



DEMUTUALISASI BURSA EFEK INDONESIA

DR. Irwan Adi Ekaputra¹

Wacana tentang demutualisasi bursa efek di Indonesia telah bergulir beberapa lama. Dalam rangka demutualisasi, Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya telah terlebih dahulu melakukan merger menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI). Demutualisasi pada intinya adalah pemisahan antara keanggotaan dan kepemilikan suatu bursa efek. Struktur kepemilikan bursa berubah dari struktur kepemilikan yang terbatas pada anggota bursa, menjadi struktur kepemilikan yang lebih luas. Proses demutualisasi akan diikuti perubahan orientasi organisasi dari orientasi nir-laba (*non-profit*) menjadi berorientasi laba.

Mengapa demutualisasi perlu dilakukan? Perkembangan pasar modal dunia telah memungkinkan tumbuhnya *transnational corporations* yang tidak lagi memiliki identitas negara asal melalui mekanisme merger dan akuisisi. Dengan globalisasi pasar uang dan pasar modal, yang diikuti pula dengan meningkatnya kepiawaian para pemodal, membuat persaingan antar-bursa efek dunia menjadi semakin ketat. Kebutuhan untuk turut berperan pada kompetisi global, dan untuk menyesuaikan diri dengan berbagai inovasi di bidang teknologi informasi, memacu pelaksanaan demutualisasi di sejumlah bursa efek termasuk di Indonesia.

Salah satu negara di Asia yang telah menerapkan demutualisasi bursa adalah Hong Kong. Demutualisasi di Hong Kong diawali dengan penggabungan dua Bursa Efek: The Stock Exchange of Hong Kong dan Hong Kong Futures Exchange Limited, serta tiga perusahaan kliring: H.K. Securities Clearing Company Limited, H.K. Clearing Corporation Limited, dan SEHK Options Clearing House Limited, pada bulan Maret 2000.

¹ Staf Pengajar FEUI, tulisan ini pernah dimuat di Majalah USAHAWAN LMFEUI

Menurut Fok (2002) ada beberapa faktor yang menyebabkan penggabungan dan demutualisasi bursa di Hong Kong: evolusi global, kecenderungan integrasi, persaingan perdagangan, kemajuan teknologi, pasar yang semakin terbuka, kelemahan bursa berlandaskan keanggotaan, struktur pasar yang terfragmentasi, dan perubahan teknologi. Selanjutnya Hughes (2002) menyatakan bahwa demutualisasi dapat meningkatkan transparansi informasi dan sekaligus kualitas tata kelola bursa sebagai suatu badan usaha. Demutualisasi juga memungkinkan bursa untuk meningkatkan partisipasi pemodal.

Serupa dengan Hongkong, demutualisasi New York Stock Exchange (NYSE) membuat NYSE menjadi organisasi yang bermotif mencari keuntungan. Selain dari *fee* transaksi, NYSE memperoleh keuntungan dari menyewakan *trading seat* kepada siapapun yang berminat menjadi perantara perdagangan di sana. Selain itu, sejak melakukan demutualisasi, NYSE secara agresif berupaya mengakuisisi bursa lain di berbagai wilayah (Lucchetti, 2005).

Hughes (2002) mengemukakan bahwa proses demutualisasi umumnya diawali dengan konversi hak keanggotaan menjadi saham, yang kemudian dapat diikuti dengan proses penawaran umum atas saham-saham tersebut. Pada Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi, hak suara para pemegang saham berbanding secara proporsional dengan jumlah saham yang dimiliki atau *one share, one vote*. Pada bursa yang telah melakukan demutualisasi, hak kepemilikan terpisah dari hak untuk berdagang. Sementara itu, pada bursa yang masih berbentuk *mutual organization*, hak kepemilikan berbanding lurus dengan hak keanggotaan atau *one member, one vote*. Namun demikian, proses pengambilan keputusan biasanya diwakilkan kepada komite-komite yang terdiri dari perwakilan anggota bursa, sehingga hak suara para anggota sebenarnya terpisah dari hak kepemilikan mereka. Pada bursa yang belum melakukan demutualisasi, hak kepemilikan atas bursa tidak dapat diperjualbelikan, bahkan pada saat anggota menghentikan keanggotaannya, hak kepemilikan menjadi batal dengan sendirinya.

Menurut Karmel (2002), ketika bursa memutuskan untuk mengubah orientasinya menjadi *for-profit motive*, perubahan tersebut akan mendorong terciptanya tata kelola perusahaan yang lebih kondusif, sehingga memudahkan bursa untuk melakukan penggalangan dana segar. Selain itu, demutualisasi akan mengurangi benturan kepentingan, merupakan katalisator dalam pencapaian strategi bisnis baru, dan membantu anggota bursa untuk mengambil keuntungan dari saham yang dimilikinya. Pihak eksternal lebih menyukai bursa yang telah melakukan demutualisasi sebagai mitra aliansi strategis. Shaw (2002) menambahkan bahwa demutualisasi, cepat atau lambat akan menuntut perubahan pola pikir dari manajemen bursa, yang harus mengedepankan optimalisasi nilai saham dan berfokus pada kepentingan pelanggan.

Pada umumnya bursa yang menjalankan proses demutualisasi tidak lagi menjadi *membership organization* dan tidak lagi berpredikat sebagai *self regulatory organization* (SRO). Walaupun demikian, bursa dapat memperoleh beberapa keuntungan melalui langkah demutualisasi, antara lain:

1. Bermotif mencari laba (*profit motive*) sehingga diharapkan mendorong *corporate governance* yang lebih baik, dan menciptakan manajemen bursa yang semakin profesional dan kompetitif.
2. Kepemilikan saham tidak terbatas pada anggota, dan memungkinkan terjadinya pengalihan saham secara bebas jika dicatatkan di bursa efek.
3. Ada pemisahan yang jelas antara pemilik, pengambil keputusan, dan pelaku pasar.
4. Penambahan modal dapat dilakukan melalui berbagai sumber.
5. Dapat bertumbuh secara anorganik melalui merger dan akuisisi.

Seperti beberapa bursa di luar negeri, sebaiknya demutualisasi Bursa Efek Indonesia dan lembaga penunjang lainnya seperti Kustodian Sentral Indonesia (KSEI) dan Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dapat segera dilaksanakan. Beberapa faktor yang mendorong demutualisasi antara lain: kebutuhan dana pengembangan, peningkatan *Good Corporate Governance*, pengembangan

produk, pengembangan infrastruktur, peningkatan nilai saham, dan pengembangan pasar modal yang berkelanjutan.

Terdapat empat model demutualisasi bursa efek dan lembaga penunjang yang dapat diterapkan dalam pelaksanaan demutualisasi: (1) *direct demutualization*, (2) *investment holding company*, (3) *operating holding company non SRO (Self Regulatory Organization)*, dan (4) *operating holding company SRO*.

Model *direct demutualization* merupakan demutualisasi masing-masing lembaga secara terpisah. Akibatnya kepemilikan bursa dan lembaga penunjang tidak sama, sehingga memungkinkan fungsi dari masing-masing lembaga yang tidak terintegrasi karena perbedaan kepentingan. Model *investment holding company* adalah demutualisasi dimana pemegang saham bursa efek dan lembaga penunjang bersama-sama mendirikan perusahaan induk yang hanya berfungsi sebagai pemegang saham mayoritas. Perusahaan induk hanya melakukan kegiatan investasi dan menetapkan kebijakan umum. Pada model *operating holding company non-SRO*, perusahaan induk akan melakukan kegiatan yang mendukung kegiatan perusahaan anak yaitu kegiatan investasi dan kegiatan jasa pendukung bagi perusahaan anak, namun perusahaan induk tidak melakukan kegiatan sebagai SRO. Model *operating holding company SRO*, perusahaan induk menjalankan kegiatan yang mendukung perusahaan anak dan sekaligus melakukan kegiatan sebagai SRO.

Pemilihan alternatif model demutualisasi dapat diidentifikasi dari kajian dan model demutualisasi lembaga bursa efek negara lain. Beberapa aspek yang perlu diperhatikan antara lain: aspek kepemilikan, aspek tata kelola, aspek bisnis dan operasional, aspek sumber pendapatan, aspek sumber daya manusia, dan aspek teknologi informasi. Berdasarkan kajian BAPEPAM tahun 2003, dari empat model demutualisasi, model *Operating Holding Company Non-SRO* dinilai optimal untuk diterapkan di Pasar Modal Indonesia.

Berdasarkan aspek kepemilikan, model demutualisasi *Operating Holding Company Non SRO* memiliki nilai lebih berupa pendapatan perusahaan anak yang dapat dikonsolidasi di perusahaan induk. Tidak ada konflik kepentingan pada

level perusahaan anak, karena kepemilikannya terpusat di perusahaan induk. Pemegang saham perusahaan induk tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan pasar modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas. Tantangan yang mungkin dihadapi adalah resistensi dari pemegang saham lama. Hak eksklusif anggota yang dimiliki selama ini akan hilang dan kemungkinan terjadi perbedaan persepsi tentang nilai konversi keanggotaan menjadi saham. Selain itu, terdapat potensi pengendalian perusahaan induk oleh pihak yang tidak berkomitmen pada pengembangan pasar modal, dan eksploitasi perusahaan anak oleh pemegang saham perusahaan induk

Berdasarkan aspek tata kelola, pada model *Operating Holding Company Non SRO*, perusahaan induk melakukan koordinasi kebijakan setiap perusahaan anak. Meskipun dengan struktur pendukung yang terpusat, terdapat potensi penurunan tingkat pelayanan dan penyelesaian masalah yang dihadapi perusahaan anak, jika perusahaan induk didominasi oleh pihak yang tidak memiliki komitmen pada pengembangan pasar modal, atau terjadi eksploitasi perusahaan anak oleh pemegang saham perusahaan induk.

Berdasarkan aspek operasional dan bisnis, *Operating Holding Company Non SRO* memiliki efisiensi lebih baik karena seluruh kegiatan pendukung yang sebelumnya dimiliki dan dikerjakan oleh masing-masing perusahaan anak akan dikerjakan oleh perusahaan induk. Kebijakan investasi pada perusahaan anak oleh perusahaan induk mengacu pada motif mencari laba, sehingga pelaksanaan investasi dan operasional pada tingkat perusahaan anak akan lebih efisien. Setiap pengembangan usaha yang akan dilakukan oleh perusahaan anak akan lebih mudah dikoordinasikan dengan perusahaan anak lainnya. Selain itu, biaya melakukan demutualisasi baik melalui *private placement* atau IPO akan lebih murah karena semua dilakukan pada level perusahaan induk. Namun demikian, proses demutualisasi relatif lama, karena harus melakukan restrukturisasi perusahaan anak dan membentuk perusahaan induk.

Berdasarkan aspek sumber pendapatan, pada model *Operating Holding Company Non SRO* perusahaan induk relatif fleksibel dalam melakukan

diversifikasi investasi karena perusahaan induk tidak bertindak sebagai SRO. Perusahaan induk akan lebih responsif terhadap perolehan pendapatan baru karena perusahaan induk berkepentingan langsung terhadap pendanaan atas kegiatan-kegiatan yang dijalankan oleh perusahaan induk dan perusahaan anak.

Berdasarkan aspek sumber daya manusia (SDM), model *demutualisasi Operating Holding Company Non SRO* memiliki peningkatan efisiensi pengelolaan SDM oleh perusahaan induk karena seluruh kegiatan administrasi, rekrutmen, renumerasi, alokasi, dan pengembangan SDM dapat dilakukan secara terpadu. Karena ada proses seleksi yang ketat terhadap SDM, diharapkan menghasilkan SDM berkualitas yang menunjang kegiatan pengembangan pasar modal di Indonesia. Potensi pengembangan karir SDM lebih terbuka mengingat SDM terpusat pada perusahaan induk sehingga memudahkan penempatan SDM yang sesuai. Namun demikian, kebijakan dan peraturan SDM yang seragam ditetapkan oleh perusahaan induk bisa mengurangi motivasi bagi SDM yang berpotensi tinggi.

Berdasarkan aspek teknologi informasi (TI), model *Operating Holding Company Non SRO* memiliki integrasi teknologi informasi yang menunjang kegiatan usaha perusahaan induk dan perusahaan anak. Hal tersebut dimungkinkan karena utilisasi bersama sumber daya teknologi informasi (*hardware, software, jaringan dan sumber daya manusia*) yang optimal baik antar perusahaan anak maupun dengan perusahaan induk. Selain itu diharapkan terjadi efisiensi dalam investasi, pemeliharaan dan pengembangan teknologi informasi.

Akan tetapi dalam era lembaga bursa moderen yang sangat tergantung pada teknologi informasi, kebijakan teknologi informasi yang ditetapkan oleh perusahaan induk belum tentu mengakomodasi semua kebutuhan perusahaan anak. Mungkin terjadi arah pengembangan teknologi informasi yang tidak sinkron sehingga mengancam pelayanan dan daya saing bursa.

Demutualisasi dapat menjadi sarana untuk memfasilitasi perubahan-perubahan yang harus dijalani oleh suatu bursa, terutama dalam menghadapi

persaingan global dan meningkatkan kepercayaan pemodal. Namun perlu diingat bahwa demutualisasi dapat berjalan sukses, jika para pemegang saham dan pemangku kepentingan lain pasca demutualisasi memiliki komitmen untuk secara konsisten memajukan pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Fok, L. 2002. "Hong Kong Exchange and Clearing Limited-Demutualization, Merger and Listing: The Hong Kong Exchanges' Experience". In *Demutualization of Stock Exchange: problems, solutions, and case studies*. Edited by Shamshad Akhtar. Manila: ADB.
- Hughes, P.S. 2002. "Regulatory of a Demutualized Exchange (Canada)". In *Demutualization of Stock Exchange: problems, solutions, and case studies*. Edited by Shamshad Akhtar. Manila: ADB.
- _____. 2002. "Background Information on Demutualization". In *Demutualization of Stock Exchange: problems, solutions, and case studies*. Edited by Shamshad Akhtar. Manila: ADB.
- Karmel, S. R. 2002. " Motivations, Mechanics and Models for Exchange Demutualizations in The United States". In *Demutualization of Stock Exchange: problems, solutions, and case studies*. Edited by Shamshad Akhtar. Manila: ADB.
- Lucchetti, A. 2005. "NYSE sets minimum bid for license near \$50,000". *Wall Street Journal*.
- Shaw, A. 2002. "Singapore Stock Exchange- Demutualization and Listing of The Singapore Exchange Limited". In *Demutualization of Stock Exchange: problems, solutions, and case studies*. Edited by Shamshad Akhtar. Manila: ADB.