanpa terkena penalti yang signifikan. Karena alasan tersebut, bagi perusahaan keterbukaan dan transparansi bagi perusahaan asuransi setidaknya tidaknya sama penting dengan bagi lembaga keuangan.

Peringkat lengkap RBC semua perusahaan asuransi tidak tersedia dari pengatur/pengawas. Di Amerika Utara, penentuan peringkat perusahaan asuransi serta publikasinya diserahkan ke sektor swasta, dengan organisasi-organisasi penyusun peringkat yang diakui seperti Standard & Poor's, Moody's, dan perusahaan-perusahaan asuransi peringkat terbaik berdasarkan kemampuannya membayar klaim. Di Indonesia, peringkat sektor swasta seperti ini tidak tersedia, dan hanya pihak yang berwenang atas pengawasan asuransilah yang dapat menyediakan informasi seperti ini kepada publik. Menerbitkan peringkat semua perusahaan asuransi bukan saja akan membuat informasi tersebut lebih mudah diakses masyarakat tetapi juga memungkinkan Biro Asuransi untuk mempromosikan bisnis asuransi dan kredibilitas lembaga. Saat ini, perusahaan-perusahaan diharuskan menerbitkan laporan keuangan mereka, termasuk rasio RBC. Biro memantau publikasinya dan memastikan bahwa angka-angka yang dipublikasikan sama persis dengan apa yang dilaporkan. Meskipun demikian, Biro tidak menerbitkan rasionya. Prakarsa-prakarsa industri yang sedang berjalan dalam tingkat yang lebih rendah hanya memberikan kontribusi yang sedikit bagi keterbukaan.⁷⁹ Komunikasi kelembagaan merupakan sarana promosi dan informasi yang lebih efektif daripada publikasi hasil oleh masing-

⁷⁹ Ini meliputi juga promosi yang dilakukan melalui Proteksi, Majalah Asuransi Indonesia.

masing perusahaan itu sendiri. Publikasi ini dapat dilakukan bersama dengan asosiasi-asosiasi industri.

Dukungan Aktuaria

Indonesia perlu mengembangkan dan memperkuat profesi aktuarisnya secara substansial. Meskipun industri asuransi dan pensiun yang sehat bergantung pada dukungan aktuaria yang kuat, di Indonesia sangat sedikit aktuaris yang memiliki standar profesional yang kokoh. Sebagai contoh, bila dibandingkan dengan panduan yang tersedia dari persatuan-persatuan aktuaris lainnya, PAI hanya menawarkan dukungan dan investasi yang terbatas untuk mengembangkan standar.⁸⁰ Membangun profesi aktuaria yang kuat jelas akan memerlukan waktu cukup lama.

Perlindungan Pemegang Polis

Saat ini sedang berlangsung perdebatan mengenai penyusunan program perlindungan pemegang polis di Indonesia. Pembahasannya antara lain digerakkan oleh penghapusan jaminan atas semua simpanan di bank serta penyusunan program jaminan deposito bank. Dengan menggunakan analogi ini, berbagai pihak telah menyetujui kemungkinan mekanisme perlindungan konsumen yang sama bagi sektor asuransi. Konvergensi antara jasa keuangan dan pasar, serta regulasi keuangan di berbagai segmen industri dengan tujuan mengurangi risiko ketidakstabilan yang sering disampaikan sebagai alasan untuk mendukung perlindungan pemegang polis. Di tingkat dunia, pertumbuhan *bancassurance* dan konvergensi produk bank dengan produk asuransi menciptakan tren menuju pembentukan dana terproteksi⁸¹.

Kalangan yang mengkritik program perlindungan pemegang polis di Indonesia berargumen bahwa pembahasan ini didorong oleh konsolidasi industri yang diperkirakan akan terjadi seiring dicabutnya ijin perusahaan-perusahaan yang bangkrut secara bertahap. Mereka berpandangan bahwa dana perlindungan pemegang polis secara tidak langsung mensubsidi kesalahan pengelolaan perusahaan yang lebih lemah dengan merugikan perusahaan-perusahaan yang sehat. Jelas bahwa keadaan marjinal dari beberapa perusahaan di Indonesia dapat melemahkan kondisi keuangan banyak program proteksi, dan apabila ada fluktuasi ekonomi yang negatif, suatu kepailitan berskala besar dapat memicu kepailitan yang lain dan berpotensi menimbulkan reaksi berantai yang akan merusak seluruh industri.

Laporan ini berpandangan bahwa perlindungan pemegang polis masih terlalu dini untuk dilaksanakan di Indonesia. Restrukturisasi industri – dengan penyelesaian perusahaan-perusahaan (baik besar maupun kecil) yang berada dalam kesulitan keuangan – hendaknya menjadi prioritas sebelum skema seperti ini dipertimbangkan (Kotak 6.4). Kredibilitas dari skema seperti ini serta kesediaan perusahaan-perusahaan yang sehat dalam industri ini untuk turut serta dengan sukarela demi kepentingannya sendiri serta kepentingan nasabah mereka akan bergantung pada restrukturisasi yang berlangsung sebelum ditetapkan skema tersebut.

⁸⁰ Suatu perbandingan situs web beberapa persatuan aktuaris internasional dengan cepat mempertunjukkan hal ini.

⁸¹ Dari ke-30 negara OECD, paling tidak 21 memiliki suatu bentuk perlindungan pemegang polis; dana seperti ini juga ada di negara-negara non-OECD.

Kotak 6.4: Penyelesaian Perusahaan Asuransi Jiwa yang Pailit

Ada beberapa perusahaan asuransi jiwa besar yang oleh masyarakat luas dianggap memiliki masalah likuiditas. Perusahaan-perusahaan ini memainkan peran penting dalam sektor ini. Ada indikasi bahwa kondisi keuangan mereka terus memburuk, sehingga menambah defisit aktuarianya. Meskipun dampak perusahaan-perusahaan ini terhadap sektor keuangan secara keseluruhan mungkin terbatas (mengingat pangsa aset asuransi yang relatif kecil dalam perekonomian), mereka memunculkan risiko sistemik terhadap sektor asuransi dan memerlukan penanganan khusus.

Laporan ini berpandangan bahwa analisis yang cepat dan terinci atas opsi-opsi untuk penyelesaian perusahaan ini harus dilakukan sesegara mungkin, untuk dijadikan dasar pembahasan opsi-opsi penyelesaian. Penyelesaian yang dini akan memfasilitasi keinginan pemerintah untuk menggalang sumber daya yang lebih besar dari sektor ini dengan menciptakan lingkungan yang mendukung pertumbuhan. Demikian pula, pengalaman universal mengisyaratkan bahwa semakin dini penyelesaian ditempuh, semakin rendah kemungkinan biaya penyelesaiannya nanti.

Penilaian kondisi keuangan perusahaan-perusahaan ini hendaknya diamanatkan oleh Departemen Keuangan atas dasar kriteria kinerja yang jelas dan transparan. Lingkup pemeriksaan hendaknya bukan saja mencakup kondisi keuangan tetapi juga mendiagnosa kapasitas operasional, termasuk sistem manajemen risiko, sistem informasi, kontrol penanggungan, dan pengoperasian kas. Berdasarkan hasil temuan itu, Departemen Keuangan akan memiliki posisi yang lebih baik untuk menyiapkan rencana tindakan kuantitatif dan kualitatif yang membahas kekurangan-kekurangan yang teridentifikasi dalam audit internasional untuk masing-masing perusahaan tersebut.

Jika tidak ada informasi yang memadai, maka masih terlalu dini untuk berspekulasi tentang opsi-opsi penyelesaian alternatif. Analisis lebih lanjut tentang aspek-aspek kuantitatif (banyaknya pemegang polis, aset dan kewajiban, dan defisit) serta kualitatif (mis. kualitas sistem distribusi, dengan memahami bahwa pembeli mungkin akan memutuskan bahwa merubah armada penjualan yang besar sama sulitnya dengan membangunnya dari nol) akan diperlukan untuk menentukan rencana tindakan dengan pengaturan waktu dan urutan intervensi yang sesuai. Demikian pula, pemerintah perlu menerima bahwa suntikan modal atau suatu bentuk jaminan atas kerugian di masa mendatang atas usaha-usaha yang ada bagi beberapa perusahaan besar yang pailit tidak bisa dielakkan sebelum perusahaan-perusahaan tersebut dapat diselesaikan.

Kotak 6.5: Pengalaman Internasional: Reformasi Sektor Asuransi di Meksiko

Industri asuransi di Meksiko adalah salah satu segmen jasa keuangan Meksiko yang tumbuh paling pesat. Bahkan sejak tahun 1997, angka pertumbuhan tahunan rata-ratanya secara riil adalah 7.7 persen, lebih dari dua kali lipat angka untuk perekonomian secara keseluruhan. Penyebab kinerja yang luar biasa ini adalah perubahan struktural yang dilaksanakan selama dasawarsa terakhir dalam suasana yang ditandai dengan proses deregulasi dan liberalisasi. Perubahan-perubahan ini juga didukung oleh stabilitas makro ekonomi negara tersebut, konvergensi dengan NAFTA yang cepat, dan kenaikan upah riil.

Reformasi legislatif dimasukkan selama periode yang dipelajari, yang berdampak besar terhadap industri asuransi. Pada tahun 1997, diperkenalkan kerangka hukum untuk anuitas (Asuransi Pensiun yang diturunkan dari Undang-undang Jaminan Sosial). Dalam hal ini, ditetapkan bahwa perusahaan asuransi yang ingin menawarkan produk tersebut harus merupakan penyelenggara yang berspesialisasi dalam bidang itu (usaha tunggal).

Salah satu perubahan struktural utama yang telah memiliki implikasi yang berarti adalah Perjanjian Perdagangan Bebas Amerika Utara (NAFTA) yang mulai berlaku sejak tanggal 1 Januari 1994. Sebagai bagian dari perjanjian ini, Meksiko membuka pasar asuransi untuk penyelenggara dari Amerika Serikat dan Kanada. Perjanjian-perjanjian lainnya seperti yang ditandatangani dengan Uni Eropa pada tahun 2001, memungkinkan perusahaan-perusahaan yang berdomisili di yurisdiksi dari wilayah-wilayah tersebut untuk memasuki pasar Meksiko dengan anak perusahaan 100 persen.

Dapat diamati pula bahwa pasar yang lebih terbuka dan dinamis telah membawa dampak positif pada persaingan. Pada tahun 1994 tercatat ada 48 perusahaan asuransi, sementara pada bulan September 2005 jumlah ini telah meningkat menjadi 87. Penting untuk diperhatikan bahwa kenaikan-kenaikan besar jumlah perusahaan terdapat dalam 2 periode: antara 1994-1997, yaitu bertambah 22, dan antara 2000-2003 dengan bertambah 15. Kenaikan pada periode pertama terutama disebabkan oleh masuknya 17 anak perusahaan dalam rangka NAFTA. Periode kedua disebabkan oleh adanya tiga perubahan struktural tambahan, yaitu berdirinya perusahaan-perusahaan asuransi yang mengkhususkan pada anuitas, proses regularisasi Perusahaan Asuransi Spesialis Asuransi Kesehatan, dan tren yang sedang tumbuh dalam industri ini yang menciptakan insentif untuk pendirian penyelenggara baru. Dampak meningkatnya persaingan dapat dilihat juga dari biaya operasi rata-rata. Pada akhir bulan September 2005, biaya operasional rata-rata telah turun 46 persen bila dibandingkan dengan angka tahun 1994.

Lingkungan yang lebih baik untuk keluar dan masuknya perusahaan asuransi juga memungkinkan pasar untuk berkembang lebih cepat. Sebagai contoh, pada bulan September 2005, hanya satu perusahaan yang dimiliki oleh negara, satu lagi adalah *mutual society* dan 85 perusahaan swasta, dua di antaranya penyelenggara reasuransi. Perubahan-perubahan struktural utama pada tahun-tahun terakhir adalah privatisasi Aseguradora Hidalgo pada tahun 2002, yang berubah bentuk menjadi korporasi yaitu MetLife, keluarnya dua *mutual insurance society*, dan masuknya sebuah perusahaan reasuransi pada tahun 1997 serta keluarnya sebuah lagi pada tahun 2004.

Sumber: Penilaian Stabilitas Sistem Keuangan Meksiko

REKOMENDASI KEBIJAKAN

Tindak kebijakan yang dianjurkan menurut jangka waktunya dirangkum dalam tabel berikut. Rekomendasi kebijakan dijelaskan selanjutnya.

	Solusi Cepat (1 th)	1-3 tahun
Peraturan	<p>Memberikan kemandirian dan pendanaan yang lebih besar kepada BAPEPAM & LK, jika perlu melalui undang-undang mini-OJK yang dirubah.</p> <p>Menjalankan penilaian keuangan dan aktuarial perusahaan asuransi jiwa yang pailit. Mengembangkan opsi untuk menyikapi segala permasalahan yang teridentifikasi</p> <p>Menutup perusahaan asuransi yang pailit dan telah dicabut ijinnya</p> <p>Merumuskan strategi untuk perusahaan-perusahaan pailit yang selebihnya</p> <p>Mengembangkan dan mengeluarkan peraturan-peraturan yang konkret untuk pembubaran dan likuidasi perusahaan asuransi</p> <p>Meluncurkan ulasan atas parameter-parameter RBC berdasarkan pengalaman sejak tahun 2000</p>	<p>Menekankan peralihan dari perlindungan industri ke perlindungan konsumen (perilaku pasar)</p> <p>Mengembangkan disiplin pasar melalui penerapan transparansi dan keterbukaan</p> <p>Memperbaharui panduan RBC dan persyaratan modal minimum</p> <p>Pihak pembuat regulasi hendaknya berperan lebih aktif dalam forum-forum internasional seperti IAIS</p> <p>Mengembangkan kerangka regulasi yang baik, standar untuk tata kelola perusahaan, pengawasan dan akuntansi dan pemeriksaan berdasarkan hukum syariah untuk asuransi yang berhubungan dengan lembaga penentu standar, yaitu Dewan Jasa Keuangan Islam (IFSB) dan dukungan industri</p> <p>Mempertimbangkan dengan cermat pro dan kontra menetapkan dana perlindungan pemegang polis karena banyaknya permasalahan yang terlibat. Melakukan restrukturisasi industri terlebih dahulu sebelum mengadakan dana seperti ini.</p>
Pemberlakuan	<p>Memperbaiki kemampuan pengawasan di luar lokasi termasuk perolehan data melalui pelaporan wajib dan analisis</p> <p>Membuat ulasan sistematis laporan-laporan aktuarial yang dipersyaratkan berdasarkan Pasal 31 KMK 422 and Pasal 18 KMK 42</p> <p>Mengadakan inspeksi lapangan berbasis risiko untuk memverifikasi data, metode dan asumsi di bidang-bidang penting seperti penghitungan kewajiban dan penilaian aset</p>	<p>Mempercepat pergeseran ke pengawasan berbasis risiko dengan cara lebih pandai memanfaatkan laporan aktuarial pihak ketiga yang dipersyaratkan</p> <p>Memberlakukan persyaratan modal minimum dengan ketat dan merata agar para pelaku tunduk kepada disiplin pasar</p> <p>Memperbaiki kemampuan pemberlakuan secara keseluruhan dan meningkatkan kewenangan untuk melakukan intervensi dini</p>
Keterampilan	<p>Membuka pasar aktuarial untuk partisipasi perusahaan aktuarial internasional</p> <p>Mengharuskan Persatuan Aktuaris Indonesia untuk mengadopsi Standar Profesional Praktik Asuransi</p> <p>Memperbaiki praktik-praktik penjualan untuk mengurangi polis yang tidak diteruskan dan dibatalkan, dan menurunkan pengeluaran penyerahan yang menggerogoti premi dan aset jangka panjang</p>	<p>Mengembangkan kemampuan profesi aktuaris dalam negeri bekerjasama dengan Persatuan Aktuaris Indonesia</p> <p>Mematuhi standar-standar internasional yang berubah untuk perlakuan akuntansi dan pelaporan produk akhir</p>
Pajak	<p>Tidak menerapkan pajak premi atas premi non-jiwa</p> <p>Mencabut pajak yang dikenakan atas dana yang</p>	<p>Membahas kembali konsistensi rezim pajak dan menerapkan perlakuan pajak yang netral yang menciptakan medan permainan yang</p>

	ditransfer dari dana pensiun terdaftar ke perusahaan asuransi untuk membeli anuitas	seragam bagi semua penyedia jasa keuangan
		Memastikan pengenaan pajak yang konsisten atas perusahaan-perusahaan asuransi, yang saat ini tidak merata dan tidak dapat ditebak
		Memperbaiki perlakuan pajak atas produk-produk asuransi untuk mempercepat akumulasi aset jangka panjang
Kondisi persaingan	Memperbolehkan perusahaan asuransi untuk menawarkan produk pensiun pribadi yang diatur oleh UU 11, bukan hanya DPLK Mengembangkan dasar penilaian pembanding perusahaan-perusahaan asuransi (misalnya CAMEL)	Melakukan restrukturisasi dan menyediakan jalan keluar bagi perusahaan-perusahaan yang berkinerja buruk/pailit untuk mendorong pertumbuhan industri yang sehat dan mampu menggalang modal segar Mempublikasikan informasi tentang kesehatan perusahaan-perusahaan asuransi, misalnya peringkat asuransi untuk memperbaiki akses konsumen atas informasi disiplin pasar.
Akses	Mengembangkan kerangka peraturan yang sehat, termasuk persyaratan perilaku usaha dan perlindungan konsumen untuk produk asuransi mikro	Mendorong prakarsa asuransi mikro melalui prakarsa-prakarsa bersama swasta-publik yang mencontoh prakarsa-prakarsa sukses di negara lain
Mengembangkan basis investor dan pendidikan investor	Mencetuskan kampanye pendidikan tentang manfaat asuransi	Mendorong sektor swasta untuk menerbitkan peringkat dan rating perusahaan asuransi Mempertahankan kelanjutan kampanye pendidikan tentang manfaat asuransi

Rekomendasi Prioritas

Melakukan rasionalisasi industri. Beberapa perusahaan asuransi di Indonesia lemah, marjinal atau bangkrut. Perusahaan yang lemah menjadi beban bagi sistem perekonomian yang menghambat perkembangan ekonomi melalui berbagai jalur. Perusahaan asuransi yang berkinerja buruk merupakan gejala sekaligus penyebab kelesuan ekonomi, dan aktivitas mereka mengakibatkan masalah struktural dalam perekonomian. Pertama, penyelenggara asuransi yang berkinerja buruk memiliki keterampilan penanggungan dan investasi yang buruk dan mungkin membuat kontrak yang buruk. Perusahaan yang berkinerja buruk mendistorsikan persaingan dengan menciptakan medan permainan yang tidak seragam, sehingga merugikan perusahaan-perusahaan yang baik yang akhirnya mungkin harus menyubsidi mereka. Semakin lama dan berlarut-larut masalah ini, semakin sulit bagi pemerintah maupun industri untuk mengambil keputusan yang berat untuk menyelesaikan perusahaan-perusahaan yang gagal. Perusahaan seperti ini hendaknya tidak dilindungi dari disiplin pasar normal. Langkah pertama dalam melakukan rasionalisasi industri adalah mencabut klausula pemutihan perijinan untuk perusahaan-perusahaan yang ada dan mengusahakan penggabungan aktif atau strategi keluar untuk mereka. Selanjutnya, diperlukan badan kepailitan swasta dan publik yang mampu untuk menyelesaikan perusahaan-perusahaan yang tidak memenuhi persyaratan RBC. Yang menjadi prioritas pertama adalah menilai kondisi keuangan yang sebenarnya dari perusahaan-perusahaan asuransi jiwa yang pailit dan jika ternyata perlu, menyelesaikan perusahaan-perusahaan tersebut, untuk mencegah risiko sistemik potensial.

Mempercepat pergeseran menuju lembaga pengatur independen. Pembentukan OJK yang diharapkan itu hendaknya tidak dijadikan alasan untuk menunda-nunda reformasi yang dapat dilaksanakan lebih cepat. Peleburan Bapepam dengan Direktorat Jenderal Lembaga Keuangan menawarkan peluang untuk melanjutkan pembentukan lembaga pengatur yang kuat dan

independen untuk LKNB. Departemen Keuangan dapat mempercepat proses ini tanpa harus menunggu pembentukan OJK pada tahun 2010. Departemen ini dapat secara sepihak merubah bentuk Bapepam & LK yang telah dilebur tersebut menjadi lembaga pengatur independen yang mengurus pasar modal, asuransi dan pensiun serta LKNB-LKNB lainnya dan melindungi konsumen LKNB.

Memperbaiki Penerapan. Penerapan rezim regulasi yang ada saat ini masih kurang. Para pengatur menyadari adanya beberapa perusahaan yang pailit, tetapi masih belum mengadakan intervensi. Pada kasus lainnya, ijinnya telah dicabut, tetapi perusahaannya masih belum tutup. Lembaga pengatur perlu mengadopsi penerapan yang konsisten, adil dan transparan, termasuk pemeriksaan berbasis risiko yang lebih luas dan prosedur eskalasi yang lebih kuat, sederhana dan cepat.

Mempromosikan industri. Suatu masalah generasi kedua yang penting adalah pengembangan industri. Biro dan industri serta organisasi-organisasi profesi, termasuk DAI dan AAJI serta Persatuan Aktuaris Indonesia, perlu meluncurkan kampanye pendidikan yang berkelanjutan untuk mendidik dan mempromosikan manfaat-manfaat industri asuransi dan produk-produknya. Pembentukan komite tingkat tinggi bersama antara pemerintah dan industri untuk mengembangkan rencana tindakan masa depan untuk industri ini juga merupakan langkah penting.

Melibatkan pihak pengatur Indonesia di IAIS. IAIS mewakili lembaga-lembaga pengatur dan pengawas asuransi dari sekitar 180 yurisdiksi di lebih dari 130 negara, yang menyumbangkan 97 persen premi asuransi dunia. Perusahaan-perusahaan asuransi terkemuka di dunia bertindak sebagai pengamatnya. IAIS bertujuan membantu memperbaiki pengawasan atas industri asuransi di tingkat dalam negeri maupun internasional guna memelihara pasar asuransi yang efisien, adil, aman dan stabil demi keuntungan dan perlindungan pemegang polis. Keikutsertaan aktif Indonesia dalam pekerjaan IAIS akan menunjukkan kepada dunia bahwa pemerintah sudah berkomitmen memperbaiki cara kerja industri asuransi di Indonesia. IAIS ini juga akan menyediakan forum tempat belajar mengenai permasalahan yang berkaitan dengan Indonesia.

Rekomendasi Lain

Melakukan restrukturisasi industri sebagai prasyarat untuk mempertimbangkan pembentukan skema perlindungan pemegang polis. Mengingat begitu beragamnya perusahaan-perusahaan asuransi di Indonesia, skema seperti ini tidak mungkin berhasil jika upaya restrukturisasi tidak dilakukan terlebih dahulu. Oleh karena itu, salah satu prasyarat untuk mempertimbangkan pembentukan skema perlindungan pemegang saham di masa depan adalah melakukan restrukturisasi industri dan menetapkan rezim peraturan yang baik. Dalam konteks ini, semua pertimbangan hendaknya ditangguhkan dahulu sampai saat yang tepat di masa mendatang.

Memperbaiki kualitas armada penjualan. Armada penjualan memerlukan perbaikan untuk meningkatkan mutu dan lama usaha yang ditanggung dengan memberlakukan standar profesi bagi pialang, agen dan pengawas.

Membuat organisasi swa-regulasi yang kuat dengan kemampuan kelembagaan dan insentif untuk mengawasi perkembangan pasar maupun regulasinya. Ini akan membantu memperkuat asosiasi industri dan profesi, serta membantu kemajuan dalam hal keputusan-keputusan kunci seperti tanggung jawab regulasi mana saja yang harus diserahkan kepada asosiasi industri dan kapan harus diserahkan. Khususnya, Persatuan Aktuaris Indonesia perlu melakukan lompatan jauh ke depan dalam hal kemampuannya, seperti program sertifikasi dan pelatihan.

Memungkinkan industri asuransi untuk menawarkan produk pensiun. Saat ini, industri asuransi jiwa tidak dapat menawarkan produk pensiun secara langsung kecuali melalui dana pensiun lembaga keuangan. Perusahaan asuransi hendaknya juga diperbolehkan untuk mengemas program dana pensiun untuk pemberi kerja kecil dan menengah, dan aturan pembiayaan paket pesangon berdasarkan UU No. 13 atas dasar sebelum pajak hendaknya diperjelas dan perusahaan-perusahaan swasta diperbolehkan menyisihkan dana untuk keperluan ini dalam program dana pensiun. Membuka pasar pensiun bagi perusahaan asuransi akan mengikuti praktik internasional dan memungkinkan industri asuransi untuk memanfaatkan insentif pajak yang ada. Demikian pula pemberian penangguhan pajak (*tax sheltering*) untuk anuitas seumur hidup yang dibeli dari program-program dana pensiun terdaftar.

Membuat anuitas lebih menarik. Anuitas dapat dijadikan lebih menarik dengan mempertahankan penangguhan pajak atau memperbolehkan pembayaran anuitas dari dana tersebut atas dasar harapan hidup. Dengan demikian, para pensiunan akan terus memperoleh bagian dari kinerja pasar, dan dana pensiun diperbolehkan membeli anuitas tanpa membayar pajak di muka dan tanpa kehilangan penangguhan pajaknya. Selain itu, kampanye informasi dapat mengurangi penolakan orang untuk membeli anuitas dengan cara menciptakan kesadaran akan keuntungan-keuntungannya.

Menarik modal segar ke industri ini. Diperlukan wahana untuk membawa dana segar masuk ke industri ini, termasuk modal asing jika perlu. Saat ini, industri ini menderita kekurangan modal yang parah.⁸² Hal ini lebih terlihat pada perusahaan-perusahaan yang sudah ada, yang dibebaskan dari persyaratan modal lebih tinggi yang diberlakukan pada perusahaan baru. Industri ini secara umum mungkin memerlukan modal tambahan sampai \$750 juta.⁸³

Aktif mempromosikan dan mendorong masuknya pemain asing. Perusahaan asing dapat membawa keterampilan yang unik dalam bidang pengelolaan aset, penangguhan, dan pelaksanaan kegiatan yang akan membantu memperbaiki mutu sistem distribusi, yang merupakan prasyarat untuk menjual produk yang lebih baik.

Memperjelas peraturan untuk produk-produk *linked*. Diperlukan klarifikasi peraturan yang mengatur produk asuransi yang *linked*. Khususnya, (a) Bapepam & LK perlu membuat regulasi untuk produk-produk asuransi yang dikaitkan ke pasar (*market-linked*) seperti dana investasi, (b) penilaian produk asuransi yang *linked* perlu disesuaikan dengan aturan Bapepam & LK, dan (c) diperlukan aturan untuk mencegah transaksi *front running* dan pihak terkait untuk menghindari kemungkinan benturan kepentingan akibat aktivitas manajer investasi perorangan dari produk asuransi *linked*.

Memperbaiki kemampuan untuk melikuidasi perusahaan. Untuk mengurangi beban masalah bagi pemegang polis, proses likuidasi harus jelas, fleksibel dan transparan. Di Indonesia masih diperlukan beberapa perbaikan dalam hal ini. Yang pertama adalah mendefinisikan kondisi-kondisi khusus yang mengharuskan penunjukan seorang administrator untuk membubarkan dan melikuidasi perusahaan asuransi. Akan membantu jika ada definisi yang lebih luas yang menyediakan dasar tindakan yang jelas. Sebagai bagian dari upaya ini, diperlukan peraturan khusus untuk pembubaran dan likuidasi, karena undang-undang niaga umum untuk hal kepailitan dan likuidasi masih kurang spesifik. Khususnya, aturan untuk menentukan prioritas pemegang saham perlu diperinci dalam peraturan tersebut.

⁸² Kekurangan ini mungkin menjadi penyebab selalu negatifnya saldo perdagangan industri ini, yang berjumlah lebih dari 3 triliun rupiah pada tahun 2003, naik dari 2.5 triliun rupiah pada tahun 2002. Kekurangan ini umumnya berhubungan dengan reasuransi.

⁸³ Menurut ketua Asosiasi Asuransi Umum Indonesia Frans Y. Sahusilawane, di majalah Proteksi edisi Desember 2004.

Meningkatkan kewenangan untuk melakukan intervensi dini. Kewenangan intervensi perlu dibuat lebih fleksibel, tersedia untuk digunakan lebih awal, dan mencakup permasalahan yang beraneka ragam. Kewenangan tersebut dapat dibuat lebih fleksibel dengan memisahkan kewenangan dari prosedur-prosedur terbatas yang ada sekarang, yang menurut standar internasional terlalu berat. Sebagai contoh, salah satu perbaikan yang mungkin adalah memberikan kewenangan kepada lembaga pengawas untuk mengharuskan ditempuhnya langkah perbaikan pada awal proses dan dengan jadwal waktu yang dapat diterima. Undang-undang usaha yang ada sekarang hendaknya dianggap sebagai jalan terakhir untuk menghindari sanksi akhir; undang-undang ini bukanlah alat untuk tindakan dini dan perbaikan. Kewenangan untuk melakukan intervensi secara bertahap dan memberlakukan tindak perbaikan dengan segera dalam keadaan darurat lebih disukai. Karenanya, kewenangan intervensi perlu ditingkatkan untuk memungkinkan diawalinya tindakan sebelum proses yang ada sekarang, yang lebih merupakan sanksi daripada prasyarat untuk intervensi lainnya.

Tindakan tambahan masih diperlukan untuk meningkatkan kinerja lembaga pengawas dan penerapan pengawasan di Indonesia hingga sesuai standar internasional. Tindakan ini mencakup kewenangan untuk membatasi kegiatan usaha, menghentikan pengeluaran polis baru, menahan persetujuan atas kegiatan baru, memberikan arahan kepada perusahaan untuk menghentikan praktik yang tidak aman atau tidak sehat dan mengambil tindakan tertentu, memberlakukan ketentuan atas ijin, memagari satu perusahaan atau lebih yang merupakan bagian dari suatu grup perusahaan keuangan, mengatur pengalihan wajib kewajiban-kewajiban dari sebuah penyelenggara asuransi yang sakit ke yang sehat, mencabut ijin penyelenggara asuransi, dan memberhentikan serta menggantikan pemilik, manajer dan direktur. Prosedur rumit yang ada sekarang untuk menentukan kapan kewenangan-kewenangan ini dapat digunakan sebaiknya disederhanakan dan kemampuan pelaksanaannya dikembangkan.

Meningkatkan kewenangan untuk mengenakan sanksi. Sanksi menghindarkan perilaku yang tidak sah dan kebutuhan untuk menanggung kewajiban yang dikenakan oleh peraturan perundang-undangan. Sanksi yang ada berdasarkan Undang-undang Usaha Asuransi Pasal 17 perlu dijelaskan lebih lanjut dan diperluas. Kisaran sanksi yang lengkap akan mencakup kewenangan untuk memberhentikan dan mengganti pemilik, direktur dan manajer; melarang orang memasuki bisnis asuransi; mengenakan denda dan sanksi hukuman lainnya terhadap penyelenggara asuransi dan orang-orang yang tidak taat kepada undang-undang; mengenakan sanksi atas orang yang tidak mau memberikan informasi kepada lembaga pengawas, memberikan informasi yang menyesatkan, atau tidak mau menyampaikan informasi pada waktunya; serta mengambil tindakan atas orang atau badan yang menyelenggarakan usaha asuransi tanpa ijin. Sanksi atas pelanggaran dari masing-masing bagian Undang-undang Asuransi dan peraturannya perlu dijelaskan, termasuk proses banding dan peninjauan kembali.

Menjelaskan peraturan dan prosedur untuk transaksi yang berhubungan dengan penggabungan, alih kepemilikan, dan demutualisasi. Ada baiknya bahwa proses untuk mengadakan penggabungan, alih kepemilikan, dan demutualisasi, serta penggunaan reasuransi sebagai alat penyelesaian dijelaskan. Tindakan seperti ini mungkin akan diharuskan atas perusahaan asuransi yang sedang mengalami kesulitan, dan perusahaan akan lebih bersedia menjalaninya jika aturan-aturannya jelas dan terinci. Proses yang digunakan dalam yurisdiksi lainnya relatif mudah disesuaikan dengan kondisi di Indonesia.

Mempertimbangkan kembali usulan yang ada baru-baru ini untuk mengenakan pajak premi atas premi asuransi non-jiwa. Saat ini premi tidak dikenai pajak, tetapi sebuah usulan telah disusun untuk mengenakan pajak tersebut pada premi non-jiwa. Usulan ini tidak memiliki dasar pemikiran tertentu. Pertanggungjawaban asuransi non-jiwa bagi rakyat Indonesia sudah rendah, dan rakyat Indonesia tidak memperoleh manfaat perlindungan yang cukup atas kerugian karena musibah. Usulan seperti ini akan membuat industri ini semakin sulit menyediakan produk yang

berguna kepada segmen penduduk yang lebih besar dan bukan merupakan bagian dari kepentingan umum.

Mempertimbangkan dengan cermat usulan industri untuk memperbaiki perlakuan pajak atas produk asuransi dengan tujuan mempercepat penggalangan aset jangka panjang. Insentif pajak harus dirancang untuk mendorong investasi jangka panjang. Usulan khusus yang sedang dikembangkan hendaknya menegaskan hubungan sebab-akibat antara perubahan yang diusulkan dan hasil yang diharapkan. Selanjutnya, hasilnya harus dipantau untuk mengarahkan kebijakan-kebijakan di masa mendatang.

Mengembangkan sistem penentuan peringkat yang lebih komprehensif. Untuk perusahaan asuransi, rasio likuiditas sama dengan rasio modal dan surplus terhadap aset untuk bank; meskipun rasio itu sendiri penting, namun hanya merupakan ukuran parsial dari kesehatan perusahaan. Seperti halnya di bank, rasio likuiditas perusahaan asuransi hendaknya hanya merupakan salah satu faktor yang dianalisis berdasarkan sistem penentuan peringkat. Aspek yang sama pentingnya adalah analisis kualitatif terhadap manajemen. Analisis kualitatif manajemen perusahaan asuransi dan sistem penentuan peringkat yang dapat digunakan akan melengkapi rasio likuiditas RBC. Untuk melengkapi penerbitan hasil RBC atau sebagai alternatif, peringkat dapat dinyatakan atas dasar sistem epenilaian manajemen yang lebih komprehensif, seperti CAMEL (*Capital Assets Risk Analysis Asset-liability matching Management Earnings Liquidity*), agar masyarakat lebih mudah memahaminya.⁸⁴ Salah satu pilihan yang mungkin adalah meminta bantuan lembaga penentuan peringkat internasional dalam mengembangkan sistem penentuan peringkat perusahaan asuransi yang dapat digunakan. Satu langkah lain adalah mendorong penerbitan peringkat RBC dari semua perusahaan asuransi.

Membuka profesi aktuaris bagi aktuaris asing. Membuka profesi ini kepada aktuaris-aktuaris bersertifikat dari negara lain akan menciptakan insentif bagi PAI untuk memperbaiki standarnya, memperluas keanggotaan, memenuhi syarat untuk menjadi anggota penuh Asosiasi Aktuaris Internasional, dan karenanya dapat menegosiasikan perjanjian pengakuan timbal balik. Hendaknya disusun peraturan untuk memperbolehkan aktuaris yang berkualifikasi penuh dari asosiasi yang merupakan anggota penuh Asosiasi Aktuaris Internasional untuk berpraktik di Indonesia dan, sesuai persyaratan yang berlaku, diakui oleh Departemen Keuangan untuk keperluan peraturan. Pemerintah dapat meninjau kembali keputusannya dari waktu ke waktu dengan didasarkan pada status pengembangan profesi aktuaris dalam negeri.

Mengadopsi strategi jangka menengah dan jangka panjang untuk memperkuat profesi aktuaris. Mengadopsi persyaratan pendidikan yang lebih tinggi, proses pengujian dan pemantauan yang memiliki kredibilitas, kualifikasi untuk masuk dan mendapat sertifikat, kode etik profesi, standar praktik, proses disipliner yang formal dan transparan, dan sumber daya yang memadai untuk mendukung anggota akan mendatangkan banyak manfaat.⁸⁵ Khususnya, PAI perlu menempuh langkah-langkah berikut: (a) membenahi silabus, standar pendidikan dan proses disiplinernya agar memenuhi persyaratan internasional, (b) mengadopsi dan menjalankan rencana tindakan untuk menyusun dan melaksanakan standar yang mencakup berbagai bidang praktik, (c) mengadopsi dan menjalankan program pengembangan profesi berjalan yang memenuhi standar minimum, dan (d) mengkoordinasikan ujian-ujianya dengan ujian akademis dan ujian yang diakui secara internasional dan mendorong kerjasama dengan sekolah-sekolah aktuarial di negara lain untuk mencapai pengakuan gelar ganda.

⁸⁴ Ini adalah adaptasi dari pendekatan CAMEL (*Capital Assets Management Earnings Liquidity*) untuk analisis bank, yang dikembangkan untuk membantu pemeriksa bank dalam pelaksanaan tugas mereka.

⁸⁵ Beberapa manfaatnya nyaris langsung dapat dirasakan (kode etik, proses disipliner); yang lain akan muncul secara berangsur-angsur (pendidikan, standar). Peluang untuk saling menginspirasi akan ada, seperti yang telah terlihat dari pengalaman munculnya asosiasi aktuaris yang aktif di India baru-baru ini.

REFERENSI

Biro Asuransi, Berbagai tahun, Laporan Tahunan, Biro Asuransi, Bapepam & LK

Cole, David, dan Betty F. Slade. 1996. *Building a Modern Financial System: The Indonesian Experience*. New York: Cambridge University Press.

Demirguc-Kunt, Asli, dan Edward J. Kane. 2001. "Deposit Insurance around the Globe: Where Does It Work?" Kertas Kerja NBER 8493, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., Juli.

Erba., S. Nuri, dan Chera L. Sayers. 2005. "Institutional Quality, Knightian Uncertainty, and Insurability." *12th Annual Conference of the International Association of Insurance Supervisors*, Wina, Austria, Oktober.

IFSL (International Financial Services London). 2005. www.ifsl.org, London, November.

IMF. 2001 *Mexico Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No. 01/192*: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=15443>

Insurance Information Institutes. 2005. *International Insurance Fact Book 2005*: www.internationalinsurance.org

Malaysian Takaful Industry, 1984.2004, <http://www.bnm.gov.my/>

Mclsaac, Donald A., dan David F. Babbel. 1995. *The World Bank Primer of Reinsurance*. Washington, DC, September.

Swiss Re. 2004a. "Exploiting the Growth Potential of Emerging Insurance Markets." *Sigma* 5.

.... 2004b. "World Insurance in 2003." *Sigma* 3.

BAB 7

INDUSTRI SEWA GUNA USAHA INDONESIA

Di banyak negara, sewa guna usaha tumbuh pesat karena menawarkan keuntungan bagi semua pihak. Potensi keuntungannya bagi penyewa adalah pengaturan jaminan yang lebih sederhana, tersedianya pembiayaan jangka menengah dan jangka panjang untuk membeli peralatan, keeluasaan karena tidak memerlukan agunan dari luar, biaya transaksi yang lebih rendah, kemampuan membiayai persentase biaya peralatan modal yang lebih tinggi daripada meminjam di bank, fleksibilitas (kemampuan mengatur struktur kontrak sewa guna usaha untuk memenuhi kebutuhan arus kas penyewa), dan insentif pajak yang mengurangi ongkos pembiayaan.

Perusahaan sewa guna usaha juga mendapat manfaat yang sama. Di negara di mana undang-undang agunan yang lemah menghambat pemberian pinjaman dari bank, sewa guna usaha menawarkan keuntungan prosedur penyitaan yang lebih sederhana, karena kepemilikan aset berada di tangan pemberi sewa. Karena pemberi sewa membeli peralatan tersebut langsung dari pemasok, penyewa tidak memiliki kesempatan untuk mengarahkan dana tersebut untuk keperluan lain. Pendokumentasian yang sederhana menekan biaya transaksi. Dan karena perusahaan sewa guna usaha umumnya tidak menerima simpanan, regulasi mereka cenderung lebih longgar daripada bank dan memiliki persyaratan modal yang lebih rendah.

Manfaatnya bagi pembangunan ekonomi sangat luas. Semakin banyak usaha kecil dan menengah yang dapat mengakses pembiayaan. Persaingan yang meningkat merangsang pengembangan produk baru (sewa guna usaha ke sektor baru, sewa guna usaha antar wilayah, dan sebagainya) dan mengurangi *spread*. Sewa guna usaha juga membantu memperluas investasi swasta dalam bidang peralatan modal dan menunjang perkembangan pasar modal. Dari segi aset, sewa guna usaha memperkenalkan kepada pasar modal usaha kecil dan menengah yang sebelumnya lebih mengandalkan pembiayaan informal, kredit pemasok dan pengumpulan uang tunai internal daripada pasar uang formal. Sewa guna usaha juga memperluas opsi pembiayaan untuk perusahaan-perusahaan yang lebih besar. Dari segi kewajiban, upaya perusahaan sewa guna usaha untuk menggalang hutang dan modal membantu memperdalam dan memperluas pasar modal domestik. Meskipun posisi perusahaan sewa guna usaha kurang menguntungkan ketika bersaing dengan anak-anak perusahaan sewa guna usaha dari bank umum, yang dapat

memanfaatkan pendanaan berbiaya rendah dari deposan perusahaan induk mereka, perusahaan sewa guna usaha yang berdiri sendiri bersaing dengan lebih ketat untuk memperoleh pangsa pasar dan memfokuskan pada pembangunan portofolio.

Pengalaman menunjukkan bahwa ada beberapa faktor yang memungkinkan perusahaan-perusahaan sewa guna usaha tumbuh subur⁸⁶:

- Standar yang tinggi untuk analisis kredit berbasis arus kas dan pengawasan nasabah, yang dilengkapi dengan prosedur tindak lanjut dan asuransi peralatan
- Mitra yang kompeten
- Akses ke dana mata uang lokal jangka panjang dari perusahaan asuransi atau dana pensiun, atau akses ke pasar obligasi dalam negeri
- Kesesuaian aset-kewajiban, yang memungkinkan perusahaan sewa guna usaha mencocokkan sewa tarif tetap dengan pendanaan berjangka tarif tetap, atau apabila yang tersedia hanya tarif mengambang (dari dalam atau pun luar negeri), kerangka peraturan yang memungkinkan penyesuaian suku bunga sewa guna usaha secara berkala.
- Transparansi informasi keuangan, seperti sistem informasi kredit.

Sewa guna usaha dapat memainkan peran yang signifikan dalam sektor keuangan non-bank Indonesia, terutama dalam pembiayaan UKM.

STRUKTUR

Di Indonesia, sewa guna usaha adalah bagian dari industri pembiayaan (*multifinance*). Untuk menggambarkan struktur industri pembiayaan Indonesia, bagian ini membahas berbagai usaha yang dianggap sebagai bagian dari industri ini, besarnya industri, struktur regulasi dan pengawasan yang mengatur industri, dan sumber-sumber pendanaan.

Ragam Usaha

Industri pembiayaan berasal dari industri sewa guna usaha, yang telah hadir di Indonesia sejak tahun 1974 (keputusan bersama Menteri Keuangan, Menteri Perdagangan, dan Menteri Perindustrian tahun 1974). Struktur pembiayaan yang ada sekarang bermula pada bulan Desember 1988, ketika pemerintah mengeluarkan paket keputusan yang menderegulasi sektor keuangan. Dewasa ini, perusahaan pembiayaan dapat melaksanakan sewa guna usaha, anjak piutang, dan pembiayaan konsumen dan kartu kredit. Di masa lalu, perusahaan pembiayaan juga dapat menjalankan perdagangan sekuritas dan pembiayaan usaha.⁸⁷ Kami akan membahasnya satu per satu.

Sewa guna usaha. Keputusan Presiden No. 61 tahun 1988 dan keputusan-keputusan Menteri Keuangan selanjutnya menetapkan definisi masing-masing usaha di bawah industri pembiayaan (Keputusan No. 1169/KMK.01/1991 untuk sewa guna usaha dan Keputusan No. 1251/KMK.13/1988 untuk anjak piutang⁸⁸). Bisnis sewa guna usaha menawarkan sewa pembiayaan maupun sewa operasional. Sewa guna usaha hanya dapat membiayai barang modal, yang didefinisikan sebagai aset tetap berwujud yang memiliki umur ekonomi lebih dari 1 tahun dan digunakan – baik secara

⁸⁶ Carter, Barger dan Kuczynski, 1996.

⁸⁷ Perdagangan sekuritas ditarik pada bulan November 1989, dan modal ventura dipisahkan pada bulan Oktober 1995 dengan keputusan Menteri Keuangan.

⁸⁸ No. 1251/KMK.13/1988 digantikan oleh Keputusan No. 448/KMK.017/2000 dan selanjutnya oleh Keputusan No. 172/KMK.06/2002 yang menetapkan bahwa industri Pembiayaan mencakup usaha sewa guna usaha, anjak piutang, kartu kredit, dan pembiayaan konsumen.

langsung maupun tidak langsung – untuk memproduksi, meningkatkan kualitas, atau memperlancar produksi dan distribusi barang dan jasa.

Sewa pembiayaan dapat berupa beberapa jenis: sewa langsung, penjualan dan sewa kembali (*sale and lease back*), dan sewa guna usaha sindikasi (*syndicated lease*). Sebuah transaksi digolongkan sebagai sewa pembiayaan apabila memenuhi kriteria berikut:

- Total pembayaran sewa ditambah nilai residual aset yang disewakan sama dengan harga perolehan aset dan keuntungan atas aset tersebut.
- Jangka waktu sewa sekurang-kurangnya 2 tahun untuk barang modal kategori 1, 3 tahun untuk barang modal kategori 2 dan 3, dan 7 tahun untuk barang modal kategori bangunan. Kategori-kategori tersebut ditetapkan dalam Pasal 11 UU No. 7 tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan.⁸⁹
- Perjanjian sewa memuat ketentuan tentang opsi pembelian oleh penyewa.

Sebuah transaksi digolongkan sebagai sewa operasional apabila memenuhi kriteria berikut:

- Pembayaran total selama termin pertama tidak mencakup harga perolehan barang modal dan laba atas barang tersebut untuk pemberi sewa
- Perjanjian sewa tidak memuat ketentuan tentang opsi pembelian oleh penyewa.

Anjak piutang. Anjak piutang adalah pembelian, penjualan, dan pengelolaan hutang dan klaim jangka pendek suatu perusahaan yang berasal dari transaksi perdagangan dalam negeri atau luar negeri. Anjak piutang mencakup jasa keuangan maupun non-keuangan. Jasa non-keuangan meliputi penyelidikan kredit, administrasi pembukuan penjualan, kontrol kredit dan penagihan hutang, dan manajemen risiko kredit.

Pembiayaan konsumen. Pembiayaan konsumen adalah kegiatan pembiayaan barang bagi konsumen di mana pembayaran kembali dilakukan secara cicilan. Bisnis kartu kredit memungkinkan konsumen untuk membeli barang dan jasa dengan menggunakan kartu kredit sebagai cara pembayaran. Tidak seperti sewa guna usaha dan anjak piutang, yang digunakan untuk kepentingan niaga semata-mata, pembiayaan konsumen dan kartu kredit digunakan oleh perorangan untuk membeli barang konsumsi dan jasa konsumsi. Sebagian besar pembiayaan konsumen digunakan untuk membeli mobil atau sepeda motor baru dan bekas. Baru-baru ini, pembiayaan konsumen telah disediakan untuk membeli peralatan elektronik dan perabot rumah tangga.

Besarnya Industri

Mulai tahun 1988 sampai krisis moneter tahun 1997-1998, industri ini tumbuh pesat, di mana sebagian besar pembiayaan dalam bentuk sewa guna usaha dan anjak piutang. Kenaikan suku bunga yang tajam pada puncak krisis moneter berdampak negatif terhadap pertumbuhan dan kinerja perusahaan-perusahaan pembiayaan. Meskipun demikian, sejak tahun 2001 industri ini telah bangkit kembali, dan pembiayaan konsumen telah menjadi penggerak utama pertumbuhan. Per Desember 2005, ada 236 perusahaan pembiayaan (meskipun hanya 132 yang beroperasi), yang telah memberikan pembiayaan dengan jumlah mencapai Rp.67.7 trilyun. Pembiayaan konsumen mendominasi bisnis ini (68 persen), diikuti oleh sewa guna usaha (28 persen), kartu kredit (2 persen), dan anjak piutang (2 persen); lihat tabel 7.1.

⁸⁹ Uraian yang lebih terinci untuk masing-masing kategori diberikan di Lampiran A.

Tabel 7.1: Pendanaan Perusahaan Pembiayaan, menurut Jenis Perusahaan, 1996–2005 (trilyun Rp kecuali disebutkan lain)

Tahun	Anjak piutang		Sewa guna usaha		Kartu kredit		Pembiayaan konsumen		Lain-lainnya	Total
	Jumlah	Total%	Jumlah	Total%	Jumlah	Total%	Jumlah	Total%		
1996	8.0	30.1	12.1	45.4	0.1	0.2	6.4	23.8	0.1	26.7
1997	10.1	26.4	16.9	44.2	0.4	1.1	10.6	27.7	0.2	38.3
1998	8.0	27.0	15.6	53.0	0.4	1.4	5.2	17.8	0.3	29.5
1999	6.4	28.8	10.9	49.2	0.3	1.5	4.3	19.4	0.2	22.2
2000	6.6	22.3	13.7	46.7	0.4	1.4	8.5	29.0	0.2	29.4
2001	3.3	10.6	14.1	45.8	0.8	2.6	12.4	40.1	0.3	30.8
2002	3.2	9.4	12.6	37.1	1.1	3.4	16.6	48.9	0.4	33.9
2003	3.2	8.3	11.6	30.2	0.8	2.1	22.7	59.1	0.1	38.3
2004	2.5	4.6	14.5	26.4	1.5	2.8	36.0	65.5	0.4	54.9
2005	1.4	2.0	19.1	28.3	1.8	2.2	45.4	67.5	0.0	67.7

Sumber: Bank Indonesia, Bapepam & LK

a. Simpanan di bank umum dan investasi langsung.

Struktur Regulasi dan Pengawasan

Perusahaan pembiayaan diawasi dan diatur oleh Biro Perbankan dan Jasa Keuangan, yang berada di bawah Bapepam & LK Departemen Keuangan. Meskipun demikian, sejak tahun 1995, melalui keputusan bersama Menteri Keuangan (No. 707/KMK.017/1995) dan Gubernur Bank Indonesia (No. 28/9/KEG/GBI), Bank Indonesia telah memegang mandat untuk mengawasi perusahaan pembiayaan dalam bidang pinjaman dari luar negeri, pinjaman dari bank umum, penerbitan surat promes, mutu aset, dan pelaporan yang akurat dan memadai. Pengawasan bersama ini berlanjut sampai sekarang. Batas kewenangan regulasi dan pengawasan yang jelas perlu ditetapkan antara kedua lembaga tersebut untuk menghindari keambiguan.

Tidak seperti lembaga keuangan non-bank lainnya, tidak ada undang-undang yang khusus mengatur industri pembiayaan. Keputusan Presiden No. 61 tahun 1989 merupakan peraturan tertinggi yang mengatur industri pembiayaan. Keputusan ini dikeluarkan pada tahun 1988 sebagai bagian dari paket regulasi sektor keuangan (umumnya disebut PAKDES 1988). Selanjutnya, berbagai keputusan Menteri Keuangan telah dikeluarkan untuk mengatur atau melaksanakan kegiatan-kegiatan atau bidang tertentu dalam industri pembiayaan tersebut.

Dalam kaitannya dengan status hukum badan, suatu perusahaan pembiayaan dapat didirikan sebagai perseroan terbatas atau koperasi oleh warga negara Indonesia atau sebagai usaha patungan antara suatu badan usaha asing dan warga negara atau badan hukum Indonesia. Perusahaan pembiayaan harus memperoleh ijin usaha dari Departemen Keuangan. Ada persyaratan modal minimum yang berbeda-beda untuk jenis kepemilikan yang berbeda pula, sebagai berikut:

Tabel 7.2: Persyaratan Modal Minimum menurut Jenis Kepemilikan

Jenis	Modal wajib minimum (Rp)
Perusahaan swasta	10 milyar
Perusahaan patungan	25 milyar
Koperasi	5 milyar

Sumber: Bapepam & LK

Sumber pendanaan

Perusahaan pembiayaan dilarang keras menerima dana dari masyarakat dalam bentuk giro, tabungan dan deposito. Perusahaan pembiayaan juga dilarang menerbitkan surat promes kecuali sebagai jaminan atas pinjaman bank, atau pun memberikan jaminan dalam bentuk apa pun

kepada pihak mana pun. Mengingat peraturan ini, perusahaan pembiayaan di Indonesia memiliki tiga cara untuk memperoleh pendanaan, yaitu: menghimpun modal, menerbitkan obligasi, atau memperoleh pinjaman dari bank umum. Peraturan ini memperbolehkan perusahaan pembiayaan untuk menerima pinjaman bank dari sumber dalam negeri dan luar negeri. Rasio peningkatan (*gearing*) ditetapkan 15 kali nilai bersih, di mana dari rasio peningkatan tersebut hutang luar negeri lima kali nilai bersih. Nilai bersih sudah termasuk pinjaman subordinasi.

Sebagian besar pendanaan untuk perusahaan pembiayaan berasal dari pinjaman bank umum. Statistik resmi yang terbaru menunjukkan bahwa pinjaman bank umum dan penerbitan obligasi masing-masing menyumbangkan sekitar 49 dan 10 persen dari pendanaan yang tertunggak dari perusahaan pembiayaan. Pendanaan dari pinjaman luar negeri juga menyumbangkan porsi yang signifikan (lihat tabel 7.3). Selain itu, ada beberapa perusahaan pembiayaan yang telah menerbitkan obligasi di pasar modal dalam negeri dan memperdagangkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta.

Tabel 7.3: Pendanaan Perusahaan Pembiayaan, menurut Sumber Pendanaan, 1996–2005 (trilyun Rp)

Jenis pinjaman	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Pinjaman dalam negeri										
Bank	11.9	15.5	14.4	10.7	11.3	14.2	13.2	14.7	20.8	25.0
Non-bank	1.0	1.5	3.0	3.7	5.8	3.7	3.4	1.0	0.7	4.4
Pinjaman luar negeri										
Bank	9.2	19.3	16.4	8.6	7.6	7.0	5.6	6.9	18.6	24.2
Non-bank	1.5	1.8	2.7	2.3	4.9	4.1	4.2	4.8	4.3	7.1
Obligasi	0.3	0.5	0.9	0.6	0.8	0.7	1.7	4.0	8.9	10.2
Hutang subordinasi										
Dalam negeri	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
Luar negeri	0.2	0.5	0.9	1.0	1.3	1.8	1.7	1.7	1.8	0.1

Sumber: Bapepam & LK

KINERJA DAN KELANGSUNGAN

Lonjakan suku bunga pada puncak krisis moneter tahun 1998 telah mengakibatkan tekanan sistemik pada industri sewa guna usaha dan anjak piutang. Meskipun demikian, walau jumlah ijin operasional yang sah tidak banyak menurun, hanya 132 perusahaan pembiayaan yang diperkirakan masih beroperasi. Setelah krisis moneter, suku bunga mulai turun secara pasti sejak tahun 2002 dan industri ini mulai bangkit kembali. Akibatnya, kinerja keuangan perusahaan pembiayaan pun membaik. Pada akhir tahun 2002, pendapatan dan modal dasar perusahaan pembiayaan sudah positif kembali. Pada tahun 2004, aset industri ini tumbuh 58 persen pertahun, dan antara tahun 2001-2004 aset tumbuh dengan tingkat pertumbuhan total 28 persen (lihat tabel 7.4). Tingkat pertumbuhan ini lebih rendah pada tahun 2005 tetapi pembiayaan totalnya masih melebihi jumlah yang dicairkan pada tahun 2004.

Pembiayaan konsumen adalah bisnis yang sangat menguntungkan karena marjin labanya yang tinggi. Bisnis ini telah menjadi penggerak utama pertumbuhan dalam tahun-tahun terakhir. Bisnis ini diuntungkan oleh suku bunga yang turun dan pertumbuhan konsumsi pribadi yang kuat. Sebagian besar perusahaan pembiayaan hanya menyediakan pembiayaan konsumen, dan hanya segelintir perusahaan pembiayaan yang menawarkan sewa guna usaha dan pembiayaan anjak piutang. Portofolio pembiayaan konsumen tumbuh setiap tahunnya sebesar 59 persen pada tahun 2004 dan 26 persen pada tahun 2005; dan membukukan total angka pertumbuhan tahunan 38 persen antara tahun 2001-2005. Sebagian besar pembelinya adalah mobil dan sepeda motor. Diperkirakan sekitar 70 persen total angka penjualan berupa penjualan melalui kredit, di mana perusahaan pembiayaan konsumen mengambil 70 persen dan pinjaman bank umum mendapatkan 30 persen yang selebihnya. Untuk sepeda motor, penjualan melalui kredit

menyumbangkan 90 persen penjualan, di mana pembiayaan konsumen merebut hampir 100 persen.⁹⁰ Hasilnya, portofolio aset pembiayaan cenderung lebih banyak pada pembiayaan mobil untuk konsumsi pribadi. Hal ini berlawanan dengan di daerah-daerah lainnya, di mana portofolionya lebih terdiversifikasi.⁹¹

Bisnis kartu kredit juga telah tumbuh pesat sejalan dengan tren pembiayaan konsumen. Meskipun demikian, hanya sebagian kecil pertumbuhan ini yang tertangkap dalam statistik karena sebagian besar penerbit kartu kredit adalah bank umum.

Meskipun ada peningkatan volume yang signifikan, kualitas pembiayaan konsumen dan kartu kredit (yang dikeluarkan oleh perusahaan pembiayaan) sejauh ini tetap sehat (lihat tabel 7.5). Dalam hal pembiayaan konsumen, pembiayaan tertunggak yang macet kurang dari 1 persen, angka yang lebih rendah dari sektor perbankan.

Tidak seperti pembiayaan konsumen dan pembiayaan kartu kredit, bisnis sewa guna usaha dan anjak piutang belum mengalami kenaikan yang substansial sejak krisis, terutama karena rendahnya permintaan untuk pembiayaan korporasi.⁹² Di samping itu, perusahaan pembiayaan menghadapi persaingan yang ketat dari bank-bank umum yang memiliki likuiditas tinggi, dan tidak dapat menawarkan pembiayaan dengan suku bunga yang lebih kompetitif. Kurangnya keterampilan mengenai risiko kredit dalam sewa guna usaha juga telah membuat perusahaan pembiayaan enggan memasuki pasar ini. Masih ada peninggalan dari lesunya bisnis sewa guna usaha dan terutama anjak piutang selama krisis moneter yang tersisa di neraca keuangan perusahaan pembiayaan. Sebagai contoh, hanya sekitar tiga per empat dari klaim anjak piutang yang tertunggak dapat digolongkan sebagai lancar per tahun 2005 (tabel 7.5).

Tabel 7.4: Kinerja Keuangan Perusahaan Pembiayaan, 2000-2005 (trilyun Rp kecuali disebutkan lain)

Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Jumlah perusahaan	245	245	244	239	237	236
Total aset						
Jumlah	35.8	37.3	39.9	50.1	78.9	96.5
Perubahan persentase	-	4.2	7.0	25.6	57.5	22.3
Pembiayaan						
Jumlah	29.4	30.8	33.9	38.3	54.9	67.6
Perubahan persentase	-	4.8	10.1	13.0	43.3	23.1
Modal dasar						
Jumlah	(2.7)	(0.6)	3.0	8.5	10.7	15.2
Perubahan persentase	-	-	-	183.3	25.9	42.0
Laba-rugi						
Keuntungan (kerugian)	2.6	(0.1)	1.8	1.9	3.0	3.5
Perubahan persentase	-	-	-	5.6	57.9	16.7
Pengembalian atas modal (persen)	-	16.7	60.0	22.4	28.0	23.0
Pengembalian atas aset (persen)	7.3	-0.3	4.5	3.8	3.8	3.6

Sumber: Bank Indonesia, Bapepam & LK

— Tidak tersedia

⁹⁰ Perkiraan Asosiasi Perusahaan Pembiayaan Indonesia (APPI). Pada tahun 2005, total angka penjualan mobil dan sepeda motor di Indonesia masing-masing mencapai 533.841 unit dan 4,6 juta unit.

⁹¹ Untuk memberikan gambaran, lampiran B mencantumkan portofolio perusahaan sewa guna usaha di beberapa negara lain.

⁹² APPI telah mengindikasikan bahwa permintaan akan sewa guna usaha mesin di sektor perkebunan dan pertambangan meningkat pada tahun-tahun belakangan ini, namun hal ini tidak dapat dianalisis lebih lanjut karena kurangnya data.

Tabel 7.5: Kualitas Pembiayaan Perusahaan Pembiayaan, 2000–2005 (persen)

Tahun dan indikator	Sewa guna usaha	Anjak piutang	Kartu kredit	Pembiayaan konsumen
2000				
Lancar	69.0	42.7	66.8	94.7
Meragukan	12.4	4.2	1.5	1.6
Rugi	18.6	53.1	31.7	3.7
2001				
Lancar	76.5	28.9	75.7	96.3
Meragukan	7.8	6.4	2.3	1.6
Rugi	15.7	64.7	22.0	2.1
2002				
Lancar	79.1	29.8	93.9	97.1
Meragukan	4.6	6.2	3.6	1.5
Rugi	16.3	64.0	2.5	1.4
2003				
Lancar	87.9	40.2	91.1	98.0
Meragukan	2.8	6.5	5.2	0.9
Rugi	9.3	53.3	3.7	1.1
2004				
Lancar	88.9	39.5	93.5	98.4
Meragukan	3.3	5.6	4.1	0.7
Rugi	7.8	54.9	2.4	0.9
2005				
Lancar	93.8	77.3	90.9	99.5
Meragukan	0.7	3.6	4.5	0.1
Rugi	5.5	19.1	4.6	0.4

Sumber: Bapepam & LK

KAITAN DENGAN SEKTOR KEUANGAN YANG LAIN

Undang-undang Perbankan melarang bank umum memberikan pembiayaan sewa guna usaha dan anjak piutang. Meskipun demikian, bank umum dapat mengeluarkan kartu kredit dan memberikan kredit konsumen, yang mirip dengan bisnis pembiayaan konsumen perusahaan pembiayaan.

Kesulitan menggalang pembiayaan dalam negeri merupakan salah satu hambatan yang paling serius terhadap perluasan, dan perusahaan pembiayaan amat bergantung pada pendanaan dari bank umum. Hal ini telah menimbulkan keadaan di mana bank umum mempengaruhi aset yang didanai oleh perusahaan pembiayaan. Selama beberapa tahun terakhir, bank umum lebih menyukai pembiayaan konsumen. Proses pemberian pinjaman pada umumnya berjalan sebagai berikut: (a) sebuah perusahaan pembiayaan mengeluarkan dana untuk membiayai aset yang “disetujui”, (b) piutang dari transaksi yang “disukai” diajukan ke bank untuk memperoleh diskonto, dan (c) perusahaan pembiayaan mengeluarkan kembali dana untuk mengulangi siklus ini. Bank-bank Indonesia diuntungkan oleh hubungan ini, karena biaya operasional cenderung menjadi lebih rendah karena staf perusahaan pembiayaan tidak semahal staf bank, dan perusahaan pembiayaan memperluas jangkauan bank ke bidang-bidang baru.

Perusahaan pembiayaan yang memiliki posisi keuangan lebih kuat mengadakan skema pembiayaan bersama dengan bank umum. Di bawah skema seperti ini, perusahaan pembiayaan dan bank umum bersama-sama membiayai konsumen mereka.⁹³ Pada umumnya, pembiayaan mengambil porsi pembiayaan yang lebih kecil daripada bank umum. Satu lagi skema yang tersedia di pasar adalah penyaluran, di mana bank umum menyediakan pembiayaan penuh dan perusahaan pembiayaan hanya mengelola piutang dan mengutip biaya. Dalam perkembangan

⁹³ Oleh karena itu, keduanya berbagi marjin. Apabila terjadi wanprestasi, keduanya juga berbagi hasil perolehan dari penjualan kembali aset.

belum lama ini, bank umum telah mengambil satu langkah lagi untuk semakin mendekatkan kedua industri itu dengan jalan mengakuisisi perusahaan pembiayaan secara langsung. Berbagai akuisisi telah berlangsung, umumnya oleh bank umum besar, dan hal ini telah menambah jumlah bank umum yang memiliki anak perusahaan dalam bidang usaha pembiayaan (lihat tabel 7.6).

Tabel 7.6: Bank Umum dan perusahaan pembiayaan di Indonesia

Bank	Perusahaan pembiayaan
Bank Negara Indonesia	BNI Multifinance Pembiayaan Artha Negara
Bank BNP Paribas	Utama Leasing Indonesia
Bank Bumi Arta	Balimor Finance
Bank Central Asia	BCA Finance
Bank Danamon	Adira Dinamika Multifinance
Bank Niaga	Saseka Gelora Finance Niaga International Factors
Bank Panin	Clipan Finance Indonesia DKB Panin Finance Verena Oto Finance
Bank Resona Perdania	Resona Indonesia Finance
Bank Sumitomo Mitsui Indonesia	Exim SB Leasing
Bank UFJ Indonesia	U Finance Indonesia
Bank Internasional Indonesia	BII Finance Center Wahana Otomitra Multiartha
Bank Rakyat Indonesia	UJF BRI Finance
Bank Permata	Bali Tunas Finance KDLC BancBali Finance
Bank Mega	Para multifinance
Bank Lippo	GMAC Lippo Finance Pacific United Finance

Sumber: *Infobank*, September 2005; *Investor*, Oktober 2005

Dalam rangka diversifikasi sumber pembiayaan, sejumlah perusahaan pembiayaan telah menggalang dana dari pasar obligasi dan pasar modal dalam negeri (melalui penawaran saham umum perdana). Sejauh ini, ada 10 perusahaan pembiayaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan pembiayaan lebih aktif di pasar obligasi. Berbagai perusahaan pembiayaan besar telah mengeluarkan obligasi rupiah, yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya. Penerbitan obligasi oleh perusahaan pembiayaan telah mengambil pangsa pasar obligasi yang lebih signifikan, menurut nilai, sejak tahun 2002 (lihat tabel 7.7).

Tabel 7.7: Kapitalisasi Pasar Obligasi, 1999–2005 (trilyun Rp kecuali disebutkan lain)

Indikator	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Obligasi korporasi							
Jumlah	14.2	18.9	18.8	21.5	45.4	58.8	57.8
Perubahan persentase	n.a.	33.1	(0.5)	14.4	111.1	29.5	(1.8)
Obligasi perusahaan pembiayaan							
Jumlah	0.6	0.8	0.7	1.7	4.0	8.9	12.8
Perubahan persentase	n.a.	51.9	(11.2)	123.9	138.7	121.4	43.8
Obligasi perusahaan pembiayaan sebagai persen total obligasi korporasi	4.2	4.2	3.7	7.9	8.8	15.1	22.2

Sumber: Bapepam & LK; Bursa Efek Surabaya, Perkiraan Staf

n.a. Tidak berlaku.

MASALAH DAN HAMBATAN PEMBANGUNAN

Inti dari sewa guna usaha adalah pengaturan kontraktual yang memperbolehkan salah satu pihak (penyewa) untuk menggunakan aset yang dimiliki oleh perusahaan sewa guna usaha (pemberi sewa) dengan imbalan pembayaran cicilan yang ditetapkan. Kepemilikan sah (yang dipegang oleh

pemberi sewa) dipisahkan dari kegunaan ekonomis aset (yang dipegang oleh penyewa). Perusahaan sewa guna usaha memfokuskan pada kemampuan penyewa menghasilkan arus kas positif untuk melunasi pembayaran sewa, dan bukan riwayat kredit, aset, atau basis modalnya. Pengaturan ini cocok terutama bagi kebutuhan UKM baru yang belum memiliki riwayat laporan keuangan yang panjang, riwayat kredit, atau persyaratan agunan, yang dibutuhkan untuk memperoleh pinjaman bank tradisional. Sewa guna usaha menawarkan manfaat-manfaat lain pula, yaitu memperluas persaingan di bidang jasa keuangan dan memperkenalkan badan usaha dan penyedia pembiayaan kepada inovasi-inovasi seperti analisis kredit berbasis arus kas. Banyak pemerintahan yang telah mempromosikan sewa guna usaha sebagai cara untuk mendorong pertumbuhan UKM.

Indonesia memiliki usaha kecil dan menengah dalam jumlah yang besar. Kontribusi mereka yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi negara ini telah banyak didokumentasikan, dan pemerintah telah memprioritaskan untuk mendorong pertumbuhan UKM. Meskipun demikian, banyak usaha kecil dan menengah menghadapi hambatan keuangan yang membuat mereka sulit tumbuh lebih jauh. Saat ini, sewa guna usaha masih belum digunakan untuk menunjang pertumbuhan sektor UKM di Indonesia, meskipun pengalaman di negara-negara lain mengisyaratkan bahwa sewa guna usaha dapat dijadikan solusi cepat untuk mengatasi masalah pembiayaan UKM. Sekalipun demikian, pemerintah dan pemain industri perlu membahas beberapa masalah sebelum UKM di Indonesia dapat meraih manfaat yang sama dari sewa guna usaha. Masalah-masalah pengembangan utamanya dibahas di bawah ini.

Pemberlakuan Kontrak dan Penyitaan Agunan yang Tidak Memadai

Salah satu keterbatasan terpenting yang dihadapi industri ini adalah pemberlakuan kontrak usaha. Prosedur hukum yang jelas, sederhana dan efektif untuk menyita aset seandainya terjadi pelanggaran syarat-syarat perjanjian sewa adalah sangat penting bagi pengembangan industri sewa guna usaha. Dalam banyak kasus, perusahaan pembiayaan melaporkan bahwa mereka tidak mampu menyita aset yang disewakan sekalipun mereka adalah pemiliknya yang sah. Dalam hal sewa guna usaha, perusahaan seringkali mempersyaratkan agunan senilai 10-30 persen, yang pada dasarnya membuat perusahaan sewa guna usaha tidak dapat menyediakan pembiayaan penuh kepada penyewa. Pemberlakuan yang lemah sangat terlihat apabila aset yang disewakan adalah barang tidak bergerak (misalnya pabrik dan mesin) dan tidak terlalu terlihat apabila aset adalah barang bergerak (misalnya mobil dan peralatan elektronik). Dalam suasana seperti ini, tidaklah mengherankan bahwa sebagian besar perusahaan pembiayaan pada dasarnya hanya menyediakan pembiayaan konsumen.

Keterampilan Penilaian Proyek yang Lemah

Pengalaman mengisyaratkan bahwa standar yang tinggi untuk analisis kredit nasabah dengan berbasis arus kas, yang dilengkapi dengan prosedur tindak lanjut dan pengawasan, amat penting bagi keberhasilan perusahaan sewa guna usaha. Meski sudah tampak adanya perbaikan dalam hal penilaian risiko, keterampilan teknis dalam industri ini masih perlu diperbaiki, terutama dalam hal pengelolaan portofolio yang hati-hati. Iklim makro ekonomi yang memburuk biasanya cepat berdampak pada perusahaan kecil dan menengah. Perusahaan sewa guna usaha, terutama yang memiliki portofolio yang terkonsentrasi, rentan terhadap perubahan makro ekonomi yang negatif. Konsumen sewa guna usaha pada umumnya terdiri dari perusahaan-perusahaan seperti ini. Selain itu, apabila kredit diperketat, perusahaan sewa guna usaha dapat menderita hambatan keuangan atau ketidaksesuaian tenor. Keterampilan penilaian proyek juga diperlukan, termasuk untuk (a) mengidentifikasi risiko-risiko yang terdapat dalam suatu transaksi, (b) mendiversifikasi risiko melalui portofolio yang seimbang, dan (c) menentukan harga risiko yang tidak dapat

didiversifikasi melalui pasar dengan cara memasukkan premi risiko ke dalam harga yang ditetapkan. Namun di Indonesia, sebagian besar perusahaan sewa guna usaha menjalankan usahanya atas dasar aset (kemudahan penyitaan, pasar penjualan kembali yang aktif) dan bukan arus kas dari pengoperasian, terutama karena keterampilan penilaian proyek yang relatif lemah.

Sumber Pendanaan yang Terbatas

Perusahaan pembiayaan sangat mengandalkan bank umum untuk memperoleh pendanaan. Hampir 70 persen pembiayaan perusahaan pembiayaan berasal dari pinjaman bank umum, dan hanya beberapa perusahaan pembiayaan besar menggunakan pasar obligasi untuk menghimpun dana.⁹⁴ Perusahaan pembiayaan dilarang menerbitkan sekuritas pasar uang kecuali surat promes yang tidak dapat diperdagangkan sebagai agunan atas pinjaman bank (Pasal 27 Keputusan Menteri Keuangan No. 448/KMK.017/2000). Industri ini telah mendesak pemerintah untuk memungkinkan mereka memperoleh akses ke cara-cara pembiayaan jangka pendek yang lain.

MASALAH HUKUM, PERPAJAKAN, DAN PERATURAN

Bagian ini membahas dua masalah utama dalam bidang hukum, perpajakan dan peraturan, yaitu: perlunya mengkonsolidasi industri pembiayaan dan perlunya merancang lingkungan pajak yang mendukung sewa guna usaha.

Konsolidasi Industri yang Tidak Menyeluruh

Konsolidasi industri dengan cara mengurangi jumlah perusahaan pembiayaan adalah salah satu langkah kebijakan yang perlu dipertimbangkan oleh pemerintah. Dari 236 perusahaan pembiayaan yang memegang ijin, hanya 132 (56 persen) yang masih beroperasi⁹⁵.

Industri ini terfragmentasi, dengan perusahaan-perusahaan kecil yang terlalu banyak. Ukuran aset perusahaan-perusahaan ini berkisar dari 12 milyar rupiah sampai 15 trilyun rupiah (lihat tabel 7.8). Untuk tujuan ini sudah diambil langkah awal yang baik. Pemerintah belum mengeluarkan ijin baru sejak tahun 2002, berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan No. 185/KMK.06/2002. Untuk memastikan pengembangan perusahaan yang sehat, pemerintah memperbolehkan perusahaan membuka cabang-cabang tambahan apabila perusahaan tersebut menghasilkan laba berdasarkan laporan keuangan hasil auditnya yang terakhir dan laporan keuangan bulanannya yang terbaru.

Tabel 7.8: Aset Perusahaan Pembiayaan, 2005

Besarnya Aset	Jumlah Perusahaan
Lebih dari Rp 500 milyar	37
Rp 100 milyar sampai Rp 500 milyar	49
Rp 50 milyar sampai Rp 100 milyar	26
Dibawah Rp 50 milyar	86
Total	198

Sumber: Bapepam & LK

⁹⁴ Penyalur obligasi mengisyaratkan bahwa pasar obligasi korporasi yang tidak likuid dan jumlah investor kelembagaan yang terbatas menandakan bahwa penawaran umum perdana obligasi korporasi yang bernilai kurang dari 250 miliar rupiah dan berperingkat di bawah "A" tidak menarik minat investor. Sebagian besar perusahaan pembiayaan kesulitan memenuhi persyaratan ini.

⁹⁵ Ini bukan statistik resmi dan diperoleh dari majalah Infobank. Bapepam & LK menyebutkan bahwa 200 perusahaan menyampaikan laporan keuangan tahun 2005 mereka ke pihak otoritas.

Meskipun demikian, ada berbagai peraturan yang tidak kondusif bagi konsolidasi. Kepemilikan asing dibatasi maksimum 85 persen modal usaha (Keputusan Presiden No. 61/1988, Pasal 3). Akuisisi juga dihambat oleh peraturan yang membatasi perusahaan pembiayaan agar tidak dapat menyetorkan lebih dari 25 persen dari modal disetor perusahaan tempat investasinya. Terakhir, ada pembatasan mengenai besarnya investasi, di mana total investasi yang ditanamkan oleh perusahaan pembiayaan tidak boleh lebih dari 40 persen modal dasarnya sendiri (Keputusan Menteri Keuangan No. 448/KMK.017/2000, Pasal 26).

Peraturan Pajak yang Tidak Seragam

Di banyak negara, sewa guna usaha adalah sumber pembentukan modal yang penting dalam perekonomiannya. Perusahaan sewa guna usaha seringkali ditawarkan suasana regulasi, hukum dan perpajakan yang memberikan perlakuan yang sama dibandingkan dengan sumber-sumber pembiayaan investasi modal lainnya. Rezim pajak yang benar perlu bersifat kondusif bagi pengembangan industri sewa guna usaha ini.

Definisi pembiayaan dan sewa operasional di Indonesia sejalan dengan norma-norma internasional.⁹⁶ Di hampir semua negara, dengan beberapa pengecualian, pemerintah memberikan insentif pajak kepada sewa guna usaha. Meskipun demikian, sewa pembiayaan di Indonesia tidak memberikan keuntungan pajak bagi penyewa karena peraturan pajak (Keputusan Menteri Keuangan No. 1169/KMK.01/1991) melarang pemberi sewa mengklaim penyusutan atas aset. Praktik ini berlawanan dengan sifat intrinsik aset yang disewakan, di mana hak yang sah tetap berada di pihak pemberi sewa, yang oleh karena itu seharusnya berhak mengklaim penyusutan. Memang, praktik ini juga berbeda dengan keputusan Indonesia tentang sewa guna usaha, yang menyatakan bahwa perusahaan sewa guna usaha merupakan pemilik sah aset selama tenor sewa. Tidak memperbolehkan pemberi sewa dan penyewa untuk menyusutkan *setoff* menafikan peran berguna yang sebetulnya dapat dimainkan oleh perusahaan sewa guna usaha dalam memperoleh manfaat pajak.⁹⁷

Peraturan pajak tidak konsisten di beberapa bidang, sehingga menimbulkan medan permainan yang tidak seragam untuk berbagai jenis usaha dalam industri pembiayaan. Hal ini mencakup masalah-masalah berikut:

- Sewa guna usaha hanya dapat ditawarkan kepada pembayar pajak yang memiliki NPWP. Hal ini mempersulit kegiatan sewa guna usaha bila dibandingkan dengan kegiatan pembiayaan konsumen, yang tidak dikenai persyaratan yang serupa.
- Meski sewa pembiayaan bebas pajak pertambahan nilai, sewa operasional tidak mendapat pembebasan yang serupa.

⁹⁶ Sewa pembiayaan adalah transaksi pembiayaan murni semata-mata di mana peran perusahaan sewa guna usaha adalah memberikan pembiayaan dan bukan menanggung risiko dan imbalan atas kepemilikan aset yang bersangkutan. Penyewa membayar uang sewa untuk menggunakan aset tersebut, yang dihitung sedemikian agar amortisasi investasi sudah termasuk dalam sewa dan memberikan pengembalian keuntungan kepada pemberi sewa yang telah menjalankan fungsi perantara keuangan. Setelah menerima uang sewa yang dihitung, pemberi sewa tidak memiliki kepentingan lagi atas aset yang disewakan, yang dialihkan kepada penyewa melalui ketentuan yang tegas dalam perjanjian sewa. Oleh karena itu dalam sewa pembiayaan, pemberi sewa berupaya memperoleh kembali seluruh investasinya dalam sewa tersebut dari satu sumber tunggal, sedangkan dalam sewa operasional, pemberi sewa menanggung risiko nilai residual yaitu seandainya pemberi sewa tidak dapat memperoleh kembali seluruh investasinya dari satu penyewa saja.

⁹⁷ Lampiran C menguraikan konsep meneruskan manfaat pajak dari pemberi sewa kepada penyewa berdasarkan sewa pembiayaan.

- Meskipun sewa pembiayaan diperbolehkan menyimpan cadangan meragukan yang dapat dikurangi pajaknya sampai 2.5 persen, sewa operasional, anjak piutang dan pembiayaan konsumen tidak mendapat pemotongan pajak.
- Meskipun uang sewa dari sewa pembiayaan bebas dari pajak ditahan, uang sewa dari sewa operasional tidak mendapatkan pembebasan.

Ketidakkonsistenan ini mencerminkan kurangnya kebijakan sewa guna usaha yang jelas. Dalam situasi dan kondisi tertentu, sebetulnya tidak ada keuntungan ekonomi dari perbedaan antara kedua jenis sewa tersebut. Intervensi semacam ini menghambat pertumbuhan industri sewa guna usaha.

REKOMENDASI KEBIJAKAN

Tindak kebijakan yang disarankan per jangka waktu dirangkum dalam tabel berikut. Rekomendasi kebijakan dijelaskan selanjutnya.

	Solusi Cepat (1 tahun)	1 - 3 tahun
Peraturan	Memperbolehkan pemberi sewa mengklaim penyusutan aset yang disewakan	Melaksanakan peraturan dan pengawasan ringan atas industri ini Melakukan restrukturisasi dan mendorong konsolidasi industri
Pemberlakuan		Memperbaiki pemberlakuan kontrak sewa dan memperkuat proses hukum untuk penyitaan aset dan perlindungan konsumen
Keterampilan	Memperbaiki keterampilan penilaian proyek	
Perpajakan	Melaksanakan penilaian peraturan pajak secara komprehensif	
Kondisi persaingan		Mendorong konsolidasi industri
Akses	Memperluas basis opsi pembiayaan Memperbolehkan keikutsertaan swasta dalam mengembangkan sistem informasi kredit konsumen	

Pemerintah Indonesia dapat membina perkembangan industri pembiayaan dengan cara mengambil tindakan di beberapa segi.

Rekomendasi Prioritas

Mengadakan regulasi dan pengawasan pada tingkat yang sesuai. Di kebanyakan negara maju, perusahaan sewa guna usaha tidak tunduk kepada peraturan prudensial. Tidak adanya regulasi itu mengandalkan argumen bahwa sepanjang perusahaan sewa guna usaha tidak menerima simpanan, maka pihak yang berwenang atas regulasi publik tidak mempunyai peran di sana. Namun demikian, ada argumen yang baik yang mendukung regulasi yang longgar di Indonesia untuk menyediakan sektor yang memiliki kredibilitas lebih baik, terutama di tahap-tahap awal pengembangannya. Pengalaman di negara-negara berkembang telah menunjukkan bahwa sebaiknya ada suatu tingkat tertentu norma prudensial untuk mencegah pengambilan risiko yang berlebihan, yang menghambat pengembangan industri ini. Sebagai contoh, pada masa krisis moneter, berbagai perusahaan sewa guna usaha menjadi bangkrut karena ketidakcocokan mata uang dan masa jatuh tempo, yang justru membawa kemunduran industri ini. Pemerintah hendaknya mempertimbangkan peraturan dan pengawasan sektor sewa guna usaha dalam

bidang persyaratan masuk (perijinan dan perijinan kembali, persyaratan modal minimum), pembatasan neraca (rasio hutang, maksimum, pemaparan satu nasabah dan kelompok, pembatasan transaksi orang dalam, persyaratan pencadangan,, kesesuaian aset-kewajiban dari segi mata uang dan masa jatuh tempo), hubungan antar lembaga, persyaratan likuiditas, persyaratan akuntabilitas, asuransi dan skema pendukung, persyaratan modal minimum mutlak, rasio modal, batas pemberian pinjaman yang sah atas pemaparan terhadap satu nasabah, ketidakcocokan mata uang asing dan saat jatuh temponya, dan persyaratan pelaporan. Demikian pula, pengawasan hendaknya mengandalkan analisis keuangan di luar lokasi, yang dilengkapi dengan pemeriksaan berkala berbasis risiko. Seiring berkembangnya industri ini, tingkat regulasi ini dapat dikurangi.

Memungkinkan depresiasi aset yang disewakan. Pihak yang berwenang hendaknya memperbolehkan pemberi sewa menyusutkan aset yang disewakan berdasarkan sewa pembiayaan dan menyertakan penyusutan tersebut dalam perhitungan pajak untuk transaksi sewa pembiayaan. Apabila hal ini dilakukan, maka biaya sewa guna usaha akan dikurangi. Pemerintah telah mengumumkan dukungannya terhadap pembiayaan usaha kecil dan menengah, dan perubahan seperti ini akan konsisten dengan tujuan tersebut.

Mengembangkan sistem informasi kredit. Sistem informasi kredit yang ada hendaknya diperluas agar dapat diakses juga oleh perusahaan pembiayaan. Selain itu, sangat dianjurkan agar Bank Indonesia mempertimbangkan untuk memperbolehkan partisipasi sektor swasta dalam bidang biro kredit. Biro kredit swasta dapat mengelola pengolahan data bank dan informasi ritel dengan lebih baik dalam format yang memudahkan penggunaan penilaian risiko dan model penentuan harga yang sudah distandarisasi oleh bank dan perusahaan pembiayaan.

Memperluas basis pembiayaan. Dalam situasi sekarang ini, pendanaan industri ini di masa mendatang sangat bergantung pada likuiditas di sektor perbankan. Oleh karenanya, dapat dipahami bahwa perusahaan pembiayaan tengah sibuk mencari sumber pembiayaan alternatif. Dari sudut pandang pihak yang berwenang, yang bertugas memelihara stabilitas sektor keuangan, memisahkan industri pembiayaan dari sektor perbankan mungkin lebih disukai guna menciptakan sektor keuangan yang lebih kompetitif dan terdiversifikasi. Meskipun demikian, memberikan akses dana publik bagi perusahaan pembiayaan dalam bentuk simpanan, seperti halnya sektor perbankan, bukanlah pilihan yang mungkin. Lebih baik mempertimbangkan alternatif-alternatif lain, seperti mendorong partisipasi modal usaha asing dan pendanaan jangka panjang dari investor lembaga dalam negeri, seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi.

Rekomendasi Tambahan

Mendorong konsolidasi industri. Restrukturisasi dan konsolidasi akan menguntungkan industri ini dengan menyingkirkan pemain yang lemah dan penetapan harga yang menjatuhkan. Ada dua cara yang menawarkan kemungkinan ini, yaitu keikutsertaan asing dan adanya proses yang mengharuskan pemberian lisensi ulang kepada semua perusahaan, yang dirancang untuk menyingkirkan perusahaan-perusahaan yang sudah mati suri. Investor asing selama ini dapat membeli sebagian besar saham di bank-bank umum dan perusahaan asuransi, jadi tidak ada alasan untuk mengecualikan mereka dari akuisisi perusahaan pembiayaan. Modal asing yang diiringi keahlian dan keterampilan hendaknya dimudahkan. Pada akhirnya nanti, hal ini akan meningkatkan kapasitas industri dari segi kesehatan keuangan maupun sumber daya manusia. Pemerintah hendaknya mengubah keputusan presiden dan keputusan-keputusan Menteri Keuangan yang membatasi kepemilikan asing dan penanaman modal di perusahaan sewa guna usaha. Pemerintah juga perlu mencabut lisensi perusahaan-perusahaan yang sudah tidak aktif atau tidak beroperasi lagi selama beberapa tahun terakhir. Pemerintah hendaknya menyampaikan pemberitahuan terlebih dahulu mengenai kondisi di mana ijin pembiayaan akan dicabut.

Melakukan penilaian peraturan pajak secara komprehensif. Penilaian peraturan pajak yang komprehensif dan berkaitan dengan perusahaan pembiayaan – dan juga lembaga-lembaga keuangan lainnya – dijamin untuk memastikan bahwa rezim pajak yang ada sekarang tidak menghambat pertumbuhan jasa-jasa keuangan. Di banyak yurisdiksi, insentif pajak dan fiskal sering diberikan untuk mengangkat transaksi-transaksi keuangan tertentu. Misalnya, investasi dalam bentuk pabrik, mesin dan aset-aset lainnya didorong melalui cadangan yang dapat dikurangi pajak untuk investasi dalam bidang-bidang tersebut atau melalui cadangan investasi, atau tingkat penyusutan yang lebih tinggi diperbolehkan untuk jenis aset tertentu atau untuk mendorong arus modal ke bidang-bidang yang diinginkan yang dianggap kurang komersial dan lebih bernilai sosial, seperti peralatan pengendali polusi, peralatan penghemat energi, dan sebagainya.

Memperbaiki pemberlakuan kontrak dan perlindungan konsumen. Pemerintah memahami masalah hak kreditur dan penegakan hukum dan tengah menempuh langkah-langkah perbaikan. Meskipun demikian, hal ini mungkin akan menjadi masalah pembangunan jangka panjang. Di samping itu, dalam rangka mendukung upaya pemerintah, perusahaan pembiayaan melalui asosiasi profesionalnya (APPI) harus terus berkomitmen untuk melaksanakan kontrak. Pemerintah juga harus memperbaiki kerangka hukum yang ada sekarang guna melindungi hak konsumen, terutama yang berhubungan dengan penyelesaian keluhan konsumen dan sengketa.⁹⁸

Memperbaiki keterampilan penilaian proyek. Meneruskan pengembangan kapasitas dan pelatihan sangatlah baik. Pemerintah mungkin ada baiknya menelusuri masalah ini melalui kerjasama dengan asosiasi perusahaan pembiayaan. Untuk tahap awal, perlu ditetapkan suatu rangkaian minimum kualifikasi teknis bagi mereka yang bekerja dalam industri pembiayaan ini. Demikian pula, asosiasi perusahaan pembiayaan dapat menawarkan pengembangan profesional yang berlanjut melalui sertifikasi dan ujian.

98 Saat ini ada UU No. 8/1999 tentang perlindungan konsumen, yang berlaku untuk semua jenis barang dan jasa,

REFERENSI

Carter, Lawrence W., Teresa Barger, dan Irving Kuczynski. 1996. *Leasing in Emerging Markets, Lessons of Experience 3*, Washington, DC: International Finance Corporation.

Rachmat, Budi. 2002. *Multi Finance*. CV Novindo Pustaka Mandiri, Jakarta.

Siamat, Dahlan. 2003. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Infobank, September 2005

Investor, Oktober 2005

LAMPIRAN A. KATEGORI ASET DAN METODE PENYUSUTAN

Kategori	Metode penyusutan	Aset dalam kategori ini
Kategori 1	50 persen (saldo menurun) atau 25 persen (garis lurus) atas aset yang memiliki usia produktif 4 tahun	Komputer, printer, scanner, perabot dan peralatan yang terbuat dari kayu dan rotan, perlengkapan kantor, sepeda motor, alat khusus untuk industri dan jasa khusus, perlengkapan dapur, peralatan manual untuk industri pertanian, perkebunan, kehutanan dan perikanan, mesin ringan untuk industri makanan dan minuman, kendaraan bermotor untuk angkutan umum, dan peralatan untuk industri semikonduktor
Kategori 2	25 persen (saldo menurun) atau 12,5 persen (garis lurus) atas aset yang memiliki usia produktif 8 tahun	Perabot dan peralatan yang terbuat dari logam, pendingin udara, mobil, bis, truk, perahu motor, peti kemas, dan sejenisnya, mesin untuk pertanian, perkebunan, kehutanan, perikanan, makanan dan minuman, dan mesin ringan, peralatan penebang kayu, peralatan untuk konstruksi, kendaraan berat untuk angkutan, pergudangan, dan komunikasi, peralatan telekomunikasi, dan peralatan untuk industri semikonduktor
Kategori 3	12,5 persen (saldo menurun) atau 6,25 persen (garis lurus) atas aset yang memiliki usia produktif 16 tahun	Mesin untuk pertambangan umum selain minyak dan gas bumi, mesin untuk industri tekstil, kayu, bahan kimia dan permesinan, alat berat, galangan dan kapal untuk transportasi dan komunikasi, dan aset-aset lainnya yang tidak termasuk dalam kategori lainnya
Kategori 4	10 persen (saldo menurun) atau 5 persen (garis lurus) atas aset yang memiliki usia produktif 20 tahun	Alat berat untuk konstruksi, lokomotif, gerbong kereta api, kapal berat, dan galangan atas hak membangun
Kategori bangunan	5 persen (saldo menurun) atas aset dalam kategori bangunan permanen yang memiliki usia produktif 20 tahun atau 10 persen (garis lurus) atas aset dalam kategori bangunan non-permanen yang memiliki usia produktif 10 tahun	Biaya pembangunan sudah termasuk bea perolehan hak atas tanah dan bangunan (BPHTB)

Sumber: Bapepam & LK

LAMPIRAN B. PORTOFOLIO PERUSAHAAN SEWA GUNA USAHA DI BEBERAPA NEGARA (2003)

Tabel B. 1: Portofolio Perusahaan Sewa Guna Usaha Pertama di India (persen)

Jenis aset	Sewa guna usaha	Sewa beli
Tanah	0.3	0.0
Pabrik dan mesin	82.9	76.2
Pendingin udara, lemari es, pendingin air	0.6	0.4
Peralatan kantor	2.2	7.2
Perabot	1.8	6.5
Mobil	12.2	9.8
Total	100.0	100.0

Sumber: Perkiraan Staf

Tabel B. 2: Portofolio ULC Mozambique

Sektor	Persen dari total aset
Pertanian	3.3
Konstruksi	9.6
Manufaktur	22.5
Transportasi	40.0
Jasa	19.0
Ritel dan distribusi	5.7

Sumber: Perkiraan Staf

Tabel B. 3: Portofolio ULC Botswana

Sektor	Persen dari total aset
Pertanian	1.8
Bangunan dan konstruksi	16.2
Manufaktur	1.6
Pertambangan	1.4
Ritel dan grosir	23.2
Perdagangan, hotel, restoran	26.7
Pariwisata	15.9
Transportasi	12.0
Lain-lain	1.2

Sumber: Perkiraan Staf

LAMPIRAN C. KONSEP PENERUSAN MANFAAT PAJAK DALAM SEWA GUNA USAHA

Agar sebuah perusahaan sewa guna usaha dapat meneruskan insentif pajak kepada pengguna akhir seperti usaha kecil dan menengah, ada dua unsur yang diperlukan yaitu:

- Akses pada aset yang berpenyusutan tinggi, yang umumnya memiliki tingkat penyusutan 60 persen atau lebih. Perusahaan sewa guna usaha seharusnya berhak atas depresiasi (seperti halnya di banyak negara karena pemberi sewa adalah pemilik sah aset tersebut.)
- Tersedianya kapasitas pajak. Yang dimaksud dengan kapasitas pajak adalah laba kena pajak dari suatu perusahaan untuk menyerap ongkos penyusutan dari aset berpenyusutan tinggi. Kapasitas pajak perusahaan sewa guna usaha umumnya dinyatakan oleh laba kena pajak dari kegiatan sewa guna usaha.

Untuk memahami bagaimana cara meneruskan manfaat pajak dari pemberi sewa kepada pengguna akhir, kita perlu memahami hubungan antara pengembalian sebelum pajak (yang digunakan dalam menentukan harga transaksi pembiayaan seperti pinjaman bank) dan pengembalian sesudah pajaknya, yang dihitung sebagai berikut:

Pengembalian sesudah pajak = Pengembalian sebelum pajak x (1 – tarif pajak).

Sebagai contoh, misalkan Bank XYZ membiayai pinjaman US\$ 1 juta untuk jangka waktu 5 tahun dengan bunga 10 persen per tahun, dapat dibayarkan secara cicilan. Pembayaran tahunannya adalah US\$ 263,797.48. Tabel C.1 mengkonfirmasi perhitungan tersebut:

Tabel C. 1: Tabel Amortisasi

Tahun	Saldo Pembukaan	Pengembalian Pembiayaan (10 %)	Total tertunggak	Pembayaran kembali	Saldo penutupan
1	1,000,000	100,000	1,100,000	263,797	836,203
2	836,203	83,620	919,823	263,797	656,025
3	656,025	65,603	721,628	263,797	457,830
4	457,830	45,783	503,613	263,797	239,816
5	239,816	23,982	263,797	263,797	0

Sumber: Perkiraan Staf

Pengembalian Sesudah Pajak untuk Pinjaman Bank

Apabila tarif pajak pendapatan 33.33 persen, maka pengembalian sesudah pajak dari transaksi adalah $10 \text{ persen} \times (1 - \text{tarif pajak}) = 6.67 \text{ persen}$, seperti yang dapat dikonfirmasi dengan menghitung tingkat pengembalian internal sesudah pajak dari arus kas yang ditetapkan dalam kolom terakhir tabel C.2. Jadi pengembalian sesudah pajaknya sama dengan pengembalian sebelum pajak x (1 – tarif pajak), atau $10 \times 0.67 = 6,67 \text{ persen}$. Pendapatan kena pajak adalah porsi bunga dari pembayaran kembali yang dijabarkan pada tabel C.1.

Tingkat pengembalian yang penting bagi lembaga keuangan adalah pengembalian sesudah pajak yaitu 6,67 persen (dan bukan tingkat penentuan harga sebelum pajak sebesar 10 persen). Meskipun tabel C.2 menguraikan perhitungan sesudah pajak untuk pinjaman bank, pengembalian sesudah pajak untuk transaksi sewa guna usaha, yang menggunakan contoh yang sama dengan di atas tetapi dengan tingkat penyusutan pajak 40 persen per tahun, yang menggunakan metode nilai ditulis, ditetapkan berikutnya. Perhitungan sesudah pajak untuk transaksi sewa guna usaha berbeda dengan perhitungan pengembalian sesudah pajak untuk pinjaman karena cara

menghitung pendapatan kena pajak untuk sewa guna usaha berbeda dengan untuk transaksi bank.

Tabel C. 2: Pengembalian Setelah Pajak untuk Pinjaman Bank

Tahun	Pendapatan kena pajak (pendapatan pembiayaan)	Pajak pendapatan	Arus transaksi sebelum pajak	Arus transaksi sesudah pajak	Jumlah (juta)
1	100,000	-33,333	263,797	230,464	230,464
2	83,620	-27,873	263,797	235,924	235,924
3	65,603	-21,868	263,797	241,930	241,930
4	45,783	-15,261	263,797	248,536	248,536
5	23,982	-7,994	263,797	255,804	255,804

Sumber: Perkiraan Staf

Catatan: Tingkat pengembalian internal transaksi adalah 6.67 persen.

Pengembalian sesudah Pajak atas Sewa

Perusahaan sewa guna usaha pertama-tama menyertakan seluruh pembayaran kembali dari transaksi (pembayaran sewa guna usaha) sebagai pendapatan kena pajak, tidak seperti transaksi bank, di mana hanya pendapatan dari pembiayaan selama setahun yang dimasukkan sebagai pendapatan kena pajak.

Karena pembayaran sewa guna usaha dari penyewa sudah mencakup pelunasan pokok, sebuah perusahaan sewa guna usaha menerapkan ongkos penyusutan pada pendapatan kena pajak (sewa guna usaha) untuk memisahkan pokok yang tertanam dalam sewa guna usaha. Perhitungan pengembalian sesudah pajak dari transaksi sewa guna usaha diuraikan pada tabel C.3:

Tabel C. 3: Pengembalian Sesudah Pajak untuk Sewa

Tahun	Pembayaran sewa	Penyusutan	Pendapatan kena pajak	Pajak Pendapatan	Arus sesudah pajak	Jumlah (juta)
1	263,797	-400,000	-136,203	45,401	309,198	309,198
2	263,797	-240,000	23,797	-7,932	255,865	255,865
3	263,797	-144,000	119,797	-39,932	223,865	223,865
4	263,797	-86,400	177,397	-59,132	204,665	204,665
5	263,797	-129,600	134,197	-44,732	219,065	219,065
Total	1,318,987	-1,000,000	318,987	-106,329	1,212,658	n.a.

Sumber: Perkiraan staf

n.a. Tidak ada.

Pengaruh Penyusutan terhadap Pengembalian Sesudah Pajak

Pengembalian sesudah pajak (dihitung dari arus sesudah pajak pada kolom terakhir tabel C.3) adalah 7.30 persen untuk sewa guna usaha (dibandingkan dengan 6.67 persen untuk pinjaman bank). Penyusutan pajak mempengaruhi pengembalian sesudah pajak, di mana semakin tinggi tingkat penyusutan, semakin tinggi pengembalian sesudah pajak dari sewa guna usaha. Tabel C.4 menjabarkan pengembalian sesudah pajak dari berbagai tingkat penyusutan pajak:

Tabel C. 4: Pengembalian Sesudah Pajak untuk Berbagai Tingkat Penyusutan Pajak (persen)

Pengembalian sesudah pajak	Tingkat penyusutan pajak
25.0	6.77
40.0	7.30
50.0	7.60
66.7	8.00
100.0	8.51

Sumber: Perkiraan Staf

Seperti yang dapat dilihat di atas, semakin tinggi tingkat penyusutan, semakin tinggi pula pengembalian sesudah pajak dari sewa guna usaha. Lembaga keuangan menggunakan pengembalian sesudah pajak dari transaksi.

Fleksibilitas Penentuan Harga

Oleh karena itu, apabila kita mengasumsikan bahwa lembaga keuangan memerlukan angka 6.67 persen sebagai pengembalian sesudah pajaknya, maka bank harus menetapkan bunga pinjaman bank sebesar 10 persen. Meskipun demikian, sebuah perusahaan sewa guna usaha akan memiliki fleksibilitas lebih besar dalam menentukan harga sewa, seperti yang dapat dilihat berikut ini:

- Dengan tingkat penyusutan pajak sebesar 40 persen, tingkat penentuan harga ekuivalen sebelum pajak dapat turun menjadi 9.1%.
- Dengan tingkat penyusutan pajak sebesar 50 persen, tingkat penentuan harga ekuivalen sebelum pajak dapat turun menjadi 8.8%.
- Dengan tingkat penyusutan pajak sebesar 66.67 persen, tingkat penentuan harga ekuivalen sebelum pajak dapat turun menjadi 8.4%.
- Dengan tingkat penyusutan pajak sebesar 100 persen, tingkat penentuan harga ekuivalen sebelum pajak dapat turun menjadi 7.8%.

Tarif ini adalah hasil dari perhitungan iteratif yang menghasilkan pengembalian sesudah pajak sebesar 6.67 persen. Dengan kata lain, perusahaan sewa guna usaha dapat meneruskan manfaat pajaknya kepada pengguna akhir dengan cara menurunkan pembayaran sewa tanpa mengorbankan tujuan keuntungannya, suatu hal yang tidak mungkin dicapai dengan transaksi non-sewa guna usaha.

Contoh di atas mengasumsikan bahwa perjanjian sewa ditandatangani pada hari pertama tahun buku pajak, yang pada kenyataannya belum tentu demikian. Pengembalian sesudah pajak akan lebih tinggi apabila sewa ditandatangani menjelang akhir tahun buku pajak. Jadi dengan menggunakan contoh ekstrim barang dengan penyusutan pajak 100 persen dan sewa yang ditandatangani pada hari terakhir tahun buku pajak, pengembalian sesudah pajaknya (10 persen) sama dengan pengembalian sebelum pajak (10 persen). Penangguhan pajak yang dihasilkan oleh transaksi meniadakan sama sekali dampak pajak. Karena tingkat sesudah pajak kini sama dengan sebelum pajak, perusahaan sewa guna usaha dapat menetapkan harga transaksi pada 6.67 persen (dibandingkan dengan 10 persen yang terpaksa dikenakan oleh lembaga keuangan) dan karenanya meneruskan manfaat pajaknya kepada pengguna akhir tanpa mengorbankan tujuan keuntungan perusahaan.

BAB 8

INDUSTRI MODAL VENTURA INDONESIA

Modal ventura dan *private equity* adalah istilah umum yang mengacu kepada investasi modal yang tidak diperdagangkan di bursa saham. Modal ventura adalah modal yang disediakan oleh investor luar untuk pembiayaan perusahaan yang baru, sedang tumbuh, atau sedang mengalami kesulitan. Investasi modal ventura umumnya merupakan investasi berisiko tinggi yang menawarkan potensi pengembalian di atas rata-rata. Kemitraan ini umumnya dikelola oleh seorang *general partner*, sebagian besar pendanaan berasal dari *limited partner*, yang biasanya merupakan lembaga besar dengan dana yang tersedia dalam jumlah besar, seperti dana pensiun negara dan swasta, endowmen universitas, perusahaan asuransi, dan wahana investasi kolektif. Yang disebut *private equity* biasanya adalah investasi yang mirip sifatnya tetapi pada tahap lebih kemudian. Laporan ini membahas investasi modal ventura dan *private equity*.

Perusahaan modal ventura memegang beberapa peran penting. Pertama, mereka menyediakan sumber modal berisiko di perusahaan atau proyek yang baru dimulai (*start-up*) atau pada tahap pengembangan produk yang masih sangat awal. Proyek seperti ini biasanya tidak akan dapat menarik sumber keuangan tambahan seperti pinjaman dan tidak dapat menghimpun dana di bursa saham publik besar tanpa catatan prestasi yang sudah terbukti. Kedua, perusahaan ini memberikan arahan strategis, pengelolaan profesional yang disiplin, dan tata kelola bagi pengusaha yang potensial. Perusahaan ventura umumnya menjual sebagian besar sahamnya dalam waktu sekitar 5 tahun setelah pertama kali memasukkan modalnya ketika perusahaan memperdagangkan sahamnya di bursa saham publik. Dengan cara ini, modal ventura menawarkan siklus perusahaan publik baru dan mobilisasi modal di bursa saham yang baik.

Hampir \$180 milyar *private equity* diinvestasikan di seluruh dunia pada tahun 2004. Perusahaan-perusahaan AS secara tradisi telah menjadi peserta terbesar transaksi ventura, tetapi investasi ventura non-A.S. tengah tumbuh. Pada tahun 2004, hampir 66 persen investasi *private equity*

dunia dan 62 persen dana yang dihimpun dikelola di Amerika Utara. Antara tahun 1998-2004, Eropa menaikkan pangsa investasinya (dari 24 persen menjadi 26 persen) dan dana yang dihimpun (dari 18 persen menjadi 31 persen). Pangsa investasi dan dana untuk kawasan Asia Pasifik naik 6 persen, sedangkan pangsa untuk bagian dunia yang lain jatuh. Asosiasi Modal Ventura India memperkirakan bahwa pendanaan perusahaan-perusahaan India telah mencapai \$1 milyar pada tahun 2004. Di Cina, pendanaan ventura naik lebih dari dua kali lipat dari \$420 juta di tahun 2002 menjadi hampir \$1 milyar pada tahun 2003. Upaya-upaya yang sedang menanjak di negara-negara berkembang lainnya seperti Tunisia mulai membuahkan hasil, dan perusahaan investasi modal risiko (SICAR) mulai menjadi sumber modal yang penting.

Data terbaru dari Cambridge Associates' Emerging Markets Private Equity Index menunjukkan bahwa dana *private equity* pasar berkembang mulai menghasilkan macam pengembalian tingkat tertinggi yang menggiurkan bagi investor kelembagaan. Hasil indeks menunjukkan tren yang ada saat ini, yaitu: (a) *Private equity* di pasar berkembang mulai memberikan hasil yang sebanding dan bahkan lebih baik dari pasar di Amerika Serikat dan Eropa Barat, dan (b) kinerja *private equity* di pasar berkembang telah membaik secara signifikan selama dua tahun terakhir. Dua tahun sebelumnya, indeks Cambridge yang sama menunjukkan kinerja yang sangat mengecewakan, dengan pengembalian negatif di seluruh selang waktu. Titik balik ini terutama adalah hasil dari kenaikan divestasi yang signifikan pada tahun 2004 dan 2005, termasuk dana yang diperkirakan sebesar 16 milyar dolar AS yang dikembalikan ke investor dari dana pasar berkembang pada tahun 2005 (lihat tabel 8.1).

Tabel 8.1: Kinerja Dana Modal Ventura dan *Private Equity* di Pasar Berkembang (persen)

Indeks	1 tahun	3 tahun	5 tahun	10 tahun
Indeks modal ventura dan private equity pasar berkembang	18.0	6.7	0.2	1.8
Indeks private equity Asia	10.6	5.5	0.1	1.8
Indeks private equity Eropa Tengah Timur dan Rusia	52.2	22.2	12.6	9.0
Indeks private equity Amerika Latin	16.1	-2.8	-8.9	-5.5
Indeks private equity AS (31 Desember 2004)	23.5	12.3	5.0	12.3
Indeks private equity Eropa Barat (31 Desember 2004)	31.2	27.0	17.9	19.2
Indeks pasar berkembang MSCI	17.0	19.2	4.5	4.9
S&P 500	6.7	2.8	-3.2	10.8
Indeks modal ventura dan private equity pasar berkembang (Juni 2003)	-9.3	-9.1	-4.6	-4.1

Sumber: Cambridge Associates LLC U.S. Venture Capital Index®, Cambridge Associates LLC Private Equity Index® Cambridge Associates LLC Proprietary Database, Standard & Poor's, dan Morgan Stanley Capital International.

Catatan: Data per 31 Maret 2006, kecuali disebutkan lain.

Modal ventura memainkan 2 peran penting. Modal ventura membiayai segmen ekonomi – usaha kecil dan menengah (UKM) – yang memiliki potensi pertumbuhan yang besar tetapi sulit memperoleh pembiayaan melalui jalur tradisional karena perusahaan-perusahaan tersebut masih muda atau teknologi, produk atau layanannya berpotensi tetapi belum menunjukkan kinerja. Karena sifatnya yang spekulatif, modal ventura memberikan tingkat pengembalian yang tinggi kepada perusahaan yang bersedia dan mampu mengambil risiko tersebut. Modal ventura juga memainkan peran dalam mengembangkan kapasitas industri setempat, di mana perusahaan modal ventura menyediakan keahlian manajerial dan nasihat kepada perusahaan yang relatif belum berpengalaman. Sebagai contoh, perusahaan modal ventura dapat bekerjasama erat dengan universitas dan lembaga-lembaga penelitian setempat untuk mengidentifikasi produk dan proses yang menarik bagi perusahaan tersebut. Mengingat pentingnya sektor UKM dan manfaat yang dapat diberikan modal ventura kepada sektor ini, pemerintah Indonesia tertarik untuk membina industri modal ventura.

Pada tahun 1973, pemerintah Indonesia mendirikan perusahaan milik negara yang bernama Bahana Pembinaan Usaha Indonesia (BPUI),⁹⁹ dengan amanat untuk mengembangkan UKM dan keterampilan wiraswastanya melalui penyediaan pendanaan modal dan bantuan teknis di bidang-bidang seperti penyusunan studi kelayakan dan pemasaran produk. Pada tahun 1988, melalui Keputusan Presiden No. 61/1988, pemerintah meresmikan industri modal ventura, beserta perusahaan pembiayaan, sebagai sumber alternatif pembiayaan non-bank untuk usaha. Untuk menanggapi, BPUI mendirikan anak perusahaan – Bahana Artha Ventura – yang menyediakan pendanaan kepada UKM melalui investasi modal ventura.¹⁰⁰ Perusahaan ini membantu mendirikan perusahaan-perusahaan modal ventura daerah (provinsi) di seluruh Indonesia.

Pada tahun 1995, Departemen Keuangan memisahkan usaha modal ventura dari usaha pembiayaan berkat Keputusan Menteri Keuangan no. 469/KMK.17/1995. Hal ini menyebabkan dibentuknya perusahaan-perusahaan modal ventura swasta yang dimiliki oleh investor yang 100% domestik (nasional) atau dimiliki sebagian oleh perusahaan asing melalui perusahaan patungan.

Mengingat sejarahnya yang pendek sebagai industri yang independen, industri modal ventura di Indonesia masih kecil dan kurang berkembang. Industri ini merupakan satu segmen yang sangat kecil dalam sektor keuangan di Indonesia. Sampai akhir tahun 2005, industri ini hanya menyumbangkan 0.1 persen dari total aset lembaga-lembaga keuangan Indonesia. Industri ini sangat sedikit jalinannya dengan jenis-jenis lembaga keuangan lain. Pemerintah telah mendorong bank umum untuk mendukung pertumbuhan UKM, tetapi sejauh ini belum ada bank yang memiliki anak perusahaan dalam industri modal ventura. Sebaliknya, bank umum justru memberikan pinjaman langsung ke perusahaan-perusahaan kecil dan menengah. Dana pensiun dan perusahaan asuransi juga dapat berinvestasi di sektor UKM, dan portofolio mereka memiliki sebagian kecil investasi modal langsung, tetapi investasi ini tidak ada yang ditanamkan di perusahaan modal ventura. Demikian pula, jalinan dengan pasar modal masih terbatas. Tidak ada perusahaan pasangan usaha yang terdaftar di bursa saham.

STRUKTUR

Peraturan menyatakan bahwa perusahaan modal ventura adalah badan yang ambil bagian dalam modal perusahaan lain selama jangka waktu tertentu. Definisi ini secara umum mirip dengan definisi di negara-negara lain. Tetapi perusahaan modal ventura di Indonesia jarang menyediakan pembiayaan modal murni, melainkan pada umumnya menyediakan 3 jenis pembiayaan yaitu: (a) penyertaan modal, (b) obligasi konvertibel, dan (c) bagi hasil (atau penyertaan terbatas). Untuk opsi pertama dan kedua, perusahaan pasangan usaha harus berupa perseroan terbatas, sedangkan untuk opsi ketiga, perusahaan dapat berbentuk Perseroan Terbatas atau koperasi.

Pembiayaan bagi hasil dapat mengambil bentuk skema bagi hasil “murni” atau “kelolaan”. Skema murni umumnya mengikuti salah satu cara berikut:

- Bagi hasil berdasarkan pendapatan. Persentase laba yang dibagi diambil dari pendapatan perusahaan pasangan usaha.
- Bagi hasil berdasarkan laba bersih. Persentase profit yang dibagi diambil dari laba bersih perusahaan pasangan usaha. Porsi laba yang dibagikan ke perusahaan modal ventura biasanya lebih tinggi daripada porsi modal yang dimilikinya di perusahaan pasangan usaha.

⁹⁹ Bahana Pembinaan Usaha Indonesia dimiliki oleh Bank Indonesia (80 persen) dan Departemen Keuangan (20 persen).

¹⁰⁰ Keputusan Menteri Keuangan no. 250/KMK/04/1995 menyatakan bahwa UKM dapat menerima investasi modal ventura jika angka penjualan tahunan bersihnya di bawah 5 miliar rupiah.

Bagi hasil “kelolaan” adalah skema di mana modal ventura dan perusahaan pasangan usaha menyepakati suatu target tingkat pengembalian intern bulanan tertentu. Tingkat pengembalian ini dapat direvisi ke atas jika kinerja keuangan perusahaan pasangan usaha di atas perkiraan, dan juga sebaliknya. Belum lama ini, perusahaan modal ventura di Indonesia umumnya berusaha mencapai tingkat pengembalian sekitar 18 persen atas investasinya, jauh di bawah apa yang harus dibayarkan oleh usaha kecil dan menengah untuk memperoleh pembiayaan di sektor informal. Selain itu, perusahaan modal ventura mengenakan ongkos pengurusan sekitar 1 persen pada saat finalisasi transaksi.

Pada kenyataannya, sebagian besar pembiayaan modal ventura berbentuk investasi obligasi konvertibel (19 persen) atau perjanjian bagi hasil (80 persen). Di beberapa contoh, perusahaan modal ventura menyediakan pendanaan yang didukung oleh agunan dengan nilai lebih dari 100 persen pembiayaan. Ini mirip dengan pinjaman bank umum, meski pembatasannya lebih sedikit. Oleh karena itu, sebagian besar perusahaan modal ventura di Indonesia tidak menyediakan modal risiko murni. Bisnis mereka adalah memberikan pinjaman, bukan menanggung risiko modal, seperti lazimnya di perusahaan-perusahaan modal ventura di bagian-bagian lain dunia.

Struktur Hukum dan Kepemilikan

Kecuali usaha patungan, sebagian besar perusahaan modal ventura di Indonesia dimiliki oleh pemerintah (yaitu pemerintah provinsi dan Bahana Artha Ventura) atau grup usaha besar. Perusahaan modal ventura yang berdiri sendiri – seperti yang dijumpai di negara lain – jarang ada. Kepemilikan oleh grup usaha sering dijumpai karena perusahaan besar umumnya memiliki hubungan usaha dengan UKM. Perusahaan-perusahaan besar ini memiliki kepentingan bisnis yaitu memastikan bahwa para penjual dan distributornya dapat hidup.

UKM dapat mengambil bentuk (a) Perseroan Terbatas, (b) koperasi, atau (c) bentuk lain (misalnya kemitraan terbatas atau kepemilikan). Kategori terbesar dari segi nilai adalah perseroan terbatas, tetapi sebagian besar perusahaan masuk dalam kategori “bentuk lain”.

Semua perusahaan modal ventura di Indonesia menggunakan struktur satu lapis, di mana perusahaan modal ventura mengelola langsung dana modal ventura. Sebagian besar investasi modal ventura dibuat ketika perusahaan pasangan usaha telah mencapai tahap ekspansi¹⁰¹. Lembaga asing diperbolehkan memiliki maksimal 85 persen perusahaan modal ventura.

Struktur Pengaturan dan Pengawasan

Perusahaan modal ventura yang ingin beroperasi di Indonesia harus memperoleh ijin dari Departemen Keuangan dan tunduk kepada regulasi yang mengatur struktur modal, investasi, syarat investasi, dan perlakuan pajak. Bimbingan dan pengawasan perusahaan modal ventura daerah dilaksanakan oleh Biro Perbankan, Pembiayaan dan Penjaminan, yang saat ini berada di bawah Bapepam & LK Departemen Keuangan, dengan dibantu oleh Bahana Artha Ventura. Industri modal ventura diregulasi oleh keputusan presiden dan keputusan-keputusan Menteri Keuangan. Undang-undang yang langsung mengatur industri ini tidak ada.

Persyaratan modal disetor minimum menurut jenis badan adalah sebagai berikut:

- Untuk perusahaan swasta nasional, Rp.3 milyar
- Untuk koperasi, Rp.3 milyar
- Untuk perusahaan modal ventura, Rp.10 milyar.

¹⁰¹ Aylward (1998)

Peraturan menyatakan bahwa investasi oleh perusahaan modal ventura harus membantu dalam bidang berikut ini:

- Pengembangan penemuan baru
- Pengembangan perusahaan yang sedang dalam tahap awal usaha dan mengalami kesulitan keuangan
- Perusahaan yang tengah mengembangkan usahanya
- Perusahaan yang mengalami kemunduran dalam usahanya
- Pengembangan proyek penelitian dan rekayasa
- Pengembangan aplikasi teknologi baru dan alih teknologi dari sumber-sumber dalam maupun luar negeri.

Untuk mendorong investasi modal ventura, pendapatan perusahaan modal ventura (yaitu pangasanya atas laba perusahaan pasangan usaha) dibebaskan dari pajak pendapatan jika (a) perusahaan pasangan usaha beroperasi di sektor tertentu, seperti yang ditetapkan dalam peraturan, dan (b) perusahaan pasangan usaha tidak terdaftar di bursa saham. Menurut Peraturan no. 62/2002, pendapatan modal ventura bebas pajak dalam industri atau bidang-bidang berikut: (a) produksi barang ekspor, (b) pembuatan komponen elektronik, (c) pengolahan hasil pertanian, ternak dan perikanan, (d) UKM sebagaimana yang didefinisikan oleh pemerintah, (e) rumah susun sederhana di daerah perkotaan, (f) pertanian, perkebunan, kehutanan, peternakan dan perikanan, (g) angkutan darat, laut dan udara, dan (h) layanan ke fasilitas ekspor. Selain itu, perolehan dari penjualan atau pengalihan modal perusahaan pasangan usaha dikenai pajak pendapatan akhir sebesar 0,1 persen jika perusahaan pasangan usaha adalah UKM (a) dengan angka penjualan bersih per tahun tidak lebih dari Rp.5 milyar dan (b) tidak terdaftar di bursa saham.

Investasi oleh perusahaan modal ventura di perusahaan pasangan usaha harus berlangsung terus selama perusahaan pasangan usaha tidak menjual sahamnya di bursa saham dan selama jangka waktu tidak lebih dari 10 tahun. Apabila sebuah perusahaan pasangan usaha menjual sahamnya di bursa saham, maka perusahaan modal ventura diharuskan menjual sahamnya dalam waktu 36 bulan.¹⁰²

Tidak ada peraturan pembukuan atau perpajakan yang tersendiri selain pemberitahuan yang memberikan pembebasan pajak untuk pendapatan dari investasi tersebut. Jadi perusahaan modal ventura diharuskan menyelenggarakan pembukuan terpisah untuk pendapatan yang bebas pajak dan pendapatan yang tidak bebas pajak. Perusahaan modal ventura dilarang menghimpun dana dari masyarakat dan tidak diperbolehkan menerbitkan surat hutang. Mereka harus mengandalkan suntikan dana dari pemegang saham (jika Perseroan Terbatas) dan para anggotanya (jika koperasi). Bahana Artha Ventura dan perusahaan-perusahaan modal ventura daerah telah menerima dukungan pembiayaan dari pemerintah¹⁰³ dan pinjaman dua lapis (*two tier loans*) dari Bank EXIM Jepang.¹⁰⁴

¹⁰² Penjualan saham harus dilaporkan kepada Departemen Keuangan dalam waktu 3 bulan sejak transaksi diselesaikan.

¹⁰³ Pada tahun 2002, Kementerian UKM dan Koperasi meminjamkan dana negara yang disebut MAP (Modal Awal Padanan) kepada Bahana Artha Ventura dan perusahaan-perusahaan modal ventura daerah. Jumlahnya adalah Rp.1.25 miliar per perusahaan. Selanjutnya, perusahaan-perusahaan modal ventura ini harus membiayai paling tidak 12 perusahaan pasangan usaha dengan jumlah maksimum masing-masing Rp.150 juta.

¹⁰⁴ Pinjaman yang diberikan pada tahun 1997 ini akan jatuh tempo pada tahun 2008. Jumlah tertunggaknya saat ini diperkirakan sebesar Rp.1.2 triliun.

KINERJA DAN KEBERLANGSUNGAN

Kinerja industri modal ventura selama ini tidak terlalu menggembirakan. Jumlah perusahaan modal ventura belum berubah selama tahun-tahun terakhir, yang menandakan bahwa industri ini tidak menarik investor swasta baru. Per akhir 2005, ada 60 perusahaan modal ventura (lihat tabel 8.2), di mana 26 di antaranya adalah perusahaan milik pemerintah, satu untuk setiap provinsi di Indonesia. Sebagian besar perusahaan pasangan usaha bergerak di bidang perdagangan dan jasa, sehingga sebagian besar investasi modal ventura juga dalam jenis usaha ini (lihat tabel 8.3). Total aset perusahaan modal ventura diperkirakan mencapai Rp.2.7 trilyun, atau hanya 0.1 persen dari PDB tahun 2005.

Pengembalian investasi selama ini kecil, tidak stabil, dan menurun. Akibatnya, aset dan modal telah menurun selama tahun-tahun belakangan ini (lihat tabel 8.4). Meskipun demikian, industri ini telah mencatat pertumbuhan dalam hal jumlah perusahaan pasangan usaha dan besarnya investasi. Ini konsisten dengan besarnya jumlah UKM dalam perekonomian dan kebutuhan mereka yang sangat mendesak akan dana untuk pertumbuhan lebih lanjut.¹⁰⁵

Tabel 8.2: Jumlah dan Aset Perusahaan Modal Ventura, menurut Jenis, 2000-2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Jenis						
Swasta nasional	18	18	19	20	22	24
Usaha patungan	15	16	15	14	12	10
Provinsi	26	26	26	26	26	26
Total	59	60	60	60	60	60
Aset (milyar Rp)						
Swasta nasional	1,319	1,315	1,414	1,293	1,230	2,096
Usaha patungan	373	207	191	173	399	148
Provinsi	958	966	908	831	795	426
Total	2,650	2,499	2,513	2,297	2,424	2,670

Sumber: Bapepam & LK

Tabel 8.3: Ciri-ciri Perusahaan Pasangan usaha, menurut Sektor, 2003 (persen)

Sektor	Pangsa semua perusahaan pasangan usaha	Pangsa investasi modal ventura
Perdagangan	40	28
Jasa	32	41
Manufaktur	12	17
Agribisnis	3	5
Peternakan	9	7
Lain-lain	4	3
Total	100	100

Sumber: Bapepam & LK

¹⁰⁵ Tidak ada angka resmi untuk jumlah total UKM di Indonesia, tetapi diperkirakan lebih dari 40 juta. Menurut Kementerian UKM dan Koperasi, diperkirakan 42.5 juta UKM menyumbang 56 persen PDB pada akhir tahun 2004, dan hanya 60 persen dari total UKM mendapat akses ke pinjaman yang disediakan oleh lembaga keuangan formal.

Tabel 8.4: Kinerja Perusahaan Modal Ventura, 2000–2005 (milyar Rp kecuali disebutkan lain)

Indikator	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Jumlah investasi						
Swasta nasional	754	780	806	884	1,020	1,081
Usaha patungan	302	303	303	266	267	322
Daerah	628	911	1,139	1,228	1,345	1,339
Total	1,684	1,994	2,248	2,378	2,632	2,742
Jumlah perusahaan pasangan usaha						
Swasta nasional	521	544	575	620	716	2,389
Usaha patungan	70	71	72	63	84	78
Daerah	4,357	6,342	8,898	9,593	10,246	10,574
Total	4,948	6,957	9,545	10,276	11,046	13,041
Laba (rugi)						
Swasta nasional	9	(39)	26	27	10	29
Usaha patungan	27	(12)	(2)	8	(15)	(11)
Daerah	22	40	27	7	3	10
Total	58	(11)	51	42	(2)	28
Pengembalian investasi (persen)						
Swasta nasional	1.2	(5.0)	3.2	3.1	1.0	2.7
Usaha patungan	8.9	(4.0)	(0.7)	3.0	(5.6)	(3.4)
Daerah	3.5	4.4	2.4	0.6	0.2	0.8
Total	13.6	(4.6)	4.9	6.6	(4.4)	0

Sumber: Bapepam & LK

MASALAH DAN HAMBATAN PERKEMBANGAN

Pemerintah perlu menyikapi beberapa permasalahan yang menghambat perkembangan industri modal ventura.

Penawaran yang Terbatas

Penawaran yang terbatas adalah alasan terpenting yang menjadi penyebab terbatasnya arus transaksi dalam industri ini. Hanya sedikit perusahaan modal ventura luar negeri yang telah menunjukkan minat untuk berinvestasi di negara ini.¹⁰⁶ Persepsi tentang iklim investasi Indonesia secara keseluruhan masih lemah dan kalah dari negara-negara tetangganya.

Sebuah makalah yang diterbitkan baru-baru ini¹⁰⁷ menganalisis determinan modal ventura untuk sampel sebanyak 21 negara. Makalah ini mempertimbangkan pentingnya IPO, PDB dan pertumbuhan kapitalisasi pasar, kekakuan pasar tenaga kerja, standar akuntansi, dana pensiun swasta, dan program pemerintah. Makalah ini mendapati bahwa IPO adalah motor penggerak investasi modal ventura yang terkuat. Pengamatan dari seluruh dunia mendukung kesimpulan ini. Amerika Serikat memiliki industri modal ventura yang aktif dan juga pasar modal yang sudah berkembang dengan baik. Modal ventura hanya dapat tumbuh subur jika pemilik modal ventura dapat keluar dari perusahaan portofolio yang sukses melalui penawaran saham umum perdana (IPO), yang mengharuskan adanya pasar modal yang aktif. Tingkat dana pensiun yang juga privat merupakan determinan yang signifikan setelah beberapa waktu, tetapi tidak di semua negara.

¹⁰⁶ Beberapa perusahaan modal ventura regional masih berinvestasi, tetapi perusahaan ini umumnya adalah perusahaan yang dahulu pernah berinvestasi di Indonesia. Mereka memiliki pengalaman dan jaringan dalam komunitas bisnis setempat dan relatif dapat menerima kondisi ekonomi dan iklim investasi saat ini. Dipercaya bahwa beberapa perusahaan ini dibiayai oleh warga Indonesia yang tinggal di luar Indonesia. Walaupun demikian, jumlah investasinya sangatlah kecil.

¹⁰⁷ Jeng dan Wells (2000)

Dalam konteks ini, dapat dimengerti bahwa agar Indonesia dapat memiliki pasar modal ventura yang aktif, diperlukan upaya terpadu untuk mengembangkan pasar modal dan memfasilitasi IPO. Demikian pula, sistem pensiun perlu diperkuat.

Salah satu faktor lain yang dapat membuat perusahaan modal ventura enggan adalah iklim tata kelola perusahaan yang buruk di banyak perusahaan dalam negeri. Masalah tentang transparansi pelaporan keuangan, keandalan informasi keuangan, standar akuntansi dan audit, dan pelaporan dan administrasi pajak menghambat perkembangan private equity.¹⁰⁸

Struktur Sektor Formal

Instansi pemerintah, BUMN dan grup usaha besar adalah penyedia lapangan kerja terbesar di Indonesia. Sebagian besar perusahaan bermula sebagai usaha milik keluarga, dan umumnya tetap dimiliki oleh keluarga sekalipun telah tumbuh menjadi sangat besar. Pengusaha yang memiliki dan mengelola usaha ini biasanya tidak bersedia berbagi kepemilikan dengan investor luar. Hal ini juga tampak dari rendahnya proporsi kepemilikan publik (saham yang diperdagangkan bebas) di Bursa Efek Jakarta¹⁰⁹.

Sumber Dana yang Terbatas

Perusahaan modal ventura Indonesia memiliki sumber dana yang terbatas untuk investasi. Dana ini hanya mencakup dana dari pemegang saham atau anggotanya dan, untuk Bahana Artha Ventura dan perusahaan modal ventura provinsi, pinjaman subordinasi dari pemerintah. Ini berlawanan dengan praktik di negara lain, di mana investor kelembagaan seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi memegang porsi investasi modal ventura yang cukup besar. Perorangan yang kaya juga merupakan sumber dana yang potensial, tetapi di Indonesia, segmen investor ini belum berinvestasi di bidang modal ventura.

MASALAH HUKUM DAN PERATURAN

Kerangka hukum dan peraturan harus mendukung industri modal ventura. Beberapa permasalahan kuncinya dibahas dalam konteks ini.

Pemisahan antara Pengoperasian dan Pengelolaan

Kegiatan modal ventura dapat didasarkan pada struktur satu lapis (*one tier*) atau dua lapis (*two tiers*). Pada struktur satu lapis, investor memberikan sumber daya dan mengambil keputusan investasi dan divestasi melalui direksi dan komite yang mewakili pemegang saham dan pimpinan. Struktur satu lapis ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, direksi atau pimpinan mungkin masih belum berpengalaman dalam bidang modal ventura, sehingga belum cakap mengambil keputusan. Kedua, kemampuan menghimpun sumber daya tambahan untuk investasi terbatas, karena bergantung pada kemampuan dan dukungan yang terus-menerus dari pemegang saham atau anggota yang ada.

¹⁰⁸ Untuk pembahasan yang lebih mendalam tentang permasalahan tata kelola perusahaan lihat bab 2 tentang pasar modal.

¹⁰⁹ Rasio saham mengambang bebas sekitar 39,4 persen (lihat bab 2). Ada beberapa perusahaan terbuka yang menunjukkan persentase kepemilikan publik yang lebih tinggi, tetapi pendirinya pada umumnya tetap merupakan pemegang saham terbesar.

Pada struktur dua lapis, investor memberikan sumber dana kepada dana modal ventura, dan sebuah perusahaan pengelola modal ventura yang terpisah yang mengambil keputusan. Di Indonesia, peraturan yang ada saat ini hanya mengatur struktur satu lapis, sehingga struktur dua lapis tidak ada. Pada struktur dua lapis tersebut, dana modal ventura membayar ongkos pengelolaan kepada sebuah perusahaan pengelola modal. Di beberapa kasus, perusahaan pengelola juga menerima bagian dividen atau pendapatan dari perusahaan pasangan usaha. Ini terutama terjadi bila perusahaan pengelola berbasis asing dilibatkan.

Persyaratan Perijinan dan Kepemilikan Asing

Kepraktisan dan kemudahan memasuki industri adalah penggerak utama pertumbuhan dalam industri modal ventura. Dalam hal ini, persyaratan perijinan modal ventura yang ada saat ini dan batas kepemilikan asing 85 persen kurang masuk akal bagi perusahaan-perusahaan modal ventura yang dibiayai oleh investor swasta atau lembaga.

Peraturan untuk Pelaporan

Peraturan mensyaratkan semua perusahaan modal ventura menyampaikan laporan kegiatan dan keuangan dua kali setahun di samping laporan tahunan yang diaudit. Namun laporan-laporan ini tidak memberikan informasi berarti yang memadai, dan penerapan peraturan ini juga lemah. Di samping itu, tidak ada sanksi yang jelas bagi perusahaan yang tidak mematuhi peraturan ini. Hal ini telah menimbulkan keadaan dimana statistik dan basis data industri yang dapat diandalkan tidak tersedia, sehingga pihak yang berwenang tidak dapat melaksanakan pemantauan dan pengawasan secara efektif.

Kotak 8.1: Pengalaman Internasional: Industri Modal Ventura di Taiwan (Cina)

Ketika Taiwan (Cina) meresmikan industri modal ventura pada tahun 1983, Departemen Keuangan membentuk Komite Administrasi Badan Usaha Investasi Modal Ventura untuk mengatur pembentukan dana-dana ventura. Sejak tahun 1983, 199 dana ventura telah resmi terdaftar, dengan total modal disetor sebesar NT\$134,1 milyar (US\$4.1 milyar). Dari jumlah ini (per 2005) 176 di antaranya aktif dan masih beroperasi, 12 belum diluncurkan secara resmi, dan 11 telah pindah atau pun menghentikan kegiatannya. Dari ke-176 dana yang beroperasi, 27 mengelola dananya sendiri, sedangkan ke-149 yang selebihnya menggunakan pengelolaan modal ventura luar atau perusahaan konsultan. Di Taiwan (Cina) terdapat 79 perusahaan pengelola modal ventura dengan rata-rata dua dana kelolaan dan modal kelolaan sebanyak NT\$1.65 milyar (US\$0.1 milyar).

Sebelum tahun 1995, proses pembentukan dana ventura agak lambat, di mana hanya 1-7 dana baru dibentuk setiap tahunnya. Periode ini dipandang sebagai tahap pengembangan industri modal ventura Taiwan. Namun antara tahun 1996 sampai 1998, jumlah dana ventura baru mengalami lonjakan drastis, bertambah dari 34 pada tahun 1995 menjadi 114 pada tahun 1998. Karena itu, periode 1996-1998 dipandang sebagai tahap perluasan industri modal ventura di Taiwan. Mulai tahun 1999, tingkat pembentukan dana ventura baru melambat, yang menandai transisi industri ini ke tahap mezzanin.

Karena dominasi usaha kecil dan menengah (UKM) dalam dunia perindustrian di Taiwan (Cina), dan tidak adanya konglomerat besar yang berupaya mencari integrasi vertikal, perusahaan teknologi kecil sampai menengah telah belajar untuk bertahan dalam ruang pasar yang sangat tersegmentasi. Pada saat yang sama, pemerintah telah mendukung pengembangan industri teknologi tinggi melalui regulasi. Misalnya, pemerintah mendirikan Institut Penelitian Teknologi Industri Nasional (ITRI) sebagai pusat penelitian dan pengembangan teknologi tinggi dan pengembangan sumber daya manusia. Selain itu, Taman Sains dan Teknologi Hsinchu berfungsi sebagai basis untuk membina perusahaan-perusahaan teknologi tinggi yang memiliki potensi tumbuh yang baik. Selain itu, pertumbuhan pasar modal Taiwan yang mantap dan biaya aplikasi yang berkurang bagi perusahaan teknologi kecil sampai menengah yang ingin memperdagangkan sahamnya di Bursa Efek Taiwan atau Pasar Sekuritas GreTai (sebelumnya dikenal sebagai *Over-The Counter Securities Exchange*) telah turut berperan menjadikan investasi dalam perusahaan-perusahaan teknologi tinggi suatu prospek yang menarik. Hal ini telah menghasilkan pertumbuhan yang berlanjut untuk industri modal ventura Taiwan, yang hanya kalah dari AS.

Selama 18 tahun terakhir, dana ventura Taiwan telah menginvestasikan NT\$90 milyar (US\$2.8 milyar) di perusahaan-perusahaan teknologi tinggi domestik, yang telah mengakibatkan bangkitnya industri teknologi tinggi yang bernilai lebih dari NT\$1 trilyun (US\$31 milyar). Di luar suntikan modal itu sendiri, dana ventura juga menyediakan suatu lingkungan yang sangat baik untuk pengembangan dan perluasan lebih lanjut industri teknologi tinggi ini kepada perusahaan teknologi dan pengusaha tahap awal. Jadi dapat dikatakan bahwa perkembangan industri teknologi Taiwan bergantung pada sumber trisula, yaitu industri modal ventura, ITRI dan Taman Sains dan Teknologi Hsinchu.

Banyak pemerintah nasional, termasuk pemerintah Jepang, Korea, Malaysia, Thailand, Singapura, Makau, Selandia Baru, Kanada, Israel, Jerman, Swiss, Perancis dan Cina telah menyatakan ketertarikannya pada model modal ventura Taiwan yang berhasil itu. Pembangunan industri modal ventura Taiwan yang dipimpin oleh pemerintah telah dijadikan subyek banyak penelitian dan diskusi di berbagai negara Asia-Pasifik yang ingin melaksanakan sistem mereka sendiri. Pasca-krisis ekonomi Asia tahun 1997, UKM Taiwan telah bertahan dan membangun fondasi yang kokoh untuk pertumbuhan, sehingga menarik perhatian bangsa-bangsa Asia lainnya. Dana ventura memegang andil besar dalam kelangsungan hidup UKM; bahkan sebenarnya, model modal ventura Taiwan begitu berhasil sehingga banyak dana ventura Taiwan telah diminta oleh negara-negara regional lainnya untuk berekspansi ke luar negeri.

REKOMENDASI KEBIJAKAN

Tindak kebijakan yang disarankan per jangka waktu dirangkum dalam tabel berikut. Rekomendasi kebijakan dijelaskan selanjutnya.

	Solusi Cepat (1 tahun)	1 - 3 tahun
Peraturan	Mendorong kegiatan private equity restrukturisasi korporasi	Mendorong kepemilikan asing.
	Memisahkan pengoperasian dan pengelolaan dana	Mendorong investor kelembagaan untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan modal ventura.
	Memisahkan bagi hasil dan modal ventura	Memperbaiki kapasitas peraturan dan pemberlakuan peraturan.
	Mengklarifikasi peran Departemen Keuangan	
Keterampilan	Menghidupkan kembali asosiasi industri	Memperbaiki pelaporan keuangan
Pemberlakuan	Memperbaiki pemberlakuan peraturan tentang persyaratan pelaporan	
Perpajakan	Menilai dukungan Pemerintah dan insentif pajak	
Kondisi persaingan		Memperbaiki iklim investasi
Mengembangkan basis investor dan pendidikan investor	Mendidik pengusaha setempat tentang modal ventura	Memperbaiki likuiditas di pasar modal

Ada beberapa perubahan yang diperlukan jika Indonesia ingin mendorong tumbuhnya industri modal ventura yang subur, dapat hidup dan bersedia menanggung risiko serta mendukung usaha kecil dan menengah yang menjanjikan. Kami mulai dengan menawarkan rekomendasi yang kami anggap sebagai prioritas utama dan kemudian menawarkan saran untuk langkah pelengkap.

Rekomendasi Prioritas

Mendukung restrukturisasi korporasi melalui *private equity*. Pendekatan yang lebih berbeda untuk modal ventura perlu ditempuh dari sudut pandang kebijakan. *Private equity* umumnya lebih banyak dimengerti dan dilaksanakan di tingkat dunia daripada modal ventura dan investasi yang pada tahap awalnya didanai oleh pemerintah. Investasi *private equity* di tahap selanjutnya ikut memberikan sumbangan pada restrukturisasi industri Eropa serta memotori pertumbuhan modal ventura di Eropa. Proses restrukturisasi korporasi di Indonesia, meski sudah maju, masih belum selesai. Aspek-aspek positif wahana *private equity* – yaitu memperbaiki daya saing dan karenanya memulihkan perusahaan sampai ke tingkat *going concern* dan bukan likuidasi, mengeluarkan beban keuangan dan manajemen dari sektor perbankan, mengalokasikan sumber dana secara lebih efisien – mengisyaratkan bahwa *private equity* dapat memainkan peran yang signifikan dalam proses restrukturisasi korporasi. Ide yang pada dasarnya kuat ini dapat diperbaiki dan dilaksanakan di Indonesia. Indonesia tidak memiliki keahlian keuangan untuk melakukan restrukturisasi perusahaan ukuran menengah. Oleh karena itu, diperlukan upaya yang besar untuk menarik keahlian dalam bidang rekayasa keuangan. Pemerintah Indonesia dihimbau untuk mendukung upaya restrukturisasi perusahaan-perusahaan *private equity* dengan modal lebih besar, pembiayaan korporasi asing, dan keahlian modal ventura. Sebagai contoh, pemerintah Indonesia dapat mempertahankan perusahaan asing yang memiliki keahlian keuangan korporasi untuk mengelola portofolio perusahaan-perusahaan yang perlu direstrukturisasi. Perusahaan tersebut dapat mengandalkan pendanaan dari lembaga keuangan Indonesia. Upaya ini dapat membuka jalan bagi industri restrukturisasi di Indonesia.

Memisahkan pengoperasian dan pengelolaan dana modal ventura. Struktur satu lapis kegiatan modal ventura berlawanan dengan praktik-praktik terbaik, di mana kepemilikan dan pengelolaan modal dipisahkan. Hal ini menghambat kemampuan perusahaan-perusahaan modal ventura untuk menggalang dana dari investor. Dengan memperbolehkan perusahaan pengelola dipisahkan dari perusahaan modal ventura, maka penggunaan keahlian manajemen akan dimudahkan. Pemerintah harus menilai secara cermat implikasi regulasi dan pengawasan dari perubahan seperti ini. Salah satu jalur yang mungkin adalah menciptakan dana modal ventura yang menggunakan kerangka hukum dan pajak yang serupa dengan dana perwalian. Hal ini akan memberikan titik masuk yang praktis bagi investor kelembagaan seperti perusahaan asuransi dan dana pensiun, serta perorangan yang kaya, untuk berinvestasi dalam modal perusahaan-perusahaan swasta yang tengah tumbuh.

Rekomendasi Lain

Memperbaiki iklim investasi. Industri modal ventura yang aktif hanya dapat tumbuh subur dalam konteks ekonomi yang aktif pula. Untuk mencapai ekonomi yang aktif tersebut, iklim investasi Indonesia jelas harus diperbaiki. Pemerintah menyadari hal ini dan bertekad melaksanakan reformasi. Sejauh ini sudah ada beberapa tindakan positif yang ditempuh. Meskipun demikian, ini adalah proses yang berjalan terus, dan mungkin perlu waktu sebelum hasilnya mulai tersedia. Namun pesan bahwa pemerintah serius menyikapi permasalahan ini dan terus menempuh langkah yang benar dapat merubah persepsi dengan lebih cepat dan memicu kebangkitan industri ini.

Memperbaiki likuiditas di pasar modal. Secara keseluruhan, pasar modal Indonesia relatif kecil, sangat terkonsentrasi, dan relatif kurang likuid. Banyak studi yang menunjukkan bahwa negara yang memiliki bursa saham yang aktif lebih mungkin memiliki industri modal ventura yang aktif pula. Sebuah penelitian baru tentang *private equity* telah menunjukkan bahwa peluang untuk memulihkan investasi adalah pertimbangan terpenting bagi perusahaan-perusahaan modal ventura. Ada berbagai cara bagi modal ventura untuk keluar dari investasi, tetapi penelitian mengisyaratkan bahwa IPO adalah cara yang disukai. Meski bursa saham sekunder di Indonesia telah membaik dalam tahun-tahun terakhir, IPO belum terlalu aktif.

Memperbaiki pelaporan keuangan. Perusahaan pada tahap awal perkembangannya relatif berisiko. Jika pasar tidak memiliki informasi yang baik tentang perusahaan, maka investor akan menuntut harga yang tinggi, sehingga mengakibatkan pendanaan yang lebih mahal untuk perusahaan-perusahaan ini. Biaya informasi yang asimetris ini dapat dikurangi dengan berbagai cara dan salah satunya adalah memperbaiki standar akuntansi. Dengan standar akuntansi dan regulasi yang baik, perusahaan modal ventura tidak perlu menghabiskan begitu banyak waktu untuk mengecek informasi akuntansi. Oleh karena itu, pemerintah dihimbau untuk memperbaiki standar akuntansi serta membantu memperluas kapasitas perusahaan dan auditor untuk menyajikan laporan keuangan yang memenuhi standar ini. Perlu pula memperbaiki pemberlakuan ketentuan pelaporan dari perusahaan modal ventura serta memperbaiki penyediaan informasi dalam laporan.

Mendorong kepemilikan asing. Karena modal ventura mendukung kewiraswastaan dalam negeri dan pertumbuhan ekonomi, modal ventura asing dapat disambut baik. Peraturan hendaknya mempermudah persyaratan perijinan dan kepemilikan untuk perusahaan modal ventura privat independen. Kepemilikan penuh oleh lembaga asing dapat diperbolehkan.

Mendorong investor kelembagaan untuk berinvestasi di perusahaan modal ventura. Dana pensiun dan perusahaan asuransi sebaiknya diajak untuk berinvestasi lebih banyak di perusahaan

modal ventura. Saat ini tidak ada penghambat regulasi¹¹⁰ yang menghalangi mereka memasuki industri ini, selain batas total pemaparan risiko di portofolio. Kurangnya investasi dari lembaga-lembaga ini lebih disebabkan karena tidak mampunya pejabat investasi untuk mengepenilaian dan menganalisis peluang-peluang investasi serta preferensi historis terhadap investasi yang lebih likuid.

Menilai dukungan pemerintah dan insentif pajak. Perusahaan modal ventura saat ini dibebaskan dari pajak pendapatan atas investasi yang dilakukan di industri-industri tertentu. Dukungan dan insentif pemerintah itu mahal, dan hanya dapat dibenarkan jika dampaknya untuk merangsang pertumbuhan industri sudah jelas. Pengalaman internasional dalam hal penggunaan subsidi mengisyaratkan bahwa subsidi ini kadang-kadang hanya menguntungkan sebagian tertentu dari pasar targetnya, dan memiliki dampak yang kecil, kalau pun ada, terhadap pencapaian tujuan pemerintah tersebut. Jadi lebih disukai menilai manfaat dan biaya kebijakan-kebijakan seperti ini termasuk penyediaan keuntungan pajak. Demikian pula, kinerja Bahana Artha Venture dan perusahaan-perusahaan modal ventura provinsi juga harus dinilai secara obyektif. Dana EXIM Jepang tidak lama lagi berakhir, dan pemerintah harus menilai dampaknya pada lembaga-lembaga ini. Keputusan tentang masa depan lembaga-lembaga ini – termasuk mempertimbangkan opsi privatisasi dan penutupan – perlu diambil.

Mengklarifikasi peran Departemen Keuangan. Departemen Keuangan perlu memastikan bahwa stafnya memiliki keterampilan yang tepat dan kemampuan yang sesuai untuk memantau dan menganalisis industri ini, mengepenilaian kebijakan yang ada saat ini, atau mengusulkan kebijakan baru untuk mengembangkan industri ini lebih jauh. Mutu informasi perlu dibenahi dalam rangka mendukung tujuan ini. Upaya pembangunan kapasitas perlu dilanjutkan.

Menghidupkan kembali asosiasi industri. Asosiasi yang aktif diperlukan untuk mewakili kepentingan perusahaan-perusahaan modal ventura kepada pemerintah serta menunjang pembangunan industri ini. Meskipun demikian, asosiasi industri saat ini mati suri dan bersumber daya lemah. Karenanya, perusahaan-perusahaan modal ventura perlu merestrukturisasi asosiasi industrinya. Adalah penting mengidentifikasi kebutuhan pendidikan dan pelatihan industri modal ventura dan membina asosiasi profesional yang mampu membangun kemampuan.

Mendidik pengusaha setempat tentang modal ventura. Kehadiran pengusaha terampil yang cukup jumlahnya dalam perekonomian merupakan kunci keberhasilan industri modal ventura. Sayangnya, tidak ada pemecahan yang mudah untuk masalah ini. Jelas bahwa pengusaha setempat masih perlu dididik tentang modal ventura. Pemerintah, melalui Bahana Artha Venture, dan asosiasi perusahaan modal ventura dapat mengambil inisiatif untuk meluncurkan program ini. Memperbaiki praktik-praktik tata kelola perusahaan juga sama penting.

¹¹⁰ Yang mungkin menjadi pengecualian adalah regulasi Jamsostek, yang memerlukan ijin pemegang saham untuk mengadakan investasi modal dan secara umum dilarang menempatkan modal secara privat.

REFERENSI

Aylward, Anthony. 1998. "Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries" IFC Discussion Paper 36, Washington, DC: Bank Dunia.

Jeng, Leslie A. dan Philippe C. Wells. 2000. "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries" *Journal of Corporate Finance* 6: 241-89.

Dossani, Rafiq dan Martin Kenney. 2002. "Creating an Environment for Venture Capital in India". *World Development* Vol. 30 No.2: 227-53.

Rachmat, Budi. 2005. *Modal Ventura: Cara Mudah Meningkatkan Usaha Kecil & Menengah*. Jakarta: Ghalia Indonesia.

Siamat, Dahlan. 2003. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Cambridge Associates LLC, www.cambridgeassociates.com