

Bagian V

SEKTOR KEUANGAN, PRIVATISASI DAN UTANG

DELAPAN PERTANYAAN KESUKSESAN PENERBITAN OBLIGASI GLOBAL RI

Pengantar :

“Penerbitan obligasi internasional pertama yang dilakukan oleh Pemerintah Indonesia telah menyita banyak perhatian di berbagai pihak investor dunia. Berbagai pertanyaan pun muncul seputar peluncuran tersebut, seperti pertanyaan mengenai persoalan apa, mengapa, dan bagaimana duduk soal seputar suksesnya penerbitan obligasi internasional yang akhirnya dilakukan oleh Indonesia. Penulis mencoba menjabarkan secara rinci mengenai penjelasan atas pertanyaan-pertanyaan seputar prestasi Indonesia dalam penerbitan obligasi internasional”

Pada 4 Maret 2004, Pemerintah Indonesia telah menerbitkan obligasi internasional dalam denominasi dollar Amerika Serikat sebesar 1 miliar dollar AS berjangka waktu 10 tahun dengan imbal hasil (*yield*) sebesar 6,85 persen dengan kupon 6,75 persen, jadi pada tingkat harga 99,285 persen. *“It could well be that three years from now, we’ll look back and (say) ‘when on earth were credit condition such that Indonesia could issue a*

bond' with a 6.75 percent coupon?" (Tiga tahun mendatang, kita mungkin akan selalu ingat bagaimana Indonesia dengan kondisi perekonomian saat itu dapat menerbitkan obligasi dengan kupon serendah 6.75 persen?), demikian pernyataan kekaguman Stephen Hope, seorang fund manager di Dalton Investment, San Francisco, (Asia Wall Street Journal, 4 Maret 2004).

Keputusan Indonesia untuk menerbitkan obligasi 1 miliar dollar AS itu diambil setelah mempertimbangkan tiga hal. Pertama adanya delapan kali kelebihan permintaan (4 miliar dollar AS) dari indikasi jumlah awal, yakni 500 juta dollar AS. Kedua, imbal hasil (*yield*) yang relatif rendah, antara lain karena rendahnya suku bunga di AS dan persepsi positif investor terhadap Indonesia. Ketiga, investor berkualitas menginginkan adanya jumlah yang memadai, minimal 1 miliar dollar AS, untuk menjamin adanya alokasi dan likuiditas di pasar.

**“Tiga tahun mendatang,
kita mungkin akan
selalu ingat bagaimana
Indonesia dapat
menerbitkan obligasi
dengan kupon serendah
6.75 persen?”**

Banyak pertanyaan mengenai persoalan apa, mengapa, dan bagaimana duduk soal seputar kesuksesan penerbitan obligasi internasional tersebut. Berikut ini beberapa di antaranya. Pertama, untuk apa hasil penerbitan obligasi tersebut. Hasil langsung dari penerbitan obligasi internasional berupa dana masuk.

Dana atas penerbitan obligasi tersebut, yakni sekitar 1 miliar dollar AS x Rp 8.600 (asumsi APBN 2004) = Rp 8,6 triliun bruto setelah nantinya dikurangi dengan biaya

administrasi, dipakai dalam rangka pelaksanaan APBN 2004. Seperti diketahui, APBN 2004 merencanakan penerbitan obligasi dalam dan luar negeri Rp 32,5 triliun untuk menutup kebutuhan pembiayaan.

Pada tahun ini pemerintah telah mendapatkan dana penerbitan obligasi dalam negeri pada Februari 2004 sebesar Rp 2,5 triliun dan obligasi internasional yang baru saja diterbitkan, yakni sedikit di bawah Rp 8,6 triliun. Sebagaimana direncanakan, sisanya, yakni Rp 21,4 triliun, akan diperoleh dari penerbitan secara reguler obligasi dalam negeri. Tak ada rencana untuk menerbitkan obligasi internasional lagi pada tahun ini.

Di samping manfaat langsung berupa setoran ke APBN, dengan adanya alokasi lebih dari 90 persen dalam bentuk mata uang asing (dollar), maka akan diperoleh pula manfaat terhadap tambahan cadangan devisa dari aliran modal asing masuk kepada negara yang dikelola oleh Bank Indonesia.

Pertanyaan kedua mengenai alasan mengapa begitu banyak permintaan para investor pada obligasi Indonesia sehingga terjadi delapan kali kelebihan permintaan. Dari hasil pertemuan penjajakan mengikat (*deal roadshow*) maupun penjajakan tak mengikat (*nondeal roadshow*) di beberapa kota, memberikan indikasi bahwa meskipun peringkat Indonesia B2/B/B+ atau empat tingkat di bawah peringkat investment grade (BBB), pandangan ekonomi politik banyak yang mengakui level itu seharusnya bisa satu atau dua tingkat lebih tinggi.

Di samping itu, Indonesia merupakan pemain baru setelah lebih kurang delapan tahun hilang dari radar pasar modal dan perekonomian dunia. Faktor ini juga dianggap

menjadi daya tarik sendiri bagi investor yang selalu ingin melakukan diversifikasi portofolio investasinya.

Kombinasi antara adanya unsur kelangkaan (sebagai pemain baru) dan prospek ekonomi yang baik serta didukung dengan respons positif dari hasil roadshow dan strategi pemasaran yang baik oleh lead manager, yakni JP Morgan dan Deutsche Bank, merupakan kunci terjadinya kelebihan permintaan. Reputasi kedua, *lead manager* dengan jaringannya yang luas memungkinkan mereka untuk bisa mengakses dan meyakinkan para calon investor.

Faktor pemilihan waktu penerbitan (timing) juga sangat penting, yakni pada waktu suku bunga AS masih rendah dan sebelum kampanye pemilihan umum (pemilu) langsung di Tanah Air dilaksanakan. Pada saat yang sama kebetulan tidak banyak (bahkan tidak ada) negara yang melakukan penerbitan obligasi sehingga tidak terjadi persaingan di pasar.

Di samping adanya kelebihan permintaan sampai delapan kali dan jumlah transaksi (*account*) yang masuk hingga 270, memungkinkan adanya *price tension* untuk mendorong yield ke bawah hingga tingkat yang sangat ketat 6,85 persen. Beberapa investor sempat hengkang dari pedoman harga tersebut karena kisaran yang wajar adalah 7 persen. Namun, toh sebagian besar investor yang berkualitas tetap dan tidak beranjak dari partisipasinya.

Pertanyaan ketiga mengenai alasan diterbitkan obligasi 1 miliar dollar AS dan tidak 500 juta dollar. Semula pemerintah mengusulkan dalam RAPBN 2004 penerbitan obligasi 400 juta dollar AS di pasar internasional. Namun, kemudian diindikasikan naik hingga 500 juta dollar AS sebagai nilai minimum agar tercatat dalam indeks. Awalnya, terus terang

belum terpikir dan terbayang bahwa pasar internasional menyambut dengan sangat antusias.

Peningkatan jumlah penerbitan menjadi 1 miliar dollar AS dilakukan karena beberapa faktor, yakni: a) Kebutuhan likuiditas perdagangan pasar sekunder yang lebih tinggi. Jika alokasi dianggap terlalu kecil, ada dua kemungkinan, investor berkualitas tak akan berpartisipasi dan investor berkualitas yang membeli akan langsung menjual di pasar sekunder, b) Mengurangi persepsi pasar atas kemungkinan pemerintah menerbitkan obligasi internasional lagi tahun ini, c) Langsung masuk ke indeks seperti EMBI di akhir bulan (jadi tidak menunggu tiga bulan setelah penerbitan), d) Karena order yang masuk banyak (delapan kali kelebihan), maka pedoman yield bisa lebih rendah dari penawaran yang diberikan investor, dan e) Adanya kebutuhan pembiayaan APBN 2004 dan mengurangi tekanan pada penerbitan obligasi dalam negeri.

Pertanyaan keempat mengenai investor mau membeli pada tingkat imbal hasil 6,85 persen. Tingkat imbal hasil 6,85 persen untuk obligasi negara 10 tahun pada peringkat B2/B/B+ adalah sangat murah bila dibandingkan obligasi serupa di beberapa negara. Dengan tingkat suku bunga obligasi AS 10 tahun saat ini 4,08 persen, berarti *spread*-nya 277 basis poin (bps). Para analis pasar modal internasional sebelumnya memperkirakan *spread*-nya berada pada tingkat 300-400 bps.

Persepsi Positif

Rendahnya *spread* dan imbal hasil tersebut mencerminkan persepsi investor yang sangat positif pada kondisi ekonomi politik Indonesia saat ini dan masa mendatang. Risiko politik

dengan adanya pemilu langsung yang memakan waktu sangat panjang, meskipun masih penuh ketidakpastian, oleh para investor dianggap bukan suatu yang perlu dikhawatirkan. Demikian juga adanya anggapan bahwa siapa pun yang akan menjadi presiden ideologi ekonomi tidak akan berubah.

Persepsi investor terhadap imbal hasil berbeda satu sama lain. Investor Asia dan Indonesia kurang sensitif pada tingkat imbal hasil, sementara investor Eropa dan AS mempunyai sensitivitas atas imbal hasil di sekitar 7 persen. Kemungkinan besar permintaan dari investor-investor tersebut akan berkurang di imbal hasil kurang dari 6,875 persen. Ini disebabkan karena yield ini dianggap jauh lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara dengan peringkat yang sama.

Pertanyaan kelima mengenai kualitas pembeli obligasi Indonesia. Dari hasil metode pengumpulan order (*bookbuilding*) dari jumlah permintaan mencapai lebih dari 4 miliar dollar AS di dalamnya termasuk permintaan dari investor-investor berkualitas tinggi dari Eropa dan AS, selain juga investor Asia (seperti Alliance, GIC, New World, Goldman Sachs, Putnam, Fidelity, Prudential), yang merupakan investor bereputasi tinggi dan berwawasan jangka panjang (*buy-and-hold*).

Dilihat dari sisi geografis sumber dana, investor dari AS menempati proporsi tertinggi, yakni 35 persen, disusul Eropa 30 persen, Asia non-Indonesia 23 persen, dan Indonesia 8 persen. Dilihat dari sisi institusinya, proporsi pembelian oleh perusahaan pengelola aset adalah 55 persen, bank 24 persen, perusahaan asuransi dan dana pensiun 8 persen, dan perorangan 13 persen.

Pertanyaan keenam mengenai pandangan investor mengenai Indonesia. Perkembangan ekonomi makro dan prospek pemilu dianggap sangat positif. Disiplin dalam pengelolaan APBN dan utang pemerintah merupakan kunci dalam pandangan investor. Di balik itu, diakui pertumbuhan ekonomi masih didorong konsumsi, tetapi juga didukung ekspor sehingga mulai memperkuat fondasi ekonomi. Arah reformasi perpajakan dan anggaran serta pengelolaan utang banyak dipuji. Neraca pembayaran dan cadangan devisa cukup, ketahanan sektor keuangan membaik. Namun, dikeluhkan rendahnya rasio pinjaman.

Iklim investasi, meski belum sepenuhnya pulih, dinilai memiliki kemajuan. Yang selalu dikeluhkan adalah buruknya reformasi hukum dan kepastian hukum, dan yang paling mengemuka adalah masalah-masalah putusan pengadilan di daerah yang dinilai tak adil dan tak profesional. Para pengacara terkenal di Indonesia dianggap merajalela dan sering bisa mengatur jalannya proses pengadilan, terutama di daerah, sekaligus memanfaatkan lemahnya kualitas jaksa dan hakim di daerah.

Pertanyaan ketujuh mengenai penerbitan obligasi yang berarti utang Indonesia bertambah. Jawaban atas pertanyaan ini adalah benar. Namun, secara keseluruhan stok utang akan turun sekitar Rp 5 triliun dengan perincian stok utang dalam negeri naik Rp 11,4 triliun dan stok utang luar negeri turun Rp 16,1 triliun. Jika dibandingkan dengan produk domestik bruto (PDB) nominal, tahun 2004 rasio utang dengan PDB adalah 60 persen, turun dari sekitar 68 persen pada 2003.

Tidak ada ikatan

Dibandingkan dengan utang kepada anggota Consultative Group on Indonesia (CGI), penerbitan obligasi internasional mempunyai kelebihan, yakni tidak terikat oleh aturan pemberi atau pembeli obligasi, dan penerbit (issuer) memiliki posisi tawar cukup kuat. Metode yang dilakukan dalam rangka penerbitan dapat bervariasi.

Kelemahan obligasi internasional dibandingkan dengan utang dari CGI adalah secara finansial bunganya lebih mahal. Pinjaman luar negeri dalam bentuk Official Development Assistant (ODA) bisa mendapatkan bunga sekitar 3 persen. Namun, penggunaannya ada ikatan dengan kegiatan proyek tertentu, persyaratan pinjaman, dan jika tak ditarik sesuai jadwal terkena biaya komitmen (*commitment fee*). Jumlah penerbitan obligasi internasional biasanya tak terlalu besar dan karena diterbitkan dalam mata uang asing akan terpengaruh terhadap volatilitas kurs mata uang.

Pertanyaan kedelapan mengenai makna keseluruhan dari penerbitan obligasi itu. Penerbitan obligasi internasional 1 miliar dollar AS dilakukan bukan semata-mata untuk keperluan pemenuhan pembiayaan APBN, masuknya modal asing, dan cadangan devisa. Yang lebih penting adalah kembalinya Indonesia di dalam peta pasar modal internasional. Banyaknya minat investor terhadap Indonesia juga bisa dikatakan meningkatnya kepercayaan terhadap terjadinya pemulihan ekonomi.

Sumber pembiayaan di pasar modal internasional sangat luas dan besar jumlahnya. Menurut data, delapan pemodal obligasi (pendapatan tetap) terbesar di AS memiliki aset lebih dari 100 miliar dollar AS, hampir separuh PDB Indonesia.

Pada saat ini mereka mencari tujuan investasi yang menarik dan berisiko rendah di negara berkembang.

Jika kita bisa menjadi daerah tujuan investasi menarik tersebut, niscaya akan masuk lagi investasi yang bukan hanya dalam obligasi atau saham, tetapi juga investasi fisik dalam bentuk penanaman modal asing (PMA) atau foreign direct investment (FDI).

Strategi pembiayaan APBN kita memang menuju pada pembiayaan yang beragam, murah, dan fleksibel. Proses menerbitkan obligasi internasional ini rumit, dan melelahkan. Namun, yang membanggakan adalah tidak seperti halnya perundingan di forum CGI maupun Paris Club, posisi tawar Indonesia cukup baik.

Untuk ke depannya, agar lebih meningkatkan posisi tawar di mata dunia, urusan-urusan yang menghambat investasi, hambatan di dalam reformasi hukum dan peradilan harus segera dieliminasi. Sektor swasta juga harus berperan aktif dan mengambil porsi investasi dalam pembiayaan pembangunan yang lebih besar. Hal ini merupakan jalan keluar bagi Indonesia, termasuk pula obligasi, agar bisa semakin dipercaya.

Pernah dimuat di Kompas, Senin, 8 Maret 2004

KEWAJARAN IPO KS

Pengantar:

“Penerbitan saham perdana KS pada akhir tahun 2010, merupakan sebuah langkah pemerintah, sebagai pemegang saham tunggal KS, untuk mencari dana dari pasar modal. Setelah melakukan analisis dan pertimbangan dari beberapa pendekata, penulis berpendapat bahwa penerbitan saham ini terbukti telah sesuai dengan proses dan prosedur yang ditetapkan.”

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) PT. Krakatau Steel (KS) bermaksud untuk melakukan ekspansi kapasitas produksi pabrik baja lembaran dan meningkatkan modal kerja dalam bentuk pembelian bahan baku. Di samping itu, badan usaha milik negara ini merencanakan pematangan lahan seluas kurang-lebih 388 hektare, dan meningkatkan penyertaan modal pada anak perusahaan. Untuk itulah pemerintah, sebagai pemegang saham tunggal KS mencari dana dari pasar modal melalui penawaran perdana (Initial Public Offering atau IPO) saham pemerintah di bursa.

Proses dan prosedur serta persetujuan IPO KS di Komite Privatisasi dan di Dewan Perwakilan Rakyat sesuai dengan amanat UU Nomor 19 tahun 2004 tentang BUMN dan Pasal 12 Peraturan Pemerintah Nomor 33 Tahun 2005 tentang Tata Cara Privatisasi Perusahaan Perseroan (Persero). Setelah mengantongi dukungan dari Komite Privatisasi pemerintah dan izin IPO oleh DPR pada September 2009, Pemerintah dan KS melakukan pemasaran tahap awal (*pre-marketing*) dan roadshow didampingi oleh Penjamin Pelaksana Emisi (PPE) dan juga *International Selling Agents* (ISA). Tujuannya adalah mengoptimalkan nilai IPO KS melalui program penjajagan minat dan *investor education* yang intensif kepada investor, baik dalam dan luar negeri (termasuk Amerika Serikat).

Penjajagan minat tersebut dilakukan dalam waktu yang sangat tepat. Situasi pasar modal dan minat investor portofolio pada Indonesia sedang berada di puncak. Kondisi makro ekonomi Indonesia yang stabil, tumbuh dan situasi tahan krisis menjadikan investor asing percaya untuk mengalirkan dananya ke Indonesia. Untuk itu, di samping faktor harga wajar yang dituju, IPO KS juga bertujuan mendapatkan investor yang berkualitas dengan komitmen jangka panjang, bukan investor jangka pendek yang hanya membawa uang panas (*hot money*), dan menginginkan keuantungan sesaat, serta bukan investor spekulan.

Berdasarkan persetujuan dari DPR pada 16 September 2009, privatisasi KS disetujui dengan ketentuan, dilakukan melalui metode IPO secara bertahap maksimum 30 persen, menyertakan manajemen atau opsi saham karyawan (*employee stock option*) sebagai program retensi dan meningkatkan motivasi bagi manajemen dan karyawan KS dan pelaksanaannya diserahkan sepenuhnya kepada Pemerintah dengan memperhatikan situasi dan kondisi pasar

yang tepat, harga dan jumlah lembar saham yang dilepas sesuai dengan tahapan yang dipilih, sehingga diperoleh nilai penjualan saham yang optimal.

Pemerintah meminta KS untuk memenuhi potensi pertumbuhan baja nasional yang mencapai 8% pertahun dan tetap mempertahankan sebagai pemimpin pasar domestik (*domestic market leader*). Oleh karena itu, KS berencana untuk melakukan program revitalisasi dan peningkatan kapasitas produksi. Beberapa proyek strategis yang telah direncanakan adalah proyek Ironmaking – Kalimantan Selatan (Joint venture dengan PT Antam Tbk), revitalisasi fasilitas produksi dan penghematan energi, proyek Blast Furnace dan modernisasi steelmaking, Joint venture dengan Posco, peningkatan kapasitas pabrik HSM dan peningkatan kapasitas pelabuhan dan pembangkit listrik. Berbagai proyek strategis tersebut diharapkan dapat meningkatkan daya saing KS dalam memanfaatkan potensi pertumbuhan baja nasional. Total kebutuhan dana untuk mendanai proyek-proyek strategis tersebut sekitar Rp 14 triliun. Salah satu sumber pembiayaan program revitalisasi dan peningkatan kapasitas produksi adalah melalui IPO dengan menerbitkan saham baru sekitar 20% (dari 30% yang disetujui DPR), dengan target perolehan dana sekitar Rp 3 triliun – Rp 4 triliun. Oleh karena itu, KS masih membutuhkan tambahan dana investasi sekitar Rp. 10 triliun untuk menjadikannya perusahaan baja berkelas dunia.

Ukuran Kewajaran

Awalnya kisaran harga IPO KS adalah sebesar Rp750 – 1.150 / lembar saham. Berdasarkan laporan *feedback* dari para investor calon peminat saham KS disepakati dan diputuskan bahwa kisaran harga untuk IPO KS diperketat menjadi Rp

800 – 1.150,00 / lembar saham, dimana harga tersebut akan diumumkan pertama kalinya pada Public Expose IPO KS. Menteri BUMN kemudian memutuskan menetapkan harga Rp 850,00 /saham. Harga tersebut menurut Menteri adalah harga yang tidak murah tetapi juga tidak mahal, alias wajar.

Kewajaran harga tersebut dapat diukur dari perhitungan Price Earning Ration (“PER”) yakni harga dibandingkan dengan laba bersih perusahaan per saham. Pada harga Rp850 / lembar saham, KS dinilai sebesar 9,9 kali PER, sedangkan untuk pembanding di industri sejenis penulis berpendapat bahwa POSCO dan Tata Steel merupakan perusahaan pembanding yang cocok, PER dari masing-masing perusahaan tersebut adalah sebesar 8,2 kali dan 8,1 kali. Jadi menurut valuasi PER, harga Rp 850,00 /saham sudah wajar bahkan sedikit diatas harga saham perusahaan serupa di regional. Tidak heran, sebelumnya sesuai hasil riset PPE dan ISA, valuasi saham berkisar antara Rp500 – Rp1.100 / lembar saham.

”Harga tersebut menurut Menteri adalah harga yang tidak murah tetapi juga tidak mahal, alias wajar.”

Investor calon pembeli selalu mempertimbangkan masalah valuasi terhadap harga saham dan risiko keuangan sebagai faktor penentu harga wajar. Jika penetapan harga diatas perkiraannya maka investor tersebut dapat mengambil keputusan untuk mundur sama sekali atau mengurangi permintaannya. Jika investor tersebut memiliki reputasi bagus dan pemegang dana besar, maka penjual biasanya akan mendengarkan permintaan mereka. Dugaan penulis mengenai alasan pemerintah bersikukuh menetapkan pada harga Rp 850,00 /lembar saham adalah adanya investor-investor kualitas yang akan mundur (*drop-off*) apabila

diminta untuk menaikkan harga. Yang lebih gawat lagi apabila investor terpaksa membeli pada harga diatas wajar dan keesok harinya langsung menjual (*sell-off*) untuk mengurangi kerugian karena takut harga terlalu tinggi.

Kelebihan Permintaan

Pemerintah tentu juga ingin agar jumlah minat investor yang masuk pada saat pengumpulan order (*bookbuilding*) banyak, khususnya investor kualitas dan investor ritel, yang seimbang dari sisi geografis investor, dan faktor lainnya. Konsekuensi dari tujuan tersebut adalah perolehan harga yang tidak dapat optimal. Faktor-faktor penentu harga: yakni pertama, komposisi dan distribusi antara investor retail dan institusi, investor lokal dan asing, serta yang terpenting adalah pemesanan dari investor berkualitas, kedua valuasi dari perusahaan pembanding regional sejenis seperti Posco dan Tata, dan lain-lain. Berdasarkan data perbandingan yang ada, penulis yakin harga yang ditetapkan relatif optimal. Ketiga, penetapan harga yang atraktif sehingga kinerja di pasar sekunder dapat berjalan baik mengingat dalam IPO ini tidak ada program stabilisasi harga (*green shoe*). Keempat, mengupayakan terciptanya momentum yang positif sehingga diharapkan program-program privatisasi BUMN selanjutnya yang sedang dipersiapkan tetap diminati oleh investor.

Kelebihan permintaan akan membawa pembentukan harga yang wajar dan penjatahan yang adil sesuai dengan aturan serta jumlah permintaan dan kualifikasi investor. Metoda IPO melalui penawaran umum di dalam dan luar negeri juga dapat menghindarkan adanya ketidakadilan dalam penjatahan. Metode IPO yang dilakukan adalah melalui Penawaran Umum di Indonesia dan Penawaran Terbatas dengan format *Rule - 144 A SEC* untuk pasar internasional,

termasuk Amerika Serikat. Tata kelola dalam penebitan yang ketat dan rigid tersebut dimaksudkan untuk melindungi investor public. Kecil sekali kemungkinan adanya manipulasi penjatahan.

IPO KS masih berjalan dan distribusi pembeli baru akan terlihat setelah penjatahan nanti pada tanggal 8 November 2010 dan sesuai dengan ketentuan Bapepam dan LK, akan dilakukan audit penjatahan oleh Kantor Akuntan Independen.

Oleh karena itu, kita sebaiknya menunggu proses dan hasil IPO KS tersebut. Berdasarkan pengalaman praktek menjual saham dan obligasi negara di dalam dan luar negeri yang dimiliki oleh penulis, penulis cukup yakin akan adanya aturan yang disiplin dan ketat di pasar modal. Sulit sekali terjadi manipulasi harga dan penjatahan yang bias pada satu atau beberapa investor tertentu. Sebaiknya kita percayakan kepada otoritas yang bertanggung jawab, yakni Pemerintah, KS, Bapepam, DPR dan auditor untuk menjalankan tugas dengan fungsi masing-masing. Kedisiplinan dan kepercayaan terhadap sistem dan proses tersebut diperlukan pada saat kita akan membangun institusi pasar modal yang kredibel dan profesional.

Tulisan ini pernah dipublikasikan di Tempo 8 November 2010

(TIDAK ADA) KONTROVERSI IPO KS

Pengantar :

“Proses penjualan saham di pasar perdana atau initial public offering (IPO) saham pemerintah di PT. Krakatau Steel (KS) telah memicu perdebatan di berbagai kalangan. IPO KS tersebut dianggap dan telah merugikan perseroan.

Berawal dari adanya polemik yang terjadi di berbagai pihak atas peristiwa IPO KS, penulis kemudian mencoba menjawab simpang-siur yang telah terjadi, dengan membeberkan beberapa fakta yang didasari oleh faktor, seperti feedback dari para investor, kondisi pasar modal, perkiraan ke depan, kondisi perusahaan pembanding regional sejenis, beserta perhitungan harga saham yang sebenarnya”

P eristiwa IPO Krakatau Steel akhir tahun 2010 telah memasuki babak baru. Ketika banyak pengamat dan anggota legislatif mempertanyakan rendahnya harga saham per lembar dan penjatahan yang tidak transparan, ketua Bappepam LK Fuad Rachmany waktu itu secara lugas dan tepat menjawab semua keraguan.

Pengamat semakin yakin bahwa keputusan pemerintah memasang harga saham perdana (IPO) PT Krakatau Steel (KS) Rp 850,00 per lembar terlalu murah. Faktanya, hanya beberapa menit setelah pasar dibuka pada Rabu (10/11/2010), harganya langsung melejit hingga menyentuh batas *auto rejection* (penolakan atas pergerakan saham yang melebihi batas kenaikan atau penurunan) 49,41 persen ke Rp 1.270,00 per lembar.

Hal ini tentu membalikkan argumen pemerintah dan penjamin emisi KS yang semula mengklaim bahwa harga saham itu sudah ditetapkan pada harga wajar. Padahal, harga saham KS seharusnya dapat dilepas langsung di harga Rp 1.250,00, seperti saat pembukaan bursa yang langsung melejit di Rp 1.250,00.

Dengan demikian, terdapat selisih harga Rp 400,00 per lembar. Jika dikalikan dengan jumlah saham yang dilepas sebanyak Rp 3,15 miliar lembar saham, maka total selisihnya sekitar Rp 1,26 triliun.

“Fuad balik menuduh kalangan yang secara nyata kontra dengan proses IPO KS buta dengan realitas pasar.”

Fuad Rachmany, Kepala Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) waktu itu, menanggapi dingin tuntutan sejumlah ekonom terkait peran dan fungsi wasit pasar modal tersebut.

Mekanisme pasar secara jelas tidak dipahami dan diketahui secara detail oleh para inisiator penolak IPO KS go public. “Jelas mereka tidak mengerti mekanisme pasar. Regulasi sudah jelas mengatur tata cara dan mekanisme go public. Buktinya, saham KS menjadi buruan investor. Hal itu

berarti masyarakat senang karena dapat melakukan koleksi terhadap saham perseroan,” tukas Fuad.

Tuduhan ini juga dapat dipatahkan dengan argumentasi teknis pasar modal, bahwa kisaran harga lazimnya dihitung dengan perbandingan PER dan minat pembeli yang diperoleh dari masukan para calon investor melalui peninjauan investor. Pilihan investor kualitas bisa jadi menurunkan kisaran harga.

Disamping itu, jika dilihat data perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI), semua penjualan saham yang terjadi di tahun 2010 mengalami kelebihan permintaan. Pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder kecuali ROTI, mengalami lonjakan kenaikan harga yang fantastis. Sebagai contoh, BIPI Boehringer Ingelheim Pharmaceuticals Inc (kenaikan 36%), TOWR Tower International Inc. (automotive) (49%), ROTI Sari Roti, (17%), GOLD Golden Retailindo, (48%), GREN Evergreen Invesco, (69%), BJBR Bank Jabar, (50%) dan KRAS (Krakatau Steel), 49%. Jadi, KS bukan satu-satunya saham yang mengalami kenaikan harga spektakuler di hari pertama setelah pembukaan di pasar perdana.

Para pengamat juga meminta pembatalan transaksi KS di bursa. Usai bertemu Fuad saat itu, Achmad Daniri, praktisi pasar modal menegaskan empat hal. Pertama, IPO KS tidak bisa dibatalkan, karena merupakan suatu hal yang tidak mungkin dilakukan. Jika IPO dibatalkan, maka akan sangat berisiko pada kepercayaan investor dan masyarakat secara umum, dan perekonomian secara lebih jauh, serta di sisi emiten (KS), rencana pertumbuhan usahanya bisa tertunda.

Kedua, investor juga akan merugi jika IPO dibatalkan, karena sebelum meminta jatah saham KS, mereka mungkin sudah terikat berbagai perjanjian. Jika hal ini terjadi, Indonesia akan kehilangan kepercayaan terhadap pasar modalnya dan sektor riil.

Ketiga, untuk ke depannya, tim diharuskan untuk mengamankan proses IPO pada saham-saham BUMN lain agar tidak digonjang-ganjing. Keempat, masalah sosialisasi kepada masyarakat awam menjadi penting, termasuk sosialisasi tentang harga saham, penentuan harga sejak awal dilakukan, hingga proses ketika menganalisis perkiraan harga jual saham perdana. ” Hasil laporan analisis itu digunakan oleh investor institusi dan ritel, dan inilah yang menjadi dasar pembentukan harga. Penjamin emisi itu punya strategi dalam melakukan proses *go public* atau *listing* itu. Dia itu mempunyai kewenangan untuk menentukan nasib IPO,” ujar Daniri.

Proses penjualan saham di pasar perdana atau *initial public offering* (IPO) saham pemerintah di PT. Krakatau Steel (KS) telah memicu perdebatan di berbagai kalangan. Penetapan harga saham KS berdasarkan bookbuilding pada tingkat Rp. 850/lembar oleh Meneg BUMN pada saat itu dianggap terlalu murah dan telah merugikan perseroan. Penjatahan (*allotment*) kepada investor juga dianggap tidak transparan dan akan menguntungkan sekelompok investor tertentu. Pendeknya, proses IPO KS dianggap tidak sah dan hasilnya berpotensi merugikan negara.

Harga Wajar dan investor kualitas

Dalam IPO KS, Penjamin Pelaksana Emisi (PPE) dan juga *International Selling Agents* (ISA) tentu mengupayakan optimalisasi nilai IPO KS melalui program penjajagan minat dan *investor education* yang intensif kepada investor, baik dalam dan luar negeri (termasuk Amerika Serikat). Pilihan pada jenis investor berkualitas (*quality investor*), *emerging market funds specialist*, *country funds*, atau *industry specialist fund* turut mempengaruhi pembentukan harga yang bisa jadi lebih rendah daripada investor spekulasi

jangka pendek. Penentuan jenis dan proporsi investor ritel dan industri, serta keseimbangan geografis dimana investor berasal juga dapat mempengaruhi harga yang lebih rendah tetapi punya tujuan lain yakni keadilan dan loyalitas.

Dengan mempertimbangkan beberapa faktor, antara lain: *feedback* dari para investor, kondisi pasar modal saat itu dan perkiraan ke depannya, serta kondisi perusahaan pembanding regional sejenis, PPE dan ISA telah mengusulkan kisaran harga IPO adalah sebesar Rp750 – 1.150,00 / lembar saham. Laporan *feedback* tersebut tentu dilaporkan dan didiskusikan bersama dengan KS dan Kementerian BUMN, dimana hasil dari pertemuan tersebut disepakati dan diputuskan bahwa kisaran harga untuk IPO KS diperketat (*tightening*) menjadi Rp 800 – 1.150,00 / lembar saham dan harga tersebut akan diumumkan pertama kalinya pada *Public Expose* IPO KS.

Feedback yang didapatkan dari roadshow dan juga proses *bookbuiding*, relatif baik dengan permintaan yang relatif kuat dari investor dalam maupun luar negeri di seluruh kisaran harga. Namun demikian jika minat investor institusi mulai menurun bahkan akan *dropoff* pada harga diatas Rp850,00/ lembar saham, maka penjual tentu akan menetapkan harga pada tingkat yang aman dengan menampung investor institusi tersebut. Apabila dipaksakan menetapkan harga diatas Rp. 850/lembar tentu dapat memenuhi target nominal, namun karena membayar harga yang terlalu mahal biasanya investor tersebut akan melakukan *sell-off* setelah penerbitan di pasar perdana dan akan menjatuhkan harga di pasar sekunder. Jadi penetapan harga tersebut juga harus memperhatikan pemesanan dari kualitas investor yaitu investor jangka panjang yang mengharapkan dapat tumbuh bersama dengan KS. Kualitas investor bukan merupakan spekulasi (*hedge fund*).

Penulis memperkirakan Jumlah minat yang masuk pada saat *bookbuilding* mencapai lebih dari 150 investor. Dari sisi minat jumlah, tentu merupakan hal yang menggembirakan sehingga dapat menghindarkan ada dominasi investor tertentu, dan harga yang terbentuk bisa cukup optimal karena permintaan dapat mendongkrak harga naik. Namun demikian, dalam hal penentuan harga selain dari jumlah minat yang masuk, perlu diperhatikan hal-hal penting antara lain; Pertama, komposisi dan distribusi antara investor retail dan institusi, investor lokal dan asing, serta pemesanan dari investor berkualitas. Kedua, valuasi dari perusahaan pembanding regional sejenis seperti Posco dan Tata, dan lain-lain. Berdasarkan data-data perbandingan yang ada, penulis yakin harga yang ditetapkan relatif optimal. Ketiga, penetapan harga yang atraktif, sehingga kinerja di pasar sekunder dapat berjalan baik mengingat dalam IPO ini tidak ada program stabilisasi harga (*green shoe*). Keempat, mengupayakan terciptanya momentum yang positif sehingga diharapkan program-program privatisasi BUMN selanjutnya yang sedang dipersiapkan tetap diminati oleh investor.

Sudah Setara

Pada harga Rp 850,00 / lembar saham, KS dinilai sebesar 9,9 kali *Price Earning Ratio* (PER) (harga dibandingkan dengan laba bersih perusahaan per saham). Sedangkan untuk pembanding di industri sejenis, seperti POSCO dan Tata Steel yang merupakan perusahaan pembanding yang cocok, PER dari masing-masing perusahaan tersebut adalah sebesar 8,2 kali dan 8,1 kali. Jadi, dapat disimpulkan bahwa PER KS sudah termasuk tinggi.

Seperti yang penulis sampaikan di depan, dari kisaran harga Rp 750 – 1.150,00 / lembar saham kemudian diputuskan kisaran harga diperkecil menjadi Rp 800 – 1.150,00 / lembar

saham serta berdasarkan hasil *bookbuilding*, diusulkan harga Rp 850,00 / lembar saham yang disetujui oleh PTKS dan ditetapkan oleh Menteri Negara BUMN, Mustafa Abubakar, pada saat itu. Metoda kisaran harga dengan *price tension* dan memperkecil kisaran pada waktu penawaran tersebut serta diikuti penetapan harga sudah merupakan metoda yang standar. Kuncinya terletak pada kelihaiian dan kepiawaian dari para penjamin emisi yang juga mempertaruhkan reputasinya.

Metode IPO yang dilakukan adalah melalui Penawaran Umum di Indonesia dengan regulasi Bapepam dan Penawaran Terbatas dengan format SEC (*Securities Exchange Commission*) Rule - 144A untuk pasar internasional, termasuk Amerika Serikat. Format tersebut mensyaratkan prosedur tata kelola yang berstandar internasional untuk melindungi investor publik.

Seperti lazimnya dan sudah ditentukan sebuah SOP (*standar operating procedure*), semua

“Sulit rasanya menuduh proses IPO KS tidak transparan.”

program pemasaran yang dilakukan oleh PPE dan ISA dilaporkan dan didiskusikan bersama dengan KS dan pihak penjual, yakni Kantor Meneg BUMN. Laporan hasil *pre-marketing* atau investor education digunakan sebagai dasar untuk menetapkan kisaran harga sedangkan hasil *roadshow* digunakan sebagai dasar untuk menetapkan harga *final*.

Penjataan Yang Adil

Penilaian bahwa penjataan akan tidak adil juga belum terbukti. Setelah masa penawaran umum akan dilaksanakan pada tanggal 2 – 4 November 2010, baru akan dilanjutkan dengan alokasi pada tanggal 8 November 2010 dan Listing pada tanggal 10 November 2010. IPO KS masih berjalan dan

distribusi pembeli baru akan terlihat setelah penjatahan nanti pada tanggal 8 November 2010 dan sesuai dengan ketentuan Bapepam dan LK, akan dilakukan audit penjatahan oleh Kantor Akuntan Independen. Dalam situasi kelebihan permintaan (atau over subscription) seperti yang dialami oleh KS, lebih dari 5 kali, maka sudah barang tentu tidak semua permintaan dapat dipenuhi. Banyaknya jumlah investor peminat juga menghilangkan kemungkinan munculnya ketidakadilan, terlebih seperti yang dituduhkan bahwa adanya investor besar yang notabene dari Parpol tertentu akan mendominasi penjatahan, sehingga dapat mendikte harga. Metoda penjatahan sudah ditetapkan dalam aturan mainnya. Bahkan penulis ingat penjatahan tersebut biasanya dilakukan secara hati-hati dengan formula dan kesepakatan penjual dan pembeli pada masa penawaran. Sungguh aneh jika terdengar ada investor sampai protes secara terbuka karena tidak mendapat jatah sesuai keinginannya.

Pada akhirnya, jika terjadi manipulasi harga penyimpangan penjatahan pasti akan dapat diketahui oleh BAPEPAM sebagai regulator, jadi sebaiknya kita tidak perlu punya kecurigaan yang berlebihan pada proses dan hasil IPO KS. Tahun 2010, dan tahun-tahun selanjutnya akan semakin banyak lagi program IPO untuk ekspansi usaha BUMN dan korporasi kita., dan kita semua harus menjaga kredibilitas pasar modal agar tetap dipercaya oleh investor dalam dan luar negeri.

Pernah dimuat di Bisnis Indonesia, 7 Desember 2010

KASUS BANK CENTURY, DAMPAK SISTEMIK DAN OJK

Pengantar :

“Kegagalan Bank Century, ditafsirkan karena adanya gagal produk Antaboga yang ditawarkan. Namun, permasalahan pada Bank Century sebenarnya telah lama ada, khususnya semenjak peristiwa merger 3 bank (Bank Pikko, CIC dan Danpac). Selain, itu faktor keadaan prekonomian global, serta Indonesia yang sedang terpuruk, pada tahun saat itu (2009), juga turut memicu adanya kegagalann Century ini.”

Munculnya kasus Bank Century (BC) ke permukaan (2009) berawal dari gagal bayar produk Antaboga yang dipasarkan melalui Bank Century. Produk yang dijual Antaboga tersebut bukanlah produk reksa dana, melainkan *discretionary fund*. Penjualan produk investasi oleh Antaboga Delta Sekuritas melalui Bank Century bukan merupakan tanggung jawab pengawasan otoritas pasar modal dan Bank Indonesia. Pasalnya, produk tersebut diperjualbelikan di Bank Century dan bukan Antaboga. “Jadi ini bukan tanggung jawab

Bapepam-LK,” kata mantan ketua Bapepam, Fuad Rachmany waktu itu. Miranda Gultom, mantan deputi senior Bank Indonesia juga angkat tangan soal antaboga karena bukan produk perbankan. Produk investasi yang telah menampung dana nasabah sebesar Rp 1,4 triliun dan diperjuabelikan di Bank Century merupakan produk palsu.

Jauh sebelum itu, Bank Century sudah bermasalah. Mulai dari proses merger 3 bank (Bank Pikko, CIC dan Danpac) menjadi Bank Century pada bulan Desember tahun 2004, kemudian BC dalam pengawasan intensif (desember 2005) dan ketika BC kalah kliring kemudian meminta FPJP (Fasilitas Pembiayaan Jangka Pendek) ke BI pada bulan Oktober 2008.

CAR (kecukupan modal) Bank Century per 28 Februari 2005 (2 bulan setelah merger) bernilai minus -132.5%. Seharusnya Bank Century ditetapkan sebagai bank “dalam pengawasan khusus” bahkan sudah ditutup, tetapi BI hanya menetapkan sebagai bank “dalam pengawasan intensif”, hal tersebut bertentangan dengan peraturan Bank Indonesia sendiri. BC ditempatkan “dalam pengawasan intensif” karena permasalahan surat-surat berharga (SSB) valas bodong dan tidak bernilai serta penyaluran kredit yang bermasalah.

Maka ketika pada tanggal 21 November 2008 oleh KSSK (Komite Stabilitas Sistem Keuangan), BC dianggap sebagai bank gagal tidaklah mengherankan. Masalahnya, mengapa bank yang relatif kecil dari sisi aset, modal dan pendanaan serta telah bermasalah kemudian melakukan praktek ilegal dan merugikan nasabah harus diselamatkan oleh pemerintah. Yang jelas kondisi keuangan Bank Century pada tanggal tersebut sudah memburuk dan harus segera ditalangi untuk

menghindari rush karena dapat menyebabkan dampak yang lebih besar dan sistemik pada perekonomian.

Kondisi Ekonomi Keuangan Sistemik?

Kondisi perekonomian global dan Indonesia serta sektor keuangan juga sedang dalam kondisi krisis. Pada bulan November 2008, nilai tukar terdepresiasi hingga Rp. 12.000 per dolar AS, imbal hasil (yield) obligasi 10 tahun diperdagangkan meningkat pada level sangat tinggi 14%, IHSG (indeks harga saham gabungan) mencapai titik sangat rendah 1200 dan credit default swap (CDS) yang menreferensikan biaya asuransi keuangan meningkat hingga 1000 bps. Cadangan devisa di Bank Indonesia sudah terkuras lebih dari 10 milyar dolar AS untuk menjaga dari kejatuhan rupiah yang lebih parah. Kondisi tersebut menurut penilaian penulis sudah dapat dikategorikan sebagai krisis keuangan yang cukup mendalam. Faktor penyebabnya berasal dari eksternal bukan dari dalam negeri.

“Kesimpulan BI bahwa Bank Century adalah bank gagal tidak kontroversi, meskipun kegagalan Bank Century karena aspek kriminal dan salah urus.”

Pada tanggal 21 November 2008 tersebut, BI bukan hanya telah menyatakan bahwa BC adalah bank gagal tetapi juga berdampak sistemik pada perekonomian. Kesimpulan BI bahwa BC adalah bank gagal tidak kontroversi, meskipun kegagalan BC karena aspek kriminal dan salah urus.

Namun kesimpulan berdampak sistemik oleh banyak kalangan termasuk wapres waktu itu Jusuf Kala dan mantan gubernur BI Burhanudin Abdullah dianggap keliru. Analisis

dampak sistemik yang digunakan untuk kasus BC oleh BI berdasarkan pada MoU Uni Eropa terkait dengan “*cross border financial stability*”, ditambah pula aspek psikologi pasar. Aspek lain yang digunakan pada analisis dampak sistemik adalah aspek institusi keuangan, pasar keuangan, sistem pembayaran, sektor riil, dan psikologi pasar. Dari aspek2 tersebut, maka BC dinyatakan sebagai bank gagal dan berdampak sistemik.

Dalam rapat pendahuluan KSSK pada tanggal 21 November 2008 sore hingga larut malam bahkan menjelang subuh, beberapa eselon I yang pada waktu itu yang hadir, diantaranya Dirjen Pajak Darmin Nasution, Kepala Bapepam Fuad Rachmany dan penulis sendiri sebagai kepala BKF bersikap kritis untuk menguji analisis dan pendapat yang disampaikan BI mengenai situasi yang menimpa BC dan kondisi sistemik serta biaya penyelamatan. Rapat pendahuluan KSSK tersebut dilanjutkan dengan rapat resmi KSSK yang dihadiri oleh ketua (Menkeu) dan wakil (Gubernur BI) serta sekretaris KSSK. Bentuk format KSSK dan kemudian KK (Komite Koordinasi) adalah format institusi koordinasi kebijakan keuangan menurut Perpu JPSK (Jaring Pengaman Sistem Keuangan) yang diterbitkan dan masih sah keberadaannya pada waktu keputusan penyelamatan dilakukan.

Dalam pengambilan keputusan, Menkeu sebagai ketua KSSK tentu telah pula mempertimbangkan pendapat dari para Eselon I. Meskipun keputusan akhir ada di Menkeu selaku ketua KSSK memilih untuk menyelamatkan BC guna mencegah krisis pada perekonomian nasional. Dugaan penulis pertimbangan Menkeu selaku Ketua KSSK melakukan penyelamatan pada BC adalah biaya BC diselamatkan lebih murah daripada ditutup. Bila ditutup dibutuhkan

dana penjaminan DPK kurang dari 2 miliar sebesar Rp 6 triliun. Meskipun biaya penyelamatan dan penyehatan BC adalah akhirnya adalah Rp. 6,7 triliun namun biaya tersebut dapat ditarik kembali pada waktu divestasi. Disamping itu pertimbangan lain adalah bahwa kondisi psikologis pasar global, keuangan dan makro sangat buruk, sehingga dikhawatirkan jika ditutup akan ada rush ke BC dan akan menular pada bank yang lain.

Penulis sungguh yakin bahwa para eselon 1 termasuk penulis sangat memahami keputusan tersebut dan bahkan mendukung. Segera setelah itu penulis dan tim melakukan sosialisasi ke berbagai stakeholder. Tak kurang dari 10 pemimpin bahkan pemilik media masa ditemui (Metro, TV-One, Trans, SCTV, RCTI, Kompas, Media, Bisnis Indonesia, Republika dll), para pemimpin Universitas terbesar (UGM, UI, ITB, Unair, Unpad) juga ajak dialog. Para aktivis mahasiswa, politisi, pemimpin Ormas seperti NU dan Muhammadiyah dan LSM bahkan anggota Pansus Century diajak dialog untuk diyakinkan bahwa keputusan menyelamatkan BC dalam rangka pencegahan krisis keuangan adalah kebijakan yang benar pada saat itu. Perdebatan mengenai keabsahan penyelamatan BC dan dugaan terjadinya kerugian negara akan segera berakhir pada waktu dilakukannya divestasi bank Mutiara (nama baru dari bank Century).

Perlu OJK

Peristiwa Bank Century tersebut telah meyakinkan rekan-rekan di Kementerian Keuangan bahwa solusi untuk memperbaiki pengawasan perbankan dan produk sektor keuangan adalah dengan membentuk Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang *unified* dan independen. Dengan OJK yang menggabungkan regulasi/pengawasan produk perbankan

dan lembaga keuangan bukan bank akan dapat mengurangi celah pengawasan jenis-jenis produk derivatif seperti *discretionary fund* antaboga. Serta, tidak dipungkiri bahwa dewasa ini sudah banyak bank yang mengeluarkan produk-produk berjenis “bukan-bank” yang lazim seperti reksadana dan produk-produk pembiayaan lainnya. Produk semacam ini bisa jadi luput dari pengawasan BI dan Bapepam. Dengan penyatuan fungsi, berdiri secara independen terhadap bank Indonesia dan Kementerian Keuangan, adanya OJK dapat menghindarkan diri dari benturan kepentingan antara otoritas kebijakan moneter, fiskal dan regulasi/pengawasan perbankan disisi lain di dalam tubuh internal Bank Indonesia serta Bapepam. Sayangnya pembahasan UU OJK di DPR berlangsung alot dan dikhawatirkan akan muncul OJK yang belopotan karena terlalu banyak substansi hasil kompromi antara Kementerian Keuangan dengan DPR.

“EXIT STRATEGY” DARI IMF DAN KEPERCAYAAN PASAR

Pengantar :

“Keberadaan kerja sama dengan Dana Moneter Internasional (IMF) pada negara-negara yang mengalami krisis keuangan, menjadi salah satu kunci dari perilaku pasar keputusan investasi mereka. Menurut penulis, sudah saatnya bagi negara-negara terlepas dari kerjasama dengan IMF dan bangkit dengan memfokus pada kestabilan market confidence (kepercayaan pasar), dan pelaku ekonomi. Menurut pengalaman, masa transisi pascaprogram IMF sangat rawan. Kerawanan itu bukan hanya menyangkut masalah dana, tetapi juga menyangkut rasa kepercayaan pasar.

Peneliti Graham Bird dan Dane Rowland dalam survei yang mereka lakukan terhadap beberapa manajer investasi (fund manager), lembaga peringkat (rating agencies), dan CEO bank-bank (bankers), yang ditulis dalam paper berjudul *Do IMF Program Have a Catalytic Effect on Other International Capital Flows?* (Apakah Program IMF mempunyai efek yang katalis pada aliran modal

internasional?) dan diterbitkan oleh Oxford Development Studies pada tahun 2002, menyimpulkan bahwa para investor dalam beberapa hal memang memperhatikan peran IMF. Namun, mereka lebih memperhatikan kebijakan yang diambil oleh negara yang bersangkutan dan komitmen negara tersebut untuk melakukan reformasi.

Kesimpulan Bird dan Rowland tersebut didukung oleh studi lain yang menggunakan metode ekonometri utang. Hasil riset Mody dan Savaria (2003) menyimpulkan bahwa di negara-negara terkena krisis keuangan, keberadaan kerja sama dengan Dana Moneter Internasional (IMF) adalah salah satu kunci dari perilaku pasar keputusan investasi mereka. Semakin besar program yang dijalankan oleh sebuah negara akan meningkatkan kemungkinan minat investor terhadap penerbitan surat utang negara.

“Berangkat dari hasil riset yang telah dilakukan oleh beberapa kalangan terkait dengan program IMF, dan belajar dari pengalaman negara-negara krisis yang sudah mengakhiri program IMF, sudah saatnya bagi kita untuk menfokuskan perhatian pada konsekuensi dari berakhirnya kontrak IMF serta program-program strategis yang perlu diambil.”

Berangkat dari hasil riset yang telah dilakukan oleh beberapa kalangan terkait dengan program IMF, dan belajar dari pengalaman negara-negara krisis yang sudah mengakhiri program IMF, sudah saatnya bagi kita untuk menfokuskan perhatian pada konsekuensi dari berakhirnya kontrak IMF serta program-program strategis yang perlu diambil.

Kepercayaan Pasar Dijaga

Hal yang cukup penting untuk diperhatikan dalam masa pascaprogram kerja sama IMF adalah bagaimana mempertahankan kepercayaan pasar (*market confidence*) dan pelaku ekonomi. Membangun dan mempertahankan kepercayaan pelaku ekonomi merupakan pekerjaan besar yang harus dilakukan pemerintah, khususnya pada masa transisi ini. Seperti yang disampaikan oleh mantan Menteri Keuangan, Boediono, dalam pembukaan rapat koordinasi pembangunan tingkat pusat (2003) bahwa masa transisi pascaprogram IMF sangat rawan. Kerawanan itu bukan hanya menyangkut masalah dana, tetapi juga menyangkut rasa kepercayaan pasar.

Memupuk Cadangan Devisa yang Cukup

Membaiknya beberapa indikator ekonomi makro Indonesia, seperti apresiasi nilai tukar, penurunan suku bunga dan inflasi, serta penguatan cadangan devisa sekitar 34 miliar dollar AS), tidak terlepas dari meningkatnya kepercayaan pasar terhadap kebijakan fiskal maupun moneter yang telah ditempuh.

Para pelaku pada dasarnya akan memberikan tanggapan yang positif terhadap kebijakan yang kredibel dan konsisten. Pasar juga melihat kesediaan pemerintah untuk melakukan reformasi. Kredibilitas suatu kebijakan ditentukan oleh bagaimana pemerintah dapat menetapkan dan melaksanakan kebijakan. Penetapan target yang terlalu optimistis, misalnya dikhawatirkan dapat menghancurkan kredibilitas dari kebijakan itu sendiri bila target yang ditetapkan pada akhirnya tidak tercapai.

Pemerintah sebaiknya menetapkan target yang rasional dengan mempertimbangkan berbagai faktor dan saran dari berbagai pihak. Kebijakan yang konsisten dan kredibel, misalnya keputusan yang tidak berubah-ubah setiap saat, merupakan salah satu hal penting dalam meningkatkan kepercayaan para pelaku.

Pernah dimuat di Kompas, 24 Juni 2003

BELAJAR DARI KOREA DAN THAILAND KELUAR DARI IMF

Pengantar :

“Krisis 1998 seolah tidak memiliki ujung penyelesaian yang jelas. Setelah lebih dari 10 tahun terkadang orang masih melihat ke belakang terhadap kejadian tersebut. Krisis yang menyebabkan kejatuhan rezim yang berkuasa saat itu, mantan Presiden Soeharto, disinyalir dipercepat dengan penandatanganan nota kesepahaman antara Pemerintah dan IMF. IMF dituding sering memberikan resep yang salah terhadap pemulihan ekonomi Indonesia. Atas desakan masyarakat dan pembelajaran pemerintah, maka Pemerintah menyiapkan strategi-strategi yang matang untuk persiapan keluar dari kerjasama dengan IMF. Mekanisme pengawasan domestik diperlukan untuk menggantikan peran pengawasan asing. Tentunya ini memberikan tantangan sekaligus keuntungan apabila kita mampu melaksanakan prinsip financial prudence. Kita juga perlu melihat keberhasilan Pemerintah Korea Selatan dan Thailand dalam mengatasi masalah krisis dan keluar dari kerjasama IMF”

Beberapa negara telah keluar dari program pemulihan krisis IMF. Dalam rangka mempersiapkan langkah-langkah konkrit dalam rangka *exit* dari program IMF, kita dapat belajar dari pengalaman negara-negara krisis yang telah sukses, seperti Korea Selatan dan Thailand.

Berdasarkan pengalaman, setelah mengakhiri kontrak kerja sama dengan IMF, negara-negara krisis tersebut selanjutnya memasuki tahap post-program monitoring (PPM). Makna dari tahap ini adalah mengangsur sisa pinjaman (*outstanding*) IMF sampai dengan batas kuota 100 persen, tanpa adanya pencairan pinjaman (*purchases*) baru.

Dalam masa PPM, diadakan diskusi antara staf IMF dan pengambil kebijakan mengenai perkembangan kondisi ekonomi makro serta kebijakan yang diambil oleh negara bersangkutan. Selanjutnya hasil diskusi tersebut disampaikan kepada Direktur (*board of*) IMF. Diskusi tersebut merupakan mekanisme IMF untuk memastikan agar proses pemulihan ekonomi dapat berjalan dengan baik. Namun, yang lebih utama adalah mereka ingin memastikan bahwa negara yang bersangkutan dapat menyelesaikan pembayaran sisa pinjamannya ke IMF.

Pengalaman Korsel dan Thailand

Korea Selatan yang menandatangani kontrak tiga tahun dengan IMF pada Desember 1997 mampu mengakhiri kontrak tersebut sebelum batas waktu yang telah ditetapkan. Keberhasilan itu tidak terlepas dari usaha keras Pemerintah Korea Selatan dalam melakukan perbaikan di berbagai sektor. Perbaikan itu antara lain melaksanakan kebijakan makro-

ekonomi yang mendukung dan menciptakan nilai tukar mata uang won yang kompetitif, serta reformasi struktural. Selain itu, Pemerintah Korea Selatan juga berhasil meningkatkan orientasi dan kepercayaan pasar, yang merupakan hasil dari implementasi kebijakan ekonomi makro yang kuat, serta perbaikan dan peningkatan posisi cadangan devisa.

Hasil dari beberapa perbaikan yang terjadi perbaikan fundamental ekonomi makro Korea Selatan, yaitu pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) yang *sustainable*, tingkat inflasi yang cukup terkendali, serta meningkatnya cadangan devisa bruto dari 20 miliar dollar AS pada tahun 1997 (awal krisis, yang turun 14 miliar dollar AS dibandingkan tahun sebelumnya) menjadi 96 miliar dollar AS pada tahun 2000.

Demikian pula dengan Thailand. Meski tidak secepat Korea Selatan, negeri ini telah mengakhiri 34 bulan stand-by arrangement (SBA) dengan IMF pada bulan Juni 2000 dan post-monitoring program pada bulan Agustus 2002. Tingkat pertumbuhan PDB-nya tahun 2002 telah setara dengan pertumbuhan PDB sebelum krisis tahun 1997.

Faktor utama yang mendorong pertumbuhan PDB yang cukup baik antara lain adalah adanya kerangka kebijakan ekonomi makro yang suportif, termasuk di dalamnya adalah stimulus fiskal di tahun 2001-2002 dan kondisi eksternal yang cukup mendukung.

Kebijakan moneter yang akomodatif diambil dengan tetap menjaga agar tidak terjadi gejolak inflasi yang berlebihan. Hal tersebut antara lain dilakukan dengan menetapkan kisaran target inflasi. Selanjutnya, penambahan cadangan devisa dan pembayaran sebagian besar utang luar negeri, khususnya

utang jangka pendek, telah menurunkan ketidakpastian eksternal. Perbaikan sektor eksternal ditunjukkan antara lain dengan berkurangnya arus modal keluar (*capital outflow*), serta surplus transaksi berjalan.

Sentimen pasar yang positif juga terbukti menguat. Hal ini ditunjukkan dengan adanya keuntungan di bursa saham, rendahnya bond yield, serta meningkatnya kepercayaan konsumen.

Langkah-langkah yang perlu diambil Indonesia pasca-IMF

Dua contoh konkret di atas memberikan pelajaran kepada kita bahwa kebijakan ekonomi makro yang kredibel dan konsisten merupakan salah satu faktor penting bagi peningkatan kepercayaan pasar. Aspek utama dari kebijakan yang kredibel adalah kebijakan yang diambil harus

transparan, koheren dalam pelaksanaan programnya, serta konsisten (tidak berubah setiap saat). Selanjutnya, untuk mendukung terciptanya kebijakan yang kredibel, pemerintah perlu melakukan penetapan target, reformasi struktural, pengawasan, dan penegakan disiplin.

Dua hal yang perlu diperhatikan pemerintah dalam penetapan target adalah pengendalian target yang telah ditentukan dan penetapan kerangka waktu yang jelas,

“... pengawasan di dalam negeri hendaknya perlu lebih ditekankan mengingat pengawasan dalam negeri yang komprehensif dapat diartikan sebagai berkurangnya pengawasan luar negeri”

misalnya meliputi target jangka pendek, menengah, atau jangka panjang.

Dalam kerangka *exit strategy*, Pemerintah Indonesia dan Bank Indonesia pada tahun 2004 mempersiapkan program pascakerja sama dengan IMF, khususnya program spesifik yang menjadi perhatian pelaku ekonomi. Payung program itu telah ada, yakni Rencana Pembangunan Tahunan (Repeta). Secara garis besar, program tersebut meliputi;

Pertama, dalam kerangka ekonomi makro, program yang perlu ditetapkan antara lain meliputi pencapaian pertumbuhan ekonomi yang memadai, pengendalian laju inflasi, penurunan suku bunga, dan menciptakan surplus APBN, serta memupuk cadangan devisa.

Kedua, ketahanan dan reformasi sektor keuangan, meliputi penyehatan perbankan dan lembaga keuangan lainnya (asuransi, pasar modal, dana pensiun, dan lain-lain), pembentukan lembaga penjamin simpanan (LPS), pengawasan jasa keuangan (OJK), jaring pengaman keuangan (financial safety nets), dan lain-lain.

Ketiga, pemerintah perlu melakukan reformasi struktural untuk menghilangkan hambatan-hambatan bagi investasi dan ekspor, serta penciptaan lapangan pekerjaan yang meliputi aspek legal, peraturan, perubahan institusional menyangkut kepentingan sektoral, seperti perpajakan, penyelundupan, ketenagakerjaan, keamanan, otonomi daerah, dan lain-lain.

Langkah selanjutnya yang harus dilakukan adalah menciptakan sistem pengawasan kinerja yang kredibel. Pengawasan dapat dilakukan secara institusi dalam negeri maupun luar negeri. Namun, pengawasan di dalam negeri

hendaknya perlu lebih ditekankan mengingat pengawasan dalam negeri yang komprehensif dapat diartikan sebagai berkurangnya pengawasan luar negeri. Pengawasan di dalam negeri dilakukan oleh DPR, BPK, maupun institusi privat (pasar) dan publik, seperti LSM dan media massa.

Pihak luar negeri bisa dilakukan antara lain oleh lembaga donor, seperti CGI maupun multilateral, serta pasar internasional. Di samping adanya pengawasan, pemerintah sendiri harus menetapkan regulasi dan aturan main demi terciptanya penegakan disiplin. Demi tercapainya penegakan disiplin, pemerintah seharusnya membuat daftar tanggung jawab tiap institusi yang terkait secara jelas, mengulas kebijakan yang telah diambil, terutama yang terkait dengan kegagalan pencapaian target yang telah ditetapkan, memperbaiki rencana kerja, berkonsultasi mengenai hasil-hasil kegiatannya, baik dengan DPR maupun lembaga donor dan multilateral, serta secara inter-intern mendiskusikan dan merumuskan langkah selanjutnya yang perlu diambil.

Dengan agenda kegiatan yang terstruktur dengan baik, setidaknya kita akan lebih optimistis dalam menghadapi masa-masa pascaprogram IMF, yang diperkirakan oleh banyak kalangan sebagai masa-masa yang berat bagi bangsa Indonesia.

Tahun 2004 adalah tahun yang penuh dengan tantangan sekaligus potensi ketidakpastian, karena meliputi pelaksanaan program pemulihan pascakerja sama dengan IMF, pelaksanaan pemilu yang lebih demokratis, dan penjagaan keutuhan Negara Kesatuan Republik Indonesia. Kewaspadaan pemerintah dalam memilih opsi yang akan diambil harus dilakukan, namun yang terpenting adalah

merencanakan program-program yang menjadi perhatian pelaku ekonomi. Hal ini merupakan sesuatu yang bersifat mutlak untuk dikaji. Pemerintah dan Bank Indonesia tidak dapat bekerja sendiri tanpa partisipasi masyarakat karena pada akhirnya pemulihan ekonomi merupakan buah karya masyarakat.
