

Bab I Sasaran Pengembangan

Visi Pasar Modal Indonesia sebagaimana dikemukakan dalam Cetak Biru Pasar Modal Indonesia (*Blue Print*) Tahun 2000-2004 adalah “Mewujudkan Pasar Modal Indonesia sebagai penggerak ekonomi nasional yang tangguh dan berdaya saing global”. Visi ini menggambarkan cita-cita setiap pihak yang terkait dengan Pasar Modal tentang kondisi Pasar Modal Indonesia yang diinginkan pada masa yang akan datang. Adapun kondisi utama yang hendak dicapai, yakni :

1. Menjadikan Pasar Modal Indonesia sebagai Pasar Modal yang tangguh sehingga mampu berperan sebagai penggerak perekonomian nasional;
2. Mengupayakan agar Pasar Modal Indonesia dapat bersaing secara global.

Menindaklanjuti visi di atas, misi Pasar Modal Indonesia untuk lima tahun mendatang sebagaimana dikemukakan dalam Cetak Biru Pasar Modal Indonesia (*Blue Print*) Tahun 2000-2004 adalah sebagai berikut :

1. Meningkatkan komitmen dalam pengembangan Pasar Modal Indonesia;
2. Meningkatkan akses Usaha Kecil Menengah (UKM) dan Koperasi ke dalam Pasar Modal;
3. Mendukung Pemerintah Daerah untuk memperoleh pembiayaan melalui Pasar Modal;
4. Meningkatkan partisipasi Pemodal Domestik;
5. Meningkatkan sarana dan prasarana Pasar Modal Indonesia menghadapi persaingan global.

Mengacu kepada kondisi Pasar Modal Indonesia selama beberapa tahun terakhir ini, maka kegiatan pengembangan Pasar Modal Indonesia untuk lima tahun mendatang akan difokuskan pada pengembangan infrastruktur dan Pelaku Pasar. Hal ini dimaksudkan agar Pasar Modal Indonesia memiliki daya dorong untuk menjadi penggerak perekonomian nasional yang tangguh serta berdaya saing global. Selanjutnya ruang lingkup yang difokuskan dalam pengkajian ini adalah pengembangan infrastruktur Pasar Modal.

Untuk melaksanakan misi sebagaimana dimaksud di atas dan dengan memperhatikan berbagai perubahan yang terjadi akhir-akhir ini, yang mengakibatkan persaingan bertambah ketat selama satu dekade terakhir, diperlukan pendefinisian sasaran pengembangan yang dapat menjawab tantangan tersebut.

Dalam menyusun pendefinisian sasaran pengembangan unsur-unsur yang dipertimbangkan antara lain transparansi, likuiditas dan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*).

Berdasarkan pertimbangan di atas, maka dalam 5 (lima) tahun mendatang sasaran pengembangan Pasar Modal Indonesia adalah sebagai berikut:

- 1) Restrukturisasi Bursa Efek (Bursa), Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP) dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) di Indonesia untuk meningkatkan efisiensi serta daya saing Pasar Modal Indonesia, dan memastikan Bursa, LKP dan LPP siap menghadapi perubahan pasar yang dinamis, dengan mengembangkan lembaganya masing masing secara terpadu dengan membentuk struktur bisnis yang fleksibel serta berorientasi mengembangkan kegiatan komersial dari masing masing lembaga tersebut;
- 2) Memastikan adanya peraturan yang lebih aspiratif dan fasilitatif serta terlaksananya konsistensi dalam penegakan peraturan, yang meliputi:
 - a) peraturan yang mendahulukan kepentingan pasar dalam berbagai kegiatan di Pasar Modal;
 - b) peraturan-peraturan yang diterbitkan konsisten dan bersinergi untuk semua lembaga dan para pelaku pasar yang melakukan kegiatan di Pasar Modal;
 - c) penegakan peraturan berjalan dengan baik sesuai dengan kebutuhan serta perkembangan Pasar Modal yang menuju kepada pembentukan Pasar Modal yang modern.
- 3) Memastikan lembaga dan pelaku Pasar Modal yang ada memiliki stabilitas keuangan yang baik untuk menghadapi globalisasi.
- 4) Memastikan fungsi "*self – regulatory*" berjalan secara konsisten sehingga tercipta kondisi pasar yang teratur, wajar, dan efisien;
- 5) Harmonisasi pelaksanaan fungsi dan tanggung jawab Bapepam dan SRO;
- 6) Pemanfaatan infrastruktur perdagangan, kliring serta penyelesaian transaksi Efek secara optimal sehingga siap untuk melaksanakan kegiatan perdagangan, kliring serta penyelesaian transaksi Efek lintas batas;
- 7) Peningkatan kesiapan lembaga Pasar Modal Indonesia untuk mengembangkan aliansi strategis dalam rangka menghadapi tantangan globalisasi;

- 8) Peningkatan partisipasi pemodal domestik dan pemodal internasional dengan mengupayakan:
 - a) Peningkatan kepatuhan Emiten dalam menjalankan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*);
 - b) Peningkatan persyaratan prosentase atas Efek Emiten yang harus ditawarkan kepada publik (jika mungkin 100%);
 - c) Pasar yang teratur, wajar, dan efisien;
 - d) Pasar yang inovatif yang memungkinkan pengembangan produk yang berbasis teknologi terkini;
 - e) Perluasan pasar ke daerah-daerah yang potensial.
- 9) Pengembangan sistem teknologi informasi yang secara efektif dan efisien dapat mendukung kegiatan Pasar Modal Indonesia sehingga dapat meningkatkan daya saing global.

Bab II Demutualisasi Lembaga Bursa Efek

A. Pengertian Demutualisasi

Demutualisasi adalah proses perubahan struktur kepemilikan organisasi dari struktur kepemilikan yang terbatas pada anggota menjadi struktur kepemilikan yang lebih luas. Proses demutualisasi akan diikuti perubahan orientasi organisasi dari orientasi non-profit menjadi berorientasi profit.

Organisasi yang telah menjalani proses demutualisasi akan memiliki karakteristik sebagai berikut:

1. bermotif mencari keuntungan (*for-profit motive*);
2. Kepemilikan saham tidak terbatas pada anggota;
3. Memungkinkan terjadinya pengalihan saham secara bebas (*freely transferable*), setelah saham dicatatkan di Bursa Efek;
4. Ada pemisahan yang jelas antara pemilik, pengambil keputusan dan pelaku pasar;
5. Penambahan modal dapat dilakukan melalui berbagai sumber.

Sebagai perbandingan, organisasi yang belum melaksanakan demutualisasi memiliki karakteristik sebagai berikut:

1. bermotif tidak mencari keuntungan (*not-for profit motive*);
2. kepemilikan dibatasi pada anggota saja;
3. pengalihan kepemilikan saham masih terbatas;
4. pengelolaan organisasi dilaksanakan secara bersama-sama, atau dengan kata lain tidak ada pemisahan yang jelas antarpemilik, pengambil keputusan dan pelaku pasar;
5. ada keterbatasan jika ingin melakukan penambahan modal dari investor yang bukan anggota;

B. Latar Belakang Demutualisasi

Alasan utama yang melandasi pelaksanaan demutualisasi di sejumlah Bursa Efek adalah kebutuhan untuk turut berperan pada kompetisi global, selain sebagai upaya untuk menyesuaikan diri dengan berbagai inovasi di bidang teknologi informasi yang melanda industri pasar modal. Diharapkan dengan dukungan infrastruktur yang berdaya saing global, Lembaga Bursa Efek dapat mengembangkan pelayanan dan jenis produk yang menarik pemodal sehingga pada akhirnya akan meningkatkan likuiditas.

Selain itu pada masa persaingan global seperti sekarang ini, pengelolaan Lembaga Bursa Efek harus mampu mengupayakan terciptanya dua kapabilitas yaitu tingkat pertumbuhan serta daya saing yang berkesinambungan. Untuk itu, perlu dilakukan berbagai perubahan yang berkaitan dengan struktur kepemilikan, orientasi maupun pengelolaan Lembaga Bursa Efek. Beberapa Bursa Efek terkemuka di dunia termasuk beberapa bursa di Asia seperti Hongkong dan Singapura telah melakukan perubahan tersebut melalui proses demutualisasi, yang kemudian pola tersebut mulai diikuti oleh bursa-bursa di negara berkembang. Hal ini disebabkan karena struktur dan karakter Lembaga Bursa Efek yang telah di-demutualisasi akan relatif lebih kondusif untuk mewujudkan kondisi-kondisi yang diperlukan oleh Lembaga Bursa Efek dalam mengupayakan tingkat pertumbuhan serta daya saing yang tinggi.

I. Pendapat Pakar Pasar Modal Mengenai Demutualisasi

Beberapa pakar dan praktisi Pasar Modal dalam kajian-kajiannya mengenai demutualisasi mengemukakan adanya faktor-faktor penting yang melatarbelakangi dilakukannya demutualisasi.

Berikut pendapat pakar-pakar yang disarikan dari hasil konperensi APEC yang dipresentasikan pada *APEC Financial Regulators Training Initiative*, yang bertajuk "*Regional Seminar-Demutualization of Exchanges*". Konperensi tersebut berlangsung pada tanggal 13-14 Agustus 2001, di kantor pusat ADB di Manila, Filipina.

Adapun nama para pakar serta kertas kerjanya yang disarikan disini adalah: 1. Lawrence Fok : "*Demutualization, Merger and Listing*" ,2. Pamela S. Hughes: "*Exchange Demutualization*", 3. Roberta S. Karmel: "*Motivations, Mechanics and Models For Exchange Demutualizations in the United States*", 4. Alan Shaw: "*Demutualization and Listing of the Singapore Exchange Limited*"

1. Lawrence Fok (Deputy Chief Operating Officer Hong Kong Exchanges and Clearing Limited)

Dengan mengambil pembentukan Hong Kong Exchanges (HKEx) sebagai studi kasus, Lawrence Fok memberi ilustrasi bahwa proses demutualisasi bisa saja merupakan suatu proses yang tak dapat dihindarkan dalam perjalanan berkembangnya suatu Bursa Efek.

Pada bulan Juli 1999, pemerintah Hong Kong mengusulkan diadakannya perubahan atas struktur perekonomian yang berorientasi kepada pasar. Termasuk dalam usulan tersebut adalah perubahan-perubahan fundamental pada industri Pasar Modal melalui demutualisasi, yang didahului dengan digabungkannya kedua Bursa Efek (The Stock Exchange of Hong Kong dan Hong Kong Futures Exchange Limited) serta ketiga perusahaan kliring yang pada waktu itu dimiliki oleh Hong Kong (H.K. Securities Clearing Company Limited, H.K. Clearing Corporation Limited dan SEHK Options Clearing House Limited). Pemerintah Hong Kong mengusulkan dibentuknya Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx) dari hasil penggabungan badan-badan usaha tersebut. Rencana penggabungan serta demutualisasi badan-badan usaha tersebut mendapatkan persetujuan dari para pelaku pasar pada bulan September 1999, sedangkan demutualisasi berhasil direalisasikan pada bulan Maret tahun 2000.

Menurut Lawrence Fok, penggabungan serta demutualisasi industri Pasar Modal di Hong Kong merupakan langkah yang dianggap perlu dan penting, dikarenakan sejumlah faktor. Faktor-faktor tersebut dapat disimpulkan sebagai berikut:

Pertama, evolusi global. Bursa-bursa Efek diseluruh dunia selama ini terus menerus dihadapkan kepada berbagai tantangan baru yang berkembang dengan pesat, yang harus dicarikan solusi untuk menghadapinya. Tantangan-tantangan tersebut antara lain dirasakan datang dari *independent trading systems* yang dengan mudah melakukan *by-pass* atas kegiatan-kegiatan Bursa Efek tradisional. Kemajuan pesat di bidang teknologi informasi juga telah mempermudah mengalirnya dana dan sumber daya lainnya dari satu negara ke negara yang lain. Dalam kondisi seperti ini, aliran dana investasi dan aktivitas perdagangan dengan cepat akan beralih ke pasar-pasar yang menawarkan transparansi dan likuiditas tinggi, biaya transaksi yang rendah, diversifikasi produk, aturan main yang jelas, serta pelayanan dan infrastruktur yang bermutu tinggi.

Kedua, kecenderungan integrasi. Adanya kecenderungan diantara bursa-bursa di seluruh dunia untuk melakukan pembenahan-pembenahan atas strategi dan operasional rutin mereka, dalam rangka meningkatkan pelayanan, memperkuat posisi mereka di peta persaingan dan mengoptimalkan kinerja mereka. Kecenderungan ini terlihat dari cepatnya sejumlah Bursa Efek dunia dalam melakukan integrasi vertikal (yaitu menggabungkan fungsi-fungsi perdagangan, kliring dan penyelesaian menjadi

satu mata rantai transaksi) dan integrasi horisontal (yaitu menggabungkan produk-produk ekuitas dan derivatif kedalam satu organisasi) serta melakukan aliansi dengan Bursa Efek lainnya.

Ketiga, persaingan perdagangan. Dengan berkembangnya pasar uang dan pasar modal menjadi lebih global, yang diikuti pula dengan meningkatnya tingkat kepiawaian para pemodal, persaingan diantara para Bursa Efek menjadi lebih ketat. Sebagai contoh: saham-saham yang di catatkan di Bursa Efek Hong Kong dengan mudah dapat diperdagangkan di London, New York dan tempat-tempat lainnya. Produk-produk pasar uang dan derivatif Pasar Modal bahkan lebih mudah lagi diperdagangkan lintas batas dan juga lintas zona waktu.

Keempat, kemajuan teknologi. Kemajuan teknologi telah mampu melahirkan sistem-sistem perdagangan diluar Bursa Efek, seperti *electronic communication networks* (ECNs), yang dengan cepat telah mampu merebut pangsa pasar secara signifikan dari Bursa Efek tradisional.

Kelima, pasar yang semakin terbuka. Untuk menarik peran serta para pelaku pasar internasional, pada umumnya pemerintah dan otoritas pasar modal di berbagai negara mulai menyadari pentingnya membuka pasar-pasar nasional. Karena dengan membuka pasar nasional kepada para pemodal internasional, standar kualitas pasar akan terdorong untuk ditingkatkan, yang berakibat pada meningkatnya daya saing serta efisiensi pasar. Kebijakan untuk membuka pasar nasional juga dapat menarik pemodal yang terdiversifikasi, dan pada saat yang bersamaan, memungkinkan terjadinya transfer pengetahuan dan kemampuan kepada para pelaku pasar nasional.

Keenam, kelemahan dari struktur organisasi bursa berlandaskan keanggotaan. Sebelum demutualisasi, kedua Bursa Efek di Hong Kong memiliki struktur organisasi yang berlandaskan keanggotaan, yang kemudian ternyata kurang lincah untuk dapat mengikuti tekanan persaingan global yang kompetitif. Selain itu, struktur organisasi seperti ini juga memiliki kelemahan, yaitu dengan adanya perangkapan atas kepemilikan dan keanggotaan. Perangkapan ini menyebabkan setiap program pengembangan bursa haruslah program-program yang akan mendatangkan manfaat atas kepentingan para Anggota Bursa, yang juga sekaligus pemilik. Hal ini dengan sendirinya menyebabkan terjadinya konflik kepentingan, karena apa yang menjadi kepentingan para Anggota Bursa belum tentu sama dengan apa yang diprioritaskan oleh kedua Bursa Efek yang menjadi operator industri Pasar Modal di Hong Kong. Khusus untuk Hong Kong yang hampir tidak ada sumber daya alam yang dapat dijadikan andalan perekonomian, kinerja dari sektor jasa keuangan dan pasar modal menjadi amat penting, bukan saja bagi para pelaku pasar, namun juga bagi kesejahteraan publik secara umum. Dengan demikian, apabila konflik kepentingan antara para pelaku pasar tidak segera dicarikan solusinya, akan besar sekali dampaknya bagi suatu perekonomian seperti Hong Kong.

Ketujuh, struktur pasar yang terfragmentasi. Pada masa sebelum penggabungan dan demutualisasi, kedua Bursa Efek di Hong Kong menjalankan 4 (empat) fungsi yang berbeda, yaitu fungsi operator pasar, fungsi keanggotaan, fungsi regulator dan juga sebagai suatu organisasi publik. Pada kenyataannya, dalam praktek sehari-hari, keempat fungsi ini seringkali berbenturan, sehingga harus terjadi kompromi dalam hal kinerja kedua Bursa Efek secara keseluruhan. Benturan fungsi ini selain menimbulkan tumpang tindih diantara fungsi kedua Bursa Efek, juga menyebabkan fragmentasi pasar, yang pada akhirnya menimbulkan inefisiensi. Fragmentasi pasar terjadi karena panjangnya jalur untuk menyelesaikan transaksi, serta melibatkan banyak prosedur dan pihak. Inefisiensi seperti ini dengan mudah dapat menaikkan tingkat risiko, terutama risiko sistemik.

Kedelapan, rasionalisasi teknologi. Penggabungan badan-badan usaha di industri pasar modal di Hong Kong melahirkan peluang untuk dilakukannya sinergi diantara badan-badan usaha yang digabungkan, termasuk diantaranya yang cukup penting adalah sinergi untuk menstandarisasi biaya pemeliharaan dan up-grading sistem teknologi informasi yang dipakai. Standarisasi tersebut juga dapat digunakan untuk mengintegrasikan sistem teknologi informasi, yang dengan sendirinya diharapkan dapat lebih meningkatkan lagi efisiensi.

Diakhir ulasannya, Lawrence Fok berpendapat bahwa reformasi struktur organisasi industri pasar modal di Hong Kong merupakan langkah yang tidak dapat dihindarkan lagi jika Hong Kong ingin meningkatkan kinerjanya sebagai penyedia jasa keuangan internasional dan memperkokoh posisinya di peta persaingan industri pasar modal dunia.

2. Pamela S. Hughes (Partner Blake, Cassels & Graydon LLP, Toronto, Canada)

Pamela S. Hughes menyampaikan ulasan yang senada dengan Lawrence Fok, yaitu demutualisasi merupakan langkah yang dapat dilakukan oleh bursa-bursa Efek sebagai persiapan menghadapi persaingan global. Pamela S. Hughes mengambil contoh proses reorganisasi Bursa Efek yang terjadi di Australia dan Canada. Menurut Pamela S. Hughes, demutualisasi merupakan solusi yang telah dipilih oleh sejumlah bursa-Bursa Efek dunia dalam kurun waktu 10 tahun terakhir ini, karena demutualisasi memungkinkan Bursa Efek bergerak dalam koridor for-profit orientation. Orientasi laba ini pada akhirnya akan memudahkan Bursa Efek untuk menggalang dana segar dari berbagai sumber, tidak terbatas pada anggotanya saja, seperti pada Bursa-bursa Efek tradisional yang struktur kepemilikannya masih berdasarkan pada keanggotaan.

Demutualisasi memungkinkan Bursa Efek untuk mengubah orientasi operasionalnya, dari non-profit menjadi profit-motive, karena demutualisasi pada hakikatnya adalah

proses pengalihan kepemilikan Bursa Efek dari semula berlandaskan pada kepemilikan terbatas pada anggota menjadi kepemilikan yang berlandaskan kepemilikan saham. Proses demutualisasi umumnya diawali dengan mengkonversikan 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 umumnya berbanding secara proporsional dengan jumlah saham yang melambangkan kepemilikan mereka atas Bursa Efek tersebut, atau yang umum dikenal dengan istilah *one share, one vote*. Sehingga, pada Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi, hak kepemilikan terpisah dari hak untuk berdagang. Sebagai perbandingan, pada Bursa Efek tradisional yang masih berbentuk mutual organization, hak kepemilikan berbanding lurus dengan hak keanggotaannya, atau yang umum disebut sebagai *one member, one vote*. Namun, 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 atas Bursa Efek tersebut. Selain itu, pada Bursa Efek yang masih belum melakukan demutualisasi, hak kepemilikan atas Bursa Efek tersebut tidak dapat diperjual-belikan, bahkan pada saat anggota menghentikan keanggotaannya, hak kepemilikan menjadi batal dengan sendirinya.

Selanjutnya Pamela S. Hughes memaparkan bahwa perkembangan teknologi *screen trading* sebenarnya turut menjadi pendorong demutualisasi Bursa Efek. Karena ketika *screen trading* sedikit demi sedikit mulai menggantikan fungsi lantai perdagangan, fungsi anggota bursa menjadi agak berkurang, apalagi jika pemodal dapat langsung melakukan transaksi tanpa perantaraan anggota bursa. Disinilah demutualisasi menjadi solusi, karena demutualisasi memberi peluang kepada anggota bursa untuk melepaskan hak keanggotaannya dalam bentuk saham kepemilikan.

Menurut Pamela S. Hughes, ada beberapa alasan lain mengapa Bursa Efek melakukan demutualisasi, yaitu:

Pertama, demutualisasi dapat meningkatkan transparansi informasi dan sekaligus kualitas tata kelola Bursa Efek tersebut sebagai suatu badan usaha. Hal ini dimungkinkan karena idealnya, proses demutualisasi menghasilkan suatu badan usaha yang lebih berorientasi kepada kebutuhan pasar dan lebih mampu dalam menjawab tantangan persaingan dunia usaha. Faktor pendukung lainnya, dalam proses pengambilan keputusan pada Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi, benturan kepentingan seperti yang terjadi ketika pemegang saham adalah anggota bursa tidak terjadi lagi. Hal ini dikarenakan pada Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi, pemegang saham dapat langsung mempengaruhi pengambilan keputusan strategis, sehingga Bursa Efek sebagai badan usaha akan mampu merespon tantangan internal maupun eksternal secara lebih efektif dan efisien.

Dengan sendirinya, pada struktur tata kelola perusahaan yang seperti ini, Bursa Efek juga akan dituntut untuk senantiasa menunjukkan tanggung-jawabnya kepada para pemegang saham, bukan saja untuk kegiatan-kegiatan yang sifatnya operasional rutin, namun juga yang berkaitan dengan tata kelola perusahaan.

Selain itu, Bursa Efek dengan struktur organisasi lebih luwes seperti ini, akan lebih tangguh dalam menghadapi persaingan dari *alternative trading systems* (ATS), yaitu sistem-sistem perdagangan yang dikelola secara independen diluar bursa, dan umumnya memanfaatkan teknologi informasi. Demutualisasi akan meningkatkan kemampuan Bursa Efek untuk menggalang dana dari sumber-sumber yang lebih luas lagi dapat membantu Bursa Efek tersebut dalam mengembangkan infrastruktur teknologi informasinya. Dengan semakin kuatnya infrastruktur teknologi informasi Bursa Efek, secara konseptual Bursa Efek tersebut akan mampu menghadapi persaingan dari ATS. Dengan sendirinya, demutualisasi juga akan memungkinkan Bursa Efek untuk melakukan investasi di bidang teknologi komunikasi, sehingga Bursa Efek akan lebih siap dalam menghadapi persaingan global.

Kedua, Demutualisasi memungkinkan Bursa Efek untuk meningkatkan partisipasi pemodal. Pada Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi, baik pemodal ritel maupun pemodal institusional sama-sama memiliki peluang untuk menjadi pemegang saham Bursa Efek tersebut. Selain itu, demutualisasi juga memungkinkan Bursa Efek untuk memiliki keluwesan dalam mengakomodasi kebutuhan pemodal sebagai customer dari badan usaha tersebut, baik itu pemodal institusional maupun pemodal ritel.

Pamela S. Hughes menyimpulkan bahwa demutualisasi dengan demikian adalah suatu proses yang dapat dilakukan oleh Bursa Efek untuk memperkuat daya saingnya dalam menghadapi globalisasi industri pasar modal. Demutualisasi juga dapat menjadi sarana untuk memfasilitasi perubahan-perubahan yang harus dijalani oleh suatu Bursa Efek, terutama dalam hal meningkatkan standar regulasi dan kepercayaan pemodal. Namun perlu dicermati, bahwa agar suatu proses demutualisasi dapat berjalan sukses, para pemegang saham dari Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi harus memiliki komitmen untuk secara konsisten dan efektif menjalankan kebijakan-kebijakan baru yang dibentuk bersamaan dengan demutualisasi.

3. Roberta S. Karmel (Professor pada Brooklyn Law School, dan Partner pada Counsel, Kelley, Drye & Warren LLP, New York, USA)

Senada dengan Lawrence Fok dan Pamela S. Hughes, Roberta Karmel mengatakan bahwa demutualisasi Bursa Efek merupakan respon atas tantangan persaingan global dan inovasi teknologi di industri pasar modal. Menurut Roberta Karmel, ketika suatu

Bursa Efek memutuskan untuk mengubah orientasinya menjadi for-profit motive, perubahan tersebut akan mendorong terciptanya tata kelola perusahaan yang lebih kondusif, sehingga akan lebih memudahkan Bursa Efek tersebut untuk melakukan penggalangan dana segar. Menurut Roberta Karmel, demutualisasi tidak selalu mesti diikuti dengan penawaran umum, namun cepat atau lambat proses transisi ini perlu dilakukan dalam rangka mengubah Bursa Efek menjadi suatu perusahaan publik yang sahamnya dapat diperjual-belikan. Hanya saja, menurut Robert Karmel, karena Bursa Efek tidak dapat terlepas dari peran kunci yang dimainkannya dalam roda perekonomian suatu negara, terutama yang berhubungan dengan penghimpunan modal, pembentukan harga dan distribusi kepemilikan, kemungkinannya besar bahwa Bursa Efek tidak dapat menjadi perusahaan publik biasa, sebagaimana perusahaan-perusahaan tercatat lainnya.

Mengenai latar belakang Bursa Efek memilih demutualisasi, Roberta Karmel berpendapat bahwa ada beberapa alasan, yaitu:

Pertama, demutualisasi akan mengurangi benturan kepentingan yang umum dijumpai pada bursa-bursa yang masih berlandaskan azas mutual. Hal ini dapat dicapai karena proses demutualisasi memungkinkan ditingkatkannya struktur tata kelola perusahaan dan kualitas struktur manajerial perusahaan, sehingga badan usaha yang terbentuk dari demutualisasi adalah badan usaha yang lebih dinamis dan luwes dalam menghadapi tantangan persaingan industri.

Kedua, demutualisasi memungkinkan Bursa Efek untuk berorientasi pada for-profit motive. Sehingga, pricing policy dari produk dan jasa yang ditawarkan oleh Bursa Efek dapat lebih komersial dan kompetitif. Selain itu, orientasi laba seperti ini akan mendorong Bursa Efek untuk mengalokasikan sumber daya yang dimilikinya ke program-program pengembangan yang hasilnya diperkirakan akan mengoptimalkan nilai saham Bursa Efek tersebut. Makin meningkatnya nilai saham Bursa Efek sedikit banyak akan mencerminkan tata kelola perusahaan yang dijalankan, sehingga dapat menarik lebih banyak lagi dana segar melalui pemodal-pemodal yang memilih untuk menginvestasikan dananya di saham Bursa Efek tersebut.

Ketiga, demutualisasi merupakan katalisator dalam pencapaian strategi bisnis yang baru. Pasar global terus menerus menuntut ditingkatkannya pengembangan produk-produk inovatif dengan tingkat risiko yang semakin rendah. Untuk dapat memanfaatkan peluang dari adanya permintaan pasar global ini, dengan demutualisasi suatu Bursa Efek akan mampu menghimpun dana pengembangan yang dibutuhkannya, terutama untuk memperkuat sumber daya teknologi yang dimilikinya, sehingga Bursa Efek tersebut akan mampu mengembangkan produk dan jasa yang sesuai dengan permintaan pasar.

Keempat, demutualisasi akan membantu anggota bursa untuk mengambil keuntungan lebih jauh lagi dari saham yang dimilikinya, melalui dimungkinkannya jual-beli atas saham Bursa Efek, yang tidak terbatas hanya pada anggota bursa saja. Hal ini merupakan daya tarik tersendiri dari demutualisasi, karena pada struktur Bursa Efek yang berlandaskan azas mutual, saham yang dimiliki oleh anggota bursa tidak dapat memberikan keuntungan lebih jauh bagi para anggota bursa. Pada bursa tradisional seperti itu, anggota bursa hanya dapat menjual keseluruhan dari saham yang dimilikinya, sedangkan pada bursa yang telah melakukan demutualisasi, pemilik saham dapat hanya melepaskan sebagian saja dari saham-saham yang dimilikinya.

Kelima, pihak-pihak eksternal lebih menyukai Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi sebagai mitra pada program-program aliansi strategis. Hal ini dikarenakan nilai dari saham yang telah diterbitkan oleh Bursa Efek dapat dijadikan patokan ukuran keberhasilan Bursa Efek sebagai suatu badan usaha. Pihak-pihak eksternal yang diajak untuk melakukan aliansi strategis dengan Bursa Efek, seperti perusahaan-perusahaan teknologi, dengan sendirinya akan lebih menyukai bermitra dengan Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi, karena ada satu kesamaan bahasa, yaitu nilai saham, yang dapat dipakai sebagai tolok ukur dari prospek keberhasilan kemitraan tersebut.

Pada akhir pemaparannya, Roberta Karmel mengatakan bahwa jika suatu Bursa Efek memilih untuk melakukan demutualisasi dan menjadi perusahaan publik, perlu diingat bahwa disamping mendapatkan keuntungan menjadi perusahaan publik, Bursa Efek tersebut juga harus memenuhi tuntutan publik seperti keterbukaan informasi atas kondisi keuangannya dan atas jalannya perusahaan. Termasuk hal yang harus diwaspadai adalah Bursa Efek tersebut harus mampu mengikuti perkembangan-perkembangan pengetahuan bisnis dan pengelolaan perusahaan.

4. Alan Shaw (Executive Vice President dan Head pada Risk Management & Regulation Singapore Exchange Limited , Singapore)

Alan Shaw menyampaikan pemikiran yang serupa dengan ketiga pakar lainnya, yaitu bahwa globalisasi dan perkembangan teknologi informasi telah berdampak pada kegiatan operasional dan persaingan Bursa Efek di peta industri pasar modal. Tantangan terbesar yang dihadapi Bursa Efek adalah persaingan langsung dari sistem-sistem perdagangan alternatif seperti ECNs. Selain itu, Bursa Efek juga menghadapi tuntutan dari kalangan pemodal yang menginginkan kemampuan untuk melakukan perdagangan secara langsung, mendapatkan biaya transaksi yang rendah dan produk-produk derivatif yang inovatif.

Tuntutan-tuntutan seperti itu, pada akhirnya mendorong Bursa Efek untuk menjadi lebih komersial, yang selanjutnya bermuara pada perlunya dilakukan restrukturisasi atas struktur kepemilikan Bursa Efek. Bursa Efek yang berlandaskan azas mutual umumnya tidak memberikan keluwesan untuk bergerak menghadapi tantangan pasar, karena azas mutual lebih berorientasi pada pemenuhan kepentingan anggota bursa. Sedangkan, demutualisasi memungkinkan dipisahkannya hak untuk berdagang dari kepemilikan, sehingga Bursa Efek dapat dijalankan sebagai badan usaha yang kompetitif. Apabila demutualisasi diikuti dengan penawaran umum, maka proses pemisahan itu berarti dipercepat dan juga dapat lebih memusatkan kemampuannya untuk meningkatkan nilai saham.

Lebih lanjut lagi, mengenai mengapa Bursa Efek memilih demutualisasi, Alan Shaw mengemukakan kesimpulan-kesimpulan yang serupa dengan ketiga pakar sebelumnya. Menurut Alan Shaw, Bursa Efek cenderung akan melakukan demutualisasi karena alasan-alasan sebagai berikut:

Pertama, globalisasi, dimana emiten dan calon emiten, serta para pemodal, akan beralih ke pasar-pasar yang memiliki likuiditas tinggi dan menawarkan produk dan jasa yang inovatif. Persaingan diantara Bursa Efek dipertajam lagi dengan persaingan antara Bursa Efek dengan sistem perdagangan alternatif. Persaingan antar pasar ini juga diakibatkan oleh semakin kecilnya perbedaan antara produk sekuritas dan derivatif. Selain itu, tren globalisasi ini juga ditunjukkan oleh semakin meningkatnya pengetahuan dan kemampuan pemodal dalam mengakses dan mencerna informasi pasar melalui internet. Dari sudut pandang perusahaan efek, tren globalisasi ditunjukkan dengan kecenderungan perusahaan efek untuk mencari pasar yang efisien dan menawarkan biaya rendah. Demutualisasi akan mendorong Bursa Efek untuk mampu menjawab tantangan persaingan global ini.

Kedua, kebutuhan untuk mengadakan sarana dan sumber daya teknologi. Sumber daya teknologi yang mengikuti perkembangan akan membantu para pelaku pasar dalam menghadapi persaingan global. Namun, untuk dapat mengikuti perkembangan teknologi, Bursa Efek membutuhkan dana yang tidak sedikit. Demutualisasi memberikan solusi yang cukup strategis, yang memungkinkan Bursa Efek untuk menghimpun dana yang dibutuhkan.

Jadi, dapat dilihat disini bahwa sebagai akibat dari perkembangan tuntutan pasar yang sedemikian cepat, penting artinya bagi Bursa Efek untuk melakukan reposisi, untuk mampu bertahan dan menghadapi persaingan. Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi akan mampu membuat keputusan-keputusan strategis dengan lebih efisien, dibandingkan dengan bursa-bursa yang masih berlandaskan azas mutual. Hal ini dikarenakan pada Bursa Efek yang masih bersifat mutual selalu terdapat benturan kepentingan antara kepemilikan dan keanggotaan. Di akhir pemaparannya,

Alan Shaw menyampaikan bahwa demutualisasi cepat atau lambat akan menuntut perubahan pola pikir dari manajemen bursa, yang harus mengedepankan optimalisasi nilai saham pemilik dan juga memfokuskan pada kepentingan customer.

Dari pendapat para pakar pasar modal tersebut diatas, dapat diikhtisarkan bahwa ada 3 (tiga) besaran utama yang melatarbelakangi dilakukannya demutualisasi yaitu untuk meningkatkan good corporate governance, mendukung pengembangan pasar dan mendukung pengembangan produk.

II. Latar Belakang Demutualisasi bagi Indonesia

Kompetisi global semakin nyata terlihat sejalan dengan semakin ketatnya persaingan untuk menciptakan likuiditas yang tinggi bagi masing-masing lembaga bursa. Pemodal akan beralih ke lembaga Bursa Efek atau sekelompok lembaga Bursa Efek yang melakukan tindakan strategis yang memiliki tingkat konsentrasi likuiditas yang tinggi. Pelaksanaan tindakan strategis yang memiliki tingkat likuiditas tinggi untuk menghadapi persaingan global membutuhkan berbagai jenis produk, infrastruktur serta pengelolaan lembaga Bursa Efek yang baik.

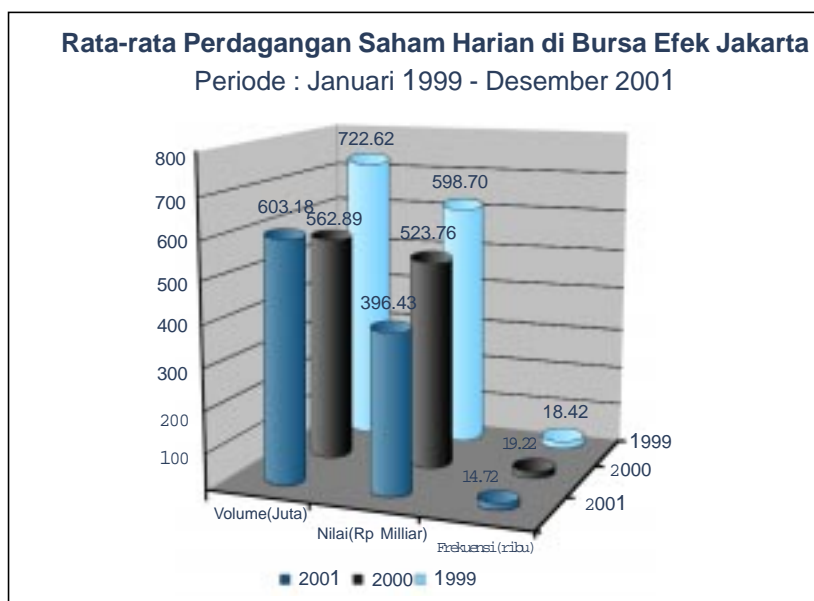
Dalam melakukan pengembangan jenis produk, infrastruktur dan pengelolaan lembaga Bursa Efek yang baik diperlukan investasi yang besar, yang diharapkan dapat diperoleh dari suntikan modal langsung dari pemodal. Lembaga Bursa Efek yang memiliki variasi produk yang lengkap dan berkualitas, infrastruktur, serta pengelolaan/governance yang baik akan mudah untuk mempersiapkan dirinya sehingga dapat meningkatkan daya saing secara konsisten/ajeg.

Kondisi keseluruhan Pasar Modal Indonesia saat ini belum mendukung tuntutan pencapaian kompetisi global. Hal ini terutama amat dipengaruhi oleh kondisi umum perekonomian nasional yang kurang menggembirakan saat ini, yang ditandai antara lain oleh masih melemahnya nilai tukar mata uang Rupiah terhadap US Dollar dan kinerja sektor riil yang belum optimal pulih. Kondisi perekonomian nasional ini, secara langsung maupun tidak langsung, pada umumnya secara signifikan telah mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan-perusahaan publik yang menjadi Emiten di Bursa, yang ditunjukkan oleh menurunnya harga-harga saham yang tercatat di Bursa, bahkan beberapa diantaranya telah berada dibawah nilai nominal.

Pada kondisi perekonomian yang baik, rendahnya nilai saham di Bursa dapat menjadi salah satu faktor positif untuk menarik pemodal untuk berinvestasi. Pada kondisi saat ini dimana sektor riil berada pada kondisi yang buruk, rendahnya nilai saham di Bursa tidak cukup menarik minat pemodal. Penurunan nilai saham Emiten di Bursa

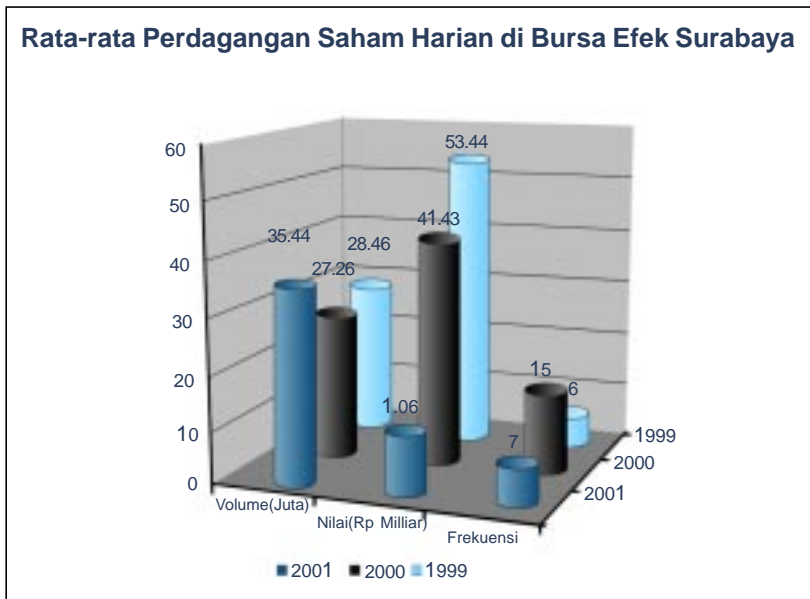
berdampak langsung terhadap menurunnya kapitalisasi pasar, yang selanjutnya akan mempengaruhi likuiditas pasar. Rendahnya kapitalisasi dan likuiditas pasar secara langsung akan berpengaruh menurunkan nilai perdagangan Efek secara keseluruhan di Bursa. Penurunan nilai perdagangan Efek di Bursa ini selanjutnya akan mempengaruhi komponen di dalam pendapatan usaha SRO (PT BEJ, PT BES, PT KPEI, PT KSEI) yaitu Jasa Transaksi, Jasa Kliring, dan Jasa Penyelesaian Transaksi yang secara langsung terkait dengan nilai perdagangan Efek di Bursa. Pendapatan usaha tersebut saat ini diperoleh dari biaya transaksi saham sebesar 0.03% dari nilai transaksi saham dengan persentase pembagian yaitu Jasa Transaksi sebesar 50% dari biaya transaksi diterima oleh Bursa, Jasa Kliring sebesar 30% dari biaya transaksi diterima oleh PT KPEI selaku LKP, dan Jasa Penyelesaian sebesar 20% dari biaya transaksi diterima oleh PT KSEI selaku LPP. Dalam kurun waktu 3 (tiga) tahun terakhir, yaitu periode Januari 1999 s.d. Desember 2001, pada tabel di bawah ini dapat dilihat nilai rata-rata perdagangan saham harian di Bursa Efek (BEJ dan BES), serta besarnya kontribusi pendapatan usaha yang secara langsung terkait dengan nilai perdagangan Efek di Bursa tersebut terhadap total pendapatan usaha SROs.

Grafik 1



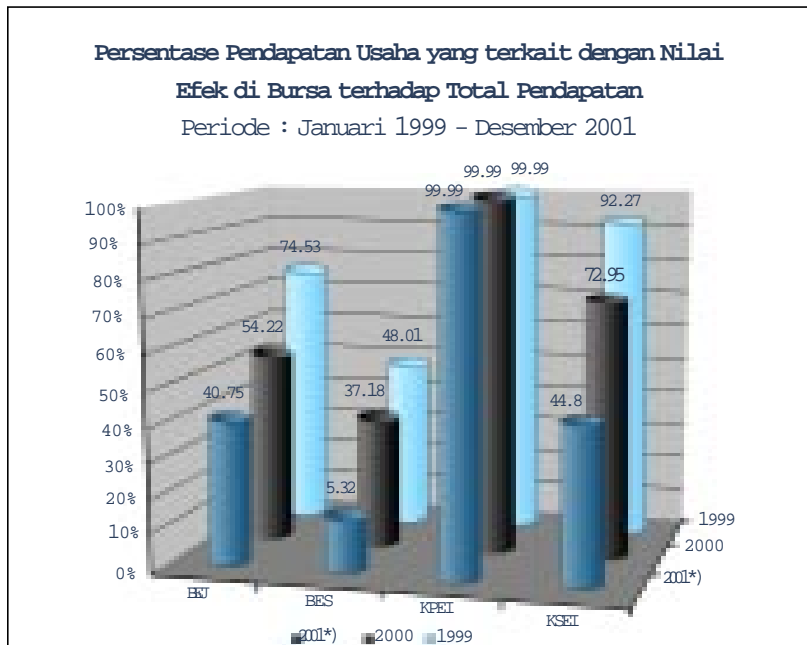
Sumber : Divisi Riset dan Pengembangan PT BEJ

Grafik 2



Sumber : Hukum dan Komunikasi Perusahaan PT BES

Grafik 3



Keterangan :

*) Laporan Realisasi Anggaran dan Penggunaan Laba Unaudited. Tahun 2001.

Sumber : Diolah kembali dari Laporan Keuangan Tahunan Tahun 1999, 2000 (audited), dan Laporan Realisasi Anggaran dan Penggunaan Laba Tahun 2001 (unaudited)

Kontrak Berjangka Indeks Efek (KBIE) sebagai produk baru di BES yang diperdagangkan sejak Agustus 2001 belum memberikan kontribusi yang signifikan terhadap pendapatan usaha yang berasal dari Jasa Transaksi bagi PT BES.

Dari beberapa ilustrasi di atas, dapat dikatakan bahwa menurunnya kinerja keuangan keempat SRO tersebut kemungkinan merupakan pengaruh negatif dari menurunnya hampir semua indikator perdagangan di Bursa. Sementara itu di sisi lain, kegiatan operasional SRO tetap memerlukan pembiayaan rutin yang cenderung meningkat dari tahun ke tahun. Selain kegiatan operasional rutin, sejalan dengan perkembangan industri pasar modal yang pesat, SRO dituntut juga untuk senantiasa mengembangkan infrastruktur, agar selalu tersedia sarana yang tepat waktu dan tepat guna, untuk menunjang upaya peningkatan daya saing. Pengembangan infrastruktur ini tentunya membutuhkan dana investasi yang signifikan dan material, baik untuk investasi awal maupun biaya rutin operasional dan pemeliharaan.

Memperhatikan kondisi ideal yang hendak dicapai dan kondisi Pasar Modal saat ini maka dapat diidentifikasi beberapa hal yang melatarbelakangi penerapan demutualisasi lembaga Bursa Efek di Indonesia, antara lain:

1

Kebutuhan Dana

Pendapatan lembaga Bursa Efek pada saat ini mengalami stagnasi karena sumber pendapatannya hanya bergantung dari nilai perdagangan serta pencatatan saham Emiten. Nilai perdagangan saham diperkirakan belum akan mengalami peningkatan yang berarti dalam beberapa tahun mendatang. Dengan demikian, kendala terbesar yang dihadapi adalah kenyataan bahwa kemungkinan penambahan modal oleh pemegang saham yang ada saat ini adalah sangat kecil, terutama dengan memperhatikan kondisi Lembaga Bursa Efek serta kondisi finansial para pemegang saham seperti yang telah dijelaskan di atas. Pada situasi seperti ini, demutualisasi dapat dipandang sebagai salah satu alternatif pendanaan yang dapat dilakukan untuk pengembangan produk dan infrastruktur Lembaga Bursa Efek di Indonesia.

2

Peningkatan Penerapan Good Corporate Governance

Dengan diterapkannya prinsip-prinsip good corporate governance yang dapat menjamin transparansi, akuntabilitas, fairness dan keterbukaan, maka diharapkan tingkat perlindungan kepada pemodal terutama pemodal kelembagaan internasional akan bertambah baik. Beberapa kendala penyebab kurang efektifnya penerapan good corporate governance pada Lembaga Bursa Efek yang berazas mutual adalah tidak adanya pemisahan kepemilikan dengan keanggotaan, sehingga seringkali menimbulkan benturan kepentingan antara kepentingan Lembaga Bursa Efek dengan kepentingan anggotanya maupun kepentingan antar Anggota Bursa. Sistem one member one vote yang dianut oleh bursa tradisional memberikan hak yang besar kepada anggota untuk ikut menentukan kebijaksanaan perusahaan, yang sering kali hanya memfokuskan pada kepentingan anggotanya bukan kepentingan perusahaan

Pamela S.Hughes mengatakan bahwa struktur organisasi yang dilandaskan pada good corporate governance akan mendorong tercapainya pengambilan keputusan-keputusan strategis secara lebih cepat dan efektif, serta meningkatnya transparansi informasi pada organisasi yang bersangkutan. Hal ini dikarenakan penerapan good corporate governance akan memungkinkan stakeholders untuk menuntut pengelola lembaga Bursa Efek agar senantiasa siap mempertanggung-jawabkan keputusan-keputusan yang diambilnya. Pendapat ini juga selaras dengan pendapat Roberta S.Karmel dan Alan Shaw, yang pada intinya mengatakan bahwa penerapan good corporate governance akan membantu pengelola lembaga Bursa Efek untuk membangun suatu struktur manajemen yang luwes dan responsif terhadap persaingan. Dengan diterapkannya prinsip-prinsip good corporate governance yang dapat menjamin transparansi, akuntabilitas, fairness dan keterbukaan, maka diharapkan tingkat perlindungan kepada pemodal terutama pemodal kelembagaan internasional akan bertambah baik.

3

Pengembangan Produk

Pengembangan produk yang lebih fokus dan terencana merupakan juga salah satu alasan akan perlunya demutualisasi bagi lembaga Bursa Efek. Pengembangan produk baru seperti derivatif, obligasi serta jasa penyediaan teknologi dan informasi, selain merupakan bagian yang penting dalam upaya untuk mengembangkan sumber pendapatan bagi lembaga Bursa Efek, juga dapat meningkatkan daya saing.

Pengembangan infrastruktur antara lain meliputi teknologi informasi dan peraturan. Pengembangan infrastruktur teknologi informasi merupakan salah satu kunci dari peningkatan daya saing bagi Lembaga Bursa Efek. *Real Time Gross Settlement (RTGS)*, *Straight Through Processing (STP)* serta *Cross Border Trading* dapat dikembangkan dengan sesegera dan sebaik mungkin.

Para pakar telah pula mengemukakan pendapat yang sejalan, yang pada intinya mengemukakan bahwa pada era globalisasi seperti sekarang ini, sudah dapat dipastikan bahwa calon emiten dan calon investor akan memilih pasar-pasar dengan likuiditas terbaik. Ini berarti bahwa Lembaga-lembaga Bursa Efek harus menghadapi persaingan dari berbagai pihak, termasuk dari ECN, sehingga dibutuhkan strategi baru dalam menghadapi persaingan-persaingan ini. Salah satu sarana yang dinilai paling tepat untuk menyusun strategi dalam menghadapi persaingan ini adalah perkembangan-perkembangan baru pada teknologi informasi. Solusi yang paling menguntungkan tentunya adalah apabila biaya-biaya pengembangan teknologi ini dapat dipikul bersama oleh semua organisasi yang menjadi bagian dari Lembaga Bursa Efek.

Perkembangan teknologi informasi yang cepat akan berdampak pada perkembangan lingkungan operasional Bursa Efek yang pesat pula. Pada situasi seperti ini, Lawrence Fok mengatakan salah satu jalan terbaik bagi Lembaga Bursa Efek adalah mereposisikan diri, sehingga mampu bertahan dan tetap memiliki daya saing.

Disamping itu, ketersediaan, kesiapan dan keselarasan perangkat peraturan serta penegakannya akan sangat menentukan dalam mewujudkan Lembaga Bursa Efek yang memiliki integritas dan berdaya saing global, sehingga mampu melindungi kepentingan pelaku pasar terutama pemodal.

Pada keadaan ini, demutualisasi dapat dilihat sebagai satu alternatif solusi yang dapat menjawab kebutuhan Lembaga Bursa Efek. Perlu diingat bahwa pada bentuk mutual, agak sulit bagi Lembaga Bursa Efek untuk memformulasikan keputusan-keputusan strategis, terutama karena kemungkinan terjadinya ketidak-selarasan antara kepentingan Lembaga Bursa Efek dengan anggota bursa yang masih merangkap sebagai pemegang saham. Dengan demikian, demutualisasi dapat menjadi salah satu alternatif bagi Lembaga Bursa Efek untuk mempertahankan daya saingnya, terutama melalui penyediaan sarana-sarana serta sumber daya yang mengikuti perkembangan teknologi informasi terbaru.

5

Peningkatan nilai saham lembaga Bursa Efek dan saham Anggota Bursa

Peningkatan nilai saham lembaga Bursa Efek juga merupakan tujuan dari demutualisasi. Manfaat ini dapat direalisasikan apabila lembaga Bursa Efek memiliki serangkaian kinerja keuangan yang baik serta secara konsisten menunjukkan perkembangan yang sangat berarti bagi pelaku pasar pada umumnya dan pemodal pada khususnya. Peningkatan nilai saham lembaga Bursa Efek diharapkan akan mempengaruhi peningkatan nilai saham Anggota Bursa.

6

Pengembangan Pasar yang Berkelanjutan

Pengembangan Pasar yang berkelanjutan harus dilakukan untuk meningkatkan basis pemodal dan menjaring emiten berkualitas, hal ini perlu dilakukan untuk menciptakan likuiditas yang cukup, sehingga meningkatkan posisi daya saing global lembaga bursa. Proses demutualisasi yang mengubah Lembaga Bursa Efek menjadi berorientasi profit akan mendorong Lembaga Bursa Efek untuk secara terus menerus melakukan pengembangan pasar.

Sebagaimana telah disampaikan, teknologi informasi telah mendorong terciptanya produk-produk baru dan terbukanya kemudahan akses informasi bagi para pelaku pasar secara berkelanjutan. Ternyata kemudahan akses informasi, yang dihasilkan oleh kemajuan teknologi ini, telah pula mendorong emiten atau calon emiten untuk senantiasa mencari pasar yang terbaik untuk mencatatkan sahamnya. Dalam pandangan emiten, kriteria yang digunakan untuk menilai feasibility ataupun profitability suatu pasar adalah cost of capital. Selain itu, emiten maupun calon emiten akan tertarik pada pasar yang menawarkan likuiditas tinggi dan basis investor yang besar. Di sisi yang lain, kemudahan akses informasi akan mendorong perusahaan-perusahaan efek untuk terus mencari pasar yang dapat menawarkan biaya yang paling kompetitif. Untuk memenuhi kebutuhan persaingan seperti ini, demutualisasi dapat membantu Lembaga Bursa Efek untuk mampu mencapai efisiensi, baik itu dalam penyelenggaraan sistem perdagangan maupun pelayanan kepada emiten dan perusahaan efek.

Demutualisasi memungkinkan Anggota Bursa melepaskan kepemilikan saham pada lembaga Bursa Efek tanpa kehilangan hak sebagai anggota lembaga Bursa Efek. Kebutuhan pelepasan kepemilikan saham tanpa harus kehilangan keanggotannya tidak dapat dilakukan apabila lembaga Bursa Efek masih mutual. Pada kondisi lembaga Bursa Efek yang mutual, pelepasan kepemilikan saham menyebabkan hilangnya hak sebagai anggota lembaga Bursa Efek.

Bab III Model Demutualisasi Lembaga Bursa Efek

A. Model Demutualisasi

Terdapat 4 (empat) model demutualisasi Lembaga Bursa Efek (Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Kustodian Sentral) yang dapat diterapkan dalam pelaksanaan demutualisasi Lembaga Bursa Efek, yaitu sebagai berikut :

I. Direct Demutualization

Pada model Direct Demutualization, setiap Lembaga Bursa Efek melakukan demutualisasi secara sendiri-sendiri.

Dalam model Direct Demutualization, besar kemungkinan fungsi-fungsi dari masing-masing Lembaga Bursa Efek tidak terintegrasi, karena struktur kepemilikan yang berbeda dari masing-masing Lembaga Bursa Efek akan mengakibatkan kemungkinan terjadinya perbedaan kepentingan. Selain itu masing-masing Lembaga Bursa Efek melakukan kegiatan pendukung sendiri-sendiri seperti fungsi sumber daya manusia (SDM), teknologi informasi, hukum, riset, pengembangan bisnis dan kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek tersebut.

Bursa Efek di luar negeri yang menerapkan model Direct Demutualization antara lain National Dealers Association Quotation (NASDAQ) dan London Stock Exchange (LSE).

II. Investment Holding Company

Pada model Investment Holding Company, pemegang saham Lembaga Bursa Efek secara bersama-sama mendirikan Perusahaan Induk yang akan menjadi pemegang saham mayoritas Lembaga Bursa Efek. Perusahaan Induk ini selanjutnya dapat dimiliki oleh publik.

Model Investment Holding Company mempunyai ciri-ciri sebagai berikut:

1. Perusahaan Induk hanya melakukan kegiatan investasi (penyertaan pada Perusahaan Anak), tanpa melakukan kegiatan pendukung maupun kegiatan operasional yang terkait dengan Lembaga Bursa Efek. Kegiatan pendukung seperti sumber daya manusia, teknologi informasi, hukum, riset, pengembangan bisnis dan kegiatan lainnya serta kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek tetap dilakukan oleh Perusahaan Anak.

2. Perusahaan Induk menetapkan kebijakan umum (policies) berkaitan dengan pengelolaan Perusahaan Anak yang meliputi aspek SDM, teknologi informasi, pengembangan bisnis dan berbagai kegiatan lainnya.
3. Perusahaan Anak menjalankan fungsi-fungsi sebagai berikut:
 - a. melakukan kegiatan pendukung yang meliputi sumber daya manusia, teknologi informasi, hukum, riset, pengembangan bisnis, dan kegiatan lainnya;
 - b. menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan, serta menyelenggarakan dan mengawasi kegiatan perdagangan;
 - c. menetapkan persyaratan, membina, mengatur serta mengawasi keanggotaan;
 - d. menyediakan fasilitas, menetapkan peraturan serta mengawasi kegiatan Emiten;
 - e. menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan serta menyelenggarakan kegiatan kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa;
 - f. menyediakan sarana dan fasilitas serta menetapkan peraturan, dan menyelenggarakan kegiatan penyimpanan efek, penyelesaian transaksi bursa, serta penyelesaian transaksi di luar bursa;
 - g. menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan serta juga menyelenggarakan kegiatan lainnya yang terkait dengan kegiatan Pasar Modal;Sampai saat ini tidak terdapat Bursa Efek di luar negeri yang menerapkan model demutualisasi Investment Holding Company.

III. Operating Holding Company Non SRO

Dalam model Operating Holding Company Non SRO, pemegang saham Lembaga Bursa Efek secara bersama-sama mendirikan Perusahaan Induk yang akan menjadi pemegang saham mayoritas Lembaga Bursa Efek. Perusahaan Induk ini selanjutnya dapat dimiliki oleh publik.

Model Operating Holding Company Non SRO mempunyai ciri-ciri sebagai berikut:

1. Perusahaan Induk melakukan kegiatan pendukung dan kegiatan investasi, tetapi tidak melakukan kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek;
2. Perusahaan Induk menetapkan kebijakan umum (policies) berkaitan dengan pengelolaan Perusahaan Anak yang meliputi sumber daya manusia, hukum, teknologi informasi, riset, pengembangan bisnis, edukasi, publikasi, penyebaran informasi, pemasaran produk dan kegiatan pendukung lainnya;

3. Perusahaan Induk melakukan kegiatan pendukung bagi semua Perusahaan Anak yang meliputi sumber daya manusia, hukum, teknologi informasi, riset, pengembangan bisnis, edukasi, publikasi, penyebaran informasi, pemasaran produk, dan kegiatan pendukung lainnya.
4. Perusahaan Anak memiliki fungsi-fungsi sebagai berikut :
 - a. menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan, dan menyelenggarakan serta mengawasi kegiatan perdagangan;
 - b. menetapkan persyaratan, membina, mengatur, serta mengawasi keanggotaan;
 - c. menyediakan fasilitas, menetapkan peraturan, serta mengawasi kegiatan Emiten;
 - d. menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan, serta menyelenggarakan kegiatan kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa;
 - e. menyediakan sarana dan fasilitas serta menetapkan peraturan dan menyelenggarakan kegiatan penyimpanan efek, penyelesaian transaksi bursa, serta penyelesaian transaksi di luar bursa;
 - f. Menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan serta juga menyelenggarakan kegiatan lainnya yang terkait dengan kegiatan Pasar Modal;

Bursa Efek di luar negeri yang menerapkan model demutualisasi Operating Holding Company Non SRO di antaranya adalah Singapore Exchange (SGX) dan Hongkong Exchange and Clearing Limited (HKEx).

IV. Operating Holding Company SRO

Dalam model Operating Holding Company SRO, pemegang saham Lembaga Bursa Efek secara bersama-sama menetapkan salah satu Lembaga Bursa Efek untuk menjadi Perusahaan Induk yang akan menjadi pemegang saham mayoritas Lembaga Bursa Efek. Perusahaan Induk ini selanjutnya dapat dimiliki oleh publik.

Model demutualisasi Operating Holding Company SRO mempunyai ciri-ciri sebagai berikut:

1. Perusahaan Induk menjalankan salah satu kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek;
2. Perusahaan Induk menetapkan kebijakan umum (policies) berkaitan dengan pengelolaan Perusahaan Anak yang meliputi aspek sumber daya manusia, hukum,

teknologi informasi, riset, pengembangan bisnis, edukasi, publikasi, penyebaran informasi, pemasaran produk, dan kegiatan pendukung lainnya;

3. Perusahaan Induk melakukan kegiatan pendukung bagi semua Perusahaan Anak yang meliputi sumber daya manusia, hukum, teknologi informasi, riset, pengembangan bisnis, edukasi, publikasi, penyebaran informasi, pemasaran produk, dan kegiatan pendukung lainnya.
4. Perusahaan Induk merupakan Lembaga Bursa Efek yang menjalankan salah satu atau beberapa fungsi sebagai berikut :
 - a. menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan, dan menyelenggarakan serta mengawasi kegiatan perdagangan;
 - b. menetapkan persyaratan, membina, mengatur, serta mengawasi keanggotaan;
 - c. menyediakan fasilitas, menetapkan peraturan, serta mengawasi kegiatan Emiten;
 - d. menyediakan sarana dan fasilitas, menetapkan peraturan, serta menyelenggarakan kegiatan kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa;
 - e. menyediakan sarana dan fasilitas, serta menetapkan peraturan, dan menyelenggarakan kegiatan penyimpanan efek, penyelesaian transaksi bursa, serta penyelesaian transaksi di luar bursa;
 - f. menyediakan sarana dan fasilitas serta menetapkan peraturan, dan juga menyelenggarakan kegiatan lainnya yang terkait dengan kegiatan Pasar Modal.
5. Untuk kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek lainnya yang tidak dijalankan oleh Perusahaan Induk akan dijalankan oleh Perusahaan Anak.

Bursa Efek di luar negeri yang menerapkan model demutualisasi Operating Holding Company SRO diantaranya adalah Australian Stock Exchange (ASX) dan Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE).

B. Aspek-Aspek yang Mempengaruhi Penerapan Model Demutualisasi Lembaga Bursa Efek

Beberapa aspek yang akan mempengaruhi penerapan alternatif model demutualisasi Lembaga Bursa Efek dapat diidentifikasi dari kajian penentuan model dan studi literatur demutualisasi Lembaga Bursa Efek di negara lain. Adapun aspek-aspek tersebut sebagai berikut:

1. Aspek Kepemilikan;
2. Aspek Tata Kelola;
3. Aspek Bisnis dan Operasional;
4. Aspek Sumber Pendapatan;
5. Aspek Sumber Daya Manusia;
6. Aspek Teknologi Informasi.

I. Aspek Kepemilikan

Dalam merumuskan restrukturisasi kepemilikan saham sebagai bagian dari proses demutualisasi Lembaga Bursa Efek perlu melihat dan mempertimbangkan beberapa kondisi yang muncul pada saat sebelum dan setelah restrukturisasi maupun pada saat restrukturisasi tersebut berlangsung sebagai akibat dan konsekuensi dari proses perubahan struktur kepemilikan tersebut.

Pengumpulan dana sebagai salah satu tujuan restrukturisasi kepemilikan dalam prosesnya akan menghadapi beberapa kondisi yang berbeda untuk masing-masing model demutualisasi. Pada model Direct Demutualization, perusahaan dapat menetapkan *potential share-holder* secara lebih fokus dan fleksibel meskipun hal ini dapat berpotensi untuk memunculkan dominasi kepemilikan saham oleh pihak tertentu maupun sikap yang resisten dari pemegang saham lama.

Pada model Investment Holding Company, Operating Holding Company Non SRO, dan Operating Holding Company SRO, akan dibentuk sebuah perusahaan baru sebagai Perusahaan Induk yang akan memiliki mayoritas Perusahaan Anak dengan kapasitas dan potensi pendapatan yang cukup besar dari hasil konsolidasi seluruh Perusahaan Anak yang akan lebih menarik bagi calon aliansi strategis untuk menanamkan modalnya di Perusahaan Induk yang pada akhirnya akan berdampak kepada lebih terbukanya kemungkinan pengumpulan dana yang lebih besar.

Kemungkinan munculnya dominasi pihak tertentu, perbedaan kepentingan pemegang saham, maupun sikap resisten pemegang saham lama, perusahaan dapat menghindari hal tersebut dengan melakukan kebijakan pembatasan kepemilikan maupun pemberian insentif bagi pemegang saham lama, meskipun hal ini dapat mengurangi pencapaian target pengumpulan dana. Dalam hal adanya kekhawatiran munculnya penguasaan/kontrol perusahaan oleh kelompok pihak tertentu yang berpotensi mengakibatkan penyimpangan arah pengembangan Pasar Modal sehingga dapat berdampak negatif terhadap kegiatan Pasar Modal ini, maka dapat dilakukan kebijakan pembatasan atas kepemilikan saham perusahaan.

Pembatasan atas kepemilikan saham dapat meliputi pembatasan pihak yang dapat menjadi pemilik dan pembatasan prosentase kepemilikan.

1. Pembatasan pihak-pihak .

Pembatasan ini dimaksudkan untuk memberikan perlindungan kepada Lembaga Bursa Efek dari kemungkinan penguasaan Perusahaan Induk oleh pihak-pihak tertentu yang tidak mempunyai komitmen terhadap kelangsungan maupun kepentingan Pasar Modal. Dalam kaitan ini, dijumpai adanya mekanisme pemberian hak kepemilikan kepada karyawan melalui program *Employee Stock Ownership Plan* (ESOP).

2. Pembatasan prosentase kepemilikan.

Di beberapa negara, lazim dilakukan pembatasan kepemilikan individual maupun kepemilikan oleh kelompok pelaku pasar atas saham Perusahaan Induk (pembatasan prosentase kepemilikan ini umumnya bervariasi antara 5% sampai dengan 15%).

II. Aspek Tata Kelola

Tata kelola (*governance*) menurut laporan corporate governance yang dikeluarkan oleh *Finance Committee on Corporate Governance* pada tahun 1999, yaitu suatu proses dan struktur yang digunakan untuk mengarahkan dan mengelola bisnis serta urusan perusahaan dengan tujuan meningkatkan kemakmuran bisnis dan pertanggungjawaban perusahaan dengan tujuan utama mewujudkan nilai pemegang saham jangka panjang dan keuntungan lainnya. Berdasarkan definisi tersebut, maka pembahasan aspek Tata kelola meliputi dua hal yaitu Struktur Organisasi dan Manajemen.

Struktur Organisasi

Pada model Direct Demutualisation, setiap Lembaga Bursa Efek melakukan demutualisasi secara sendiri-sendiri, sehingga struktur organisasi lembaga Bursa Efek akan terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan pendukung dan kegiatan operasional masing-masing Lembaga Bursa Efek.

Sedangkan pada model Investment Holding Company, Operating Holding Company Non SRO, dan Operating Holding Company SRO dilakukan pembentukan perusahaan baru sebagai Perusahaan Induk. Lembaga Bursa Efek akan menjadi Perusahaan Anak dari Perusahaan Induk tersebut. Perusahaan Induk akan memiliki mayoritas saham Perusahaan Anak yang prosesnya dilakukan melalui penyetoran modal saham Perusahaan Anak ke Perusahaan Induk.

Dalam model Investment Holding Company, Perusahaan Induk hanya melakukan penyertaan pada Perusahaan Anak tanpa melakukan kegiatan pendukung maupun kegiatan operasional. Pendapatan Perusahaan Induk semata-mata hanya mengandalkan dividen yang diberikan oleh Perusahaan Anak.

Struktur organisasi pada model Investment Holding Company adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan Induk akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan pengelolaan investasi;
- b. Perusahaan Anak yang merupakan Lembaga Bursa Efek akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan pendukung dan kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek;
- c. Perusahaan Anak yang bukan merupakan Lembaga Bursa Efek akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait kegiatan usaha dari Perusahaan Anak tersebut.

Dalam model Operating Holding Company, Perusahaan Induk melakukan kegiatan pendukung maupun kegiatan operasional, baik yang terkait dengan kegiatan Lembaga Bursa Efek secara langsung maupun tidak langsung. Jenis kegiatan yang akan dilakukan oleh Perusahaan Induk akan menentukan jenis izin usaha yang harus dipenuhi oleh Perusahaan Induk tersebut. Di beberapa negara, Operating Holding Company ini lazim dilakukan tetapi pada umumnya kegiatan yang dilakukan terbatas pada kegiatan yang berkaitan langsung dengan Pasar Modal.

Struktur organisasi pada model Operating Holding Company adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan Induk akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan pendukung (untuk Operating Holding Company Non SRO), dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan operasional salah satu Lembaga Bursa Efek (untuk Operating Holding Company SRO);
- b. Perusahaan Anak yang merupakan Lembaga Bursa Efek akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek.

Perusahaan Anak yang bukan merupakan Lembaga Bursa Efek akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait kegiatan usaha dari Perusahaan Anak tersebut.

Manajemen

Berdasarkan hasil studi demutualisasi ke empat model yang diterapkan pada beberapa negara menunjukkan manajemen sistem tata kelola yang dianut adalah *one tier board system* dimana hanya dikenal adanya *board of directors* dan *chief of executive officer*. *Board of directors* berperan menjalankan fungsi pengawasan atas operasional perusahaan, sedangkan *chief of executive officer* berperan dalam memimpin perusahaan sehari-hari. Disamping organ-organ tersebut di atas, pada semua model yang dipelajari memiliki *committee* seperti *remuneration committee*, *audit committee*, dan *nomination committee*. Selain *committee* yang bersifat umum tersebut, terdapat *committee* yang spesifik seperti pada model Direct Demutualization - LSE yaitu *External Committee* yang terdiri dari *Exchange Market Group* yang bertindak sebagai *independent advisor* bagi *Board of Directors* dengan beranggotakan wakil partisipan, Rules Advisory Group, AIM Advisory Group, Institutional Investor Group, Primary Market Group, Private Client Brokers Group, Wholesale Markets Group, dan Regional Advisory Group. Pada model Operating Holding Company Non SRO – HKEx terdapat *Risk Committee* yang mempunyai tugas pokok melakukan penelaahan prosedur manajemen risiko dan menilai persyaratan terhadap cadangan modal minimum, tingkat margin, dan batas risiko dari *counter party*. Komite ini beranggotakan 3 (tiga) anggota Dewan dan 3 (tiga) sampai dengan 5 (lima) anggota dari pihak luar termasuk *cross-market government expert* dan wakil publik.

Sementara itu Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak seperti pada model Operating Holding Company Non SRO - SGX merupakan legal entity yang terpisah dimana masing-masing memiliki board of governance, Management and Advisory dan wajib menyampaikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, memiliki statutory return, maupun menyelenggarakan Rapat Umum Pemegang Saham. Namun pada praktiknya, Perusahaan Anak dijalankan sebagai divisi atau bagian dari Perusahaan Induk dengan dilandasi perjanjian pembayaran management fee dari Perusahaan Anak kepada Perusahaan Induk.

III. Aspek Operasional dan Bisnis

Mempelajari berbagai latar belakang dan tujuan dari demutualisasi ke empat model yang diterapkan pada beberapa negara menunjukkan kesamaan yaitu dengan melakukan demutualisasi diharapkan dapat meningkatkan kemampuan daya saing dalam kegiatan operasional dan bisnis.

Pada model Direct Demutualization, proses demutualisasi tidak disertai restrukturisasi dan reposisi Lembaga Bursa Efek. LSE mempercayai bahwa demutualisasi akan mempercepat konsolidasi antar Bursa Efek di Eropa. NASDAQ dalam proses demutualisasi mengurangi kepemilikan sahamnya dari NASD secara bertahap dan pada tahap akhir direncanakan melakukan Initial Public Offering . Tambahan dana dari IPO akan memungkinkan NASDAQ meningkatkan pasarnya sehingga lebih siap menghadapi tantangan kompetisi dan melakukan investasi dalam teknologi baru.

Berbeda dengan model Direct Demutualization, pada model Operating Holding Company demutualisasi disertai dengan penggabungan secara vertikal dari lembaga Bursa Efek sehingga fungsi perdagangan, kliring dan penyelesaian menjadi satu jaringan yang terintegrasi secara horisontal dan membangun aliansi dengan bursa negara lain. Pada model Operating Holding Company Non SRO penggabungan Lembaga Bursa Efek dilanjutkan dengan pembentukan Perusahaan Induk, sedangkan pada model Operating Holding Company SRO salah satu Lembaga Bursa Efek bertindak sebagai Perusahaan Induk. Upaya menyatukan dan mengintegrasikan fungsi bursa menjadi satu wadah yang bersinergi dilakukan untuk meningkatkan kemampuan berkompetisi dan menciptakan pasar yang lebih efisien.

IV. Aspek Sumber Pendapatan

Perumusan potensi sumber pendapatan dan pelaksanaan beberapa upaya pengembangan produk/usaha juga tergantung pada model dan bentuk demutualisasi yang akan dilaksanakan, karena model dan bentuk demutualisasi akan mempengaruhi aspek-aspek yang menjadi pertimbangan dalam perumusan potensi sumber pendapatan dan pelaksanaan upaya pengembangan.

Dalam model Direct Demutualisation, upaya pengembangan produk/usaha memiliki beberapa keunggulan dan keterbatasan. Dalam model ini Lembaga Bursa Efek dapat melakukan pengembangan (diversifikasi produk) dan menjalin kerjasama strategis dengan pihak lain sesuai dengan kebijakan perusahaan. Sebagai contoh, LSE menjajaki kerjasama dengan OM Gruppen sebagai calon pemegang saham sekaligus mitra strategis. Adapun keterbatasan dalam model ini adalah perusahaan yang bertindak sebagai SRO relatif kurang fleksibel dalam melakukan diversifikasi mengingat adanya batasan-batasan sektor usaha bagi SRO. Disamping itu apabila dilihat secara keseluruhan industri, keberadaan entitas (SRO) yang saling terpisah akan mengurangi kapasitas maupun kekuatan sinerginya sehingga kurang menarik bagi aliansi strategis. Pada tingkat kapitalisasi yang tetap (sama), dengan adanya entitas dan pengembangan yang dilakukan saling terpisah akan memperkecil kapasitas dan menghilangkan potensi sinergi. Meskipun tidak terkoordinasinya pengembangan satu SRO dengan SRO lain dapat dikurangi dengan melakukan kerjasama antar SRO, namun keberadaan SRO sebagai entitas yang saling terpisah tetap berpotensi menimbulkan persaingan perolehan pendapatan atas sumber pendapatan yang sama.

Pada model Investment Holding Company, Operating Holding Company Non SRO, dan Operating Holding Company SRO, tergabungnya entitas-entitas di bawah satu Perusahaan Induk akan meningkatkan kapasitas dan potensi sinergi sehingga menarik bagi terbentuknya aliansi strategis. Salah satu hasil dari sinergi tersebut adalah secara keseluruhan industri relatif lebih mudah membangun berbagai produk dan jasa yang bersifat generik secara silang dan saling melengkapi. Penggabungan lembaga Bursa Efek di Hong Kong menjadi Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx) sebagai bagian dari proses demutualisasi paling tidak memberikan tiga manfaat ekonomi, yaitu penghematan biaya, peningkatan pendapatan, dan optimalisasi struktur modal. Manfaat ekonomi tersebut sebagai akibat antara lain dari adanya konsolidasi sistem perdagangan dan kliring, koordinasi pengembangan cash and derivative market product, dan optimalisasi manajemen. Pada ketiga model holding di atas, Pemegang saham Perusahaan Induk juga akan mendorong perusahaan untuk memperoleh profit sehingga Perusahaan Induk akan lebih agresif dalam menciptakan *revenue streamline* dan akan lebih responsif terhadap perolehan pendapatan baru, sehingga Perusahaan Induk relatif lebih fleksibel dalam melakukan diversifikasi investasi, kecuali untuk model Operating Holding Company SRO karena Perusahaan Induk pada model ini masih bertindak sebagai SRO. Namun dalam ketiga model holding ini, dorongan Perusahaan Induk terhadap Perusahaan Anak untuk menciptakan *revenue streamline* dapat berpotensi menimbulkan konflik baik di Perusahaan Anak sendiri (antara profit motive dan fungsi SRO) maupun kompetisi antar Perusahaan Anak dalam memperoleh pendapatan baru.

V. Aspek Sumber Daya Manusia (SDM)

Pengembangan SDM merupakan bagian yang tidak kalah penting dalam proses demutualisasi. Beberapa isu berkaitan dengan SDM tidak terlepas dari model demutualisasi. Pada model Direct Demutualization tidak banyak timbul permasalahan berkaitan dengan SDM, sebab pada model ini tidak diikuti dengan penggabungan Lembaga Bursa Efek. Pada model Investment Holding Company, Operating Holding Company Non SRO, dan Operating Holding Company SRO dapat diidentifikasi adanya beberapa alternatif pengembangan sebagai berikut:

1. Perusahaan Induk menyediakan seluruh SDM baik bagi dirinya maupun Perusahaan Anak melalui suatu kesepakatan yang mengatur ruang lingkup tugas dan tanggung jawab serta aspek biaya-biaya SDM;
2. Perusahaan Induk menyediakan jasa SDM bagi Perusahaan Anak melalui suatu kesepakatan dan diberlakukan secara terbatas pada fungsi jasa pendukung (*supporting services*);
3. Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak masing-masing memiliki SDM sendiri baik untuk fungsi utama atau pendukung dengan alternatif pengelolaan sebagai berikut:
 - a. kebijakan, perekrutan, dan hal-hal lain terkait dengan SDM tetap dilakukan oleh Perusahaan Induk;
 - b. Kebijakan, perekrutan, dan hal-hal lain terkait dengan SDM tetap dilakukan oleh masing-masing Perusahaan Anak.
4. Perusahaan Induk akan menyediakan jasa SDM bagi Perusahaan Induk dan bagi Perusahaan Anak melalui suatu perjanjian antara Perusahaan Induk dengan Perusahaan Anak, atau Perusahaan Anak dapat juga memiliki SDM sendiri, namun kebijakan dan rekrutmen harus berasal dari Perusahaan Induk.

VI. Aspek Teknologi Informasi

Perkembangan teknologi informasi memicu ketatnya kompetisi antar bursa dunia dalam menarik perhatian pemodal. Optimalisasi pemanfaatan teknologi informasi juga merupakan upaya yang ditempuh dalam menghadapi persaingan.

Pada model Operating Holding Company pemberdayaan sumber daya teknologi informasi sebagaimana dilakukan di HKEx yaitu melalui pembentukan business unit *Information Technology System* yang mempunyai tugas antara lain menyediakan *first line support* dan layanan sistem dan teknologi informasi bagi business units lain serta memberikan kontribusi bagi pengembangan dan pemenuhan kebutuhan operasional

business units lainnya. SGX mengoptimalkan keberadaan Macrovision sebagai Perusahaan Anak dari Stock Exchange of Singapore (SES) yang berubah menjadi Singapore Exchange IT Solution Pte. Ltd. yang menjalankan usaha dalam bidang teknologi informasi terutama dalam pemrosesan perdagangan efek dan penyedia jasa teknologi informasi untuk pelaku sektor keuangan.

Alternatif pengembangan teknologi informasi dapat dilakukan selain dengan pembentukan business unit Perusahaan Induk yang berkedudukan sebagai salah satu Perusahaan Anak tetapi bukan merupakan SROs, dapat juga dikembangkan sebagai salah satu unit organisasi di Perusahaan Induk, atau di masing-masing Perusahaan Anak.

Bab IV Analisis Model Demutualisasi Lembaga Bursa Efek

Pelaksanaan analisis model demutualisasi Lembaga Bursa Efek dilakukan berdasarkan landasan teori yang telah diuraikan pada Bab III. Analisis ini dimaksudkan untuk mengkaji model demutualisasi Lembaga Bursa Efek yang paling sesuai untuk diterapkan di Indonesia.

Analisis model demutualisasi lembaga Bursa Efek, dilakukan dengan menggunakan metodologi penelitian sebagai berikut:

A. Studi Literatur

Studi literatur dilakukan dengan mengumpulkan data tentang berbagai Bursa Efek regional maupun internasional, terutama yang telah melakukan demutualisasi. Dalam hal ini dapat dikatakan bahwa data yang dipakai adalah data sekunder. Target yang ingin dicapai dalam studi literatur ini adalah mengumpulkan sebanyak mungkin informasi mengenai demutualisasi, dan mencoba untuk menyusun intisari yang berisi indikator-indikator kunci tentang proses demutualisasi itu.

Dari hasil studi literatur, dapat disusun Matriks Perbandingan Demutualisasi Bursa Efek Beberapa Negara sebagaimana dapat dilihat pada Lampiran 1

B. Kuantifikasi Data

Langkah selanjutnya adalah mengkuantifikasi data untuk menentukan model demutualisasi yang paling optimal berdasarkan perolehan skor tertinggi.

Kuantifikasi data atas data kualitatif merupakan langkah yang umum digunakan dalam penelitian. Pengukuran kuantitatif didefinisikan sebagai pengalokasian angka-angka pada obyek penelitian yaitu berupa karakteristik ataupun atribut dari obyek itu. Istilah angka pada definisi pengukuran ini tidak selalu berarti angka riil (angka disini dapat berarti variabel interval ataupun ratio), melainkan lebih sebagai simbol (ordinal ataupun nominal).

Pada kajian demutualisasi ini, proses kuantifikasi data dilakukan melalui langkah-langkah sebagai berikut *Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats (SWOT) Analysis*, pengukuran melalui Skala Likert, dan pengambilan kesimpulan berdasarkan skor tertinggi. Uraian mengenai SWOT Analysis dapat dilihat pada Lampiran 2.

Pada SWOT Analysis, hasil studi literatur dikelompokkan berdasarkan model demutualisasinya, kemudian dikelompokkan lebih lanjut berdasarkan aspek-aspek dari setiap model, yang selanjutnya diklasifikasikan berdasarkan keempat elemen SWOT Analysis. Hasil SWOT Analysis lengkap dapat dilihat pada Lampiran 3. Kuantifikasi data dilakukan terhadap aspek-aspek sebagai berikut:

1. Kepemilikan, dengan parameter sbb :
 - a. pengumpulan dana
 - b. pembatasan kepemilikan
 - c. dominasi kepemilikan
 - d. proses restrukturisasi kepemilikan
 - e. resistensi pemegang saham lama
2. Tata Kelola, dengan parameter sbb :
 - a. pemisahan fungsi dan tanggung jawab pengurus
 - b. benturan kepentingan
 - c. akuntabilitas berjenjang
 - d. pengambilan keputusan
 - e. kesetaraan
 - f. struktur tata kelola
3. Operasi/Bisnis, dengan parameter sbb :
 - a. pengembangan bisnis yang fokus
 - b. efisiensi biaya
 - c. kebutuhan investasi awal
 - d. kebijakan investasi
 - e. ketumpangtindihan (*overlapping*) produk dan jasa
 - f. keuntungan yang kompetitif (*competitive advantages*)
 - g. kinerja usaha (*profitability*)
 - h. kelangsungan usaha
 - i. koordinasi
 - j. sinergi

4. Sumber Pendapatan, dengan parameter sbb :
 - a. diversifikasi investasi
 - b. aliansi strategis
 - c. kompetisi perolehan pendapatan
 - d. pengembangan produk yang generik dan saling melengkapi (komplementer)

5. Sumber Daya Manusia, dengan parameter sbb :
 - a. kebijakan terpadu
 - b. efisiensi : internal, industri pasar modal, jasa pendukung (*support services*), usaha utama (*core business*), rekrutmen, administrasi, penggajian dan pemberian manfaat/tunjangan (remunerasi), penempatan dan pengembangan
 - c. pembagian tugas dan tanggung jawab yang jelas
 - d. kebijakan SDM yang motivatif
 - e. career path
 - f. resistensi

6. Teknologi Informasi, dengan parameter sbb :
 - a. efisiensi
 - b. profitabilitas (kemampuan menghasilkan laba)
 - c. sinergi/sentralisasi Kebijakan
 - d. pemisahan fungsi, tugas dan layanan;
 - e. integrasi Teknologi Informasi

Proses kuantifikasi data dari kajian ini dilaksanakan dengan cara menerapkan skala Likert sebagai alat ukur dengan menggunakan skala 1 s.d. 5, dimana 1 = Sangat Kurang, 2 =Kurang, 3= Cukup, 4= Baik, 5=Sangat Baik. Penilaian dilakukan oleh anggota Tim Pelaksana yang berjumlah 17 orang, sehingga pada akhirnya proses kuantifikasi ini analog dengan factor analysis, dimana dilakukan ekstraksi atas faktor-faktor yang dianggap karakteristik.

Hasil dari evaluasi yang dilakukan oleh Tim Pelaksana dapat dilihat pada Tabel berikut ini : (Tabel penilaian lengkap dapat dilihat pada Lampiran 4)

tabel 1
Hasil Penilaian Tim Pelaksana

No	Aspek	Bobot	Jml Parameter	Direct Demutualisation	Investment Holding	Operating Holding Non SRO	Operating Holding SRO
1.	Kepemilikan	5	4	0,18	0,17	0,16	0,17
2.	Tata Kelola	30	6	1,01	1,11	1,20	0,96
3.	Binis	20	10	0,55	0,71	0,79	0,75
4.	Sumber Pendapatan	20	4	0,53	0,79	0,80	0,70
5.	SDM	10	6	0,32	0,36	0,38	0,34
6.	TI	15	5	0,38	0,56	0,64	0,55
	TOTAL	100	35	2,96	3,68	3,97	3,47

- a. Model Direct Demutualisation memperoleh skor 2.96
- b. Model Investment Holding Company memperoleh skor 3.68
- c. Model Operating Holding Company Non SRO memperoleh skor 3.97
- d. Model Operating Holding Company SRO memperoleh skor 3.47

Model demutualisasi Operating Holding Company Non SRO merupakan model yang memperoleh skor tertinggi. Dengan kata lain, dari 4 alternatif model yang dikemukakan pada kajian ini, model tersebut dinilai sebagai model yang paling optimal untuk diterapkan di Indonesia.

C. Hasil Analisis Model Operating Holding Company Non SRO

Model Operating Holding Company Non SRO adalah model optimal karena berdasarkan hasil kajian Tim Pelaksana model ini mempunyai kelebihan dibandingkan model lain dalam kaitannya dengan tujuan utama dari demutualisasi, sebagai berikut:

1. Biaya pengerahan dana yang terkait dengan model ini dapat lebih murah, baik itu biaya melakukan demutualisasi atau *private placement* ataupun *public offering* (IPO), hal ini dikarenakan semua dilakukan terpusat oleh Perusahaan Induk. Dengan sendirinya, model ini dapat mendorong terciptanya efisiensi yang lebih baik karena seluruh kegiatan pendukung yang sebelumnya dimiliki dan dikerjakan oleh masing-masing perusahaan anak akan dikerjakan oleh Perusahaan Induk.
2. Dari aspek tata kelola, model ini memiliki beberapa kelebihan yaitu:
 - a. Kebijakan bagi masing-masing Perusahaan Anak akan lebih terkoordinasi, karena adanya Perusahaan Induk. Kebijakan yang dilakukan oleh masing-masing Perusahaan Anak akan mengacu pada kebijakan umum Perusahaan Induk, maka dapat diharapkan adanya keselarasan dan konsistensi dalam menjalankan perusahaan;
 - b. Perusahaan Induk yang tidak bertindak sebagai Lembaga Bursa Efek akan lebih menjamin adanya kesetaraan perlakuan kepada semua Perusahaan Anak;
 - c. Pengawasan tata kelola, baik di Perusahaan Induk maupun di Perusahaan Anak akan lebih mudah. Terkait dengan tata kelola ini, pengambilan keputusan dalam pembenahan dan pengelolaan kegiatan usaha perusahaan diharapkan akan lebih mudah pula.

Salah satu *key success factors* bagi model demutualisasi ini adalah peningkatan pengawasan atas pelaksanaan *good corporate governance* oleh *stakeholders*, yang dilakukan melalui Perusahaan Induk. Dengan demikian proses demutualisasi hanya dapat berjalan baik dengan komitmen dan partisipasi aktif dari seluruh *stakeholders*.

Disamping kelebihan tersebut di atas, model ini juga memiliki beberapa kelemahan yang harus diwaspadai, yaitu adanya Perusahaan Induk sebagai perusahaan baru akan meningkatkan kompleksitas tata kelola. Hal ini dikarenakan berkembangnya struktur organisasi suatu perusahaan, berarti pula meningkatnya struktur tata kelola yang harus dijalankan. Kelemahan ini dapat diantisipasi dengan komitmen yang kuat dari seluruh *stakeholders*.

Selain kelemahan tersebut di atas, ada beberapa kondisi eksternal yang tidak kondusif bagi pelaksanaan model demutualisasi ini. Kondisi-kondisi tersebut adalah:

1. Potensi terjadinya eskploitasi Perusahaan Anak oleh pemegang saham Perusahaan Induk. Hal ini dapat dicegah dengan komitmen dari seluruh stakeholders untuk menjalankan tata kelola perusahaan yang baik;
2. Potensi Perusahaan Induk dimiliki dan dikendalikan oleh pihak-pihak yang tidak memiliki komitmen terhadap pengembangan pasar modal;

Meskipun model ini memiliki beberapa kelemahan seperti tersebut di atas, tetapi model ini dinilai memiliki keunggulan berupa:

1. Fleksibilitas dalam melakukan diversifikasi investasi, karena Perusahaan Induk tidak bertindak sebagai Lembaga Bursa Efek.
2. Pengelolaan sumber daya manusia oleh Perusahaan Induk akan membantu meningkatkan efisiensi secara keseluruhan. Hal ini dikarenakan seluruh kegiatan administrasi personalia, rekrutmen, sistem penggajian, imbalan, dan tunjangan, pengembangan serta alokasi dana dilakukan secara terpadu, sehingga pada akhirnya dapat menciptakan suatu center of excellence.
3. Pengelolaan penyediaan jasa pendukung yang terpadu;
4. Memaksimalkan utilisasi sumber daya teknologi, dikarenakan model ini akan mendorong terciptanya integrasi teknologi informasi antara Perusahaan Anak dengan Perusahaan Induk. Dengan demikian, kegiatan-kegiatan seperti berbagi (*sharing*) pengguna *hardware*, *software*, jaringan dan sumber daya manusia akan menciptakan efisiensi dalam investasi, pemeliharaan, dan pengembangan secara keseluruhan;

Berbagai kelebihan yang ditunjukkan oleh model bisnis ini mendorong tim pelaksana untuk mengajukan model ini sebagai alternatif solusi yang dapat dipertimbangkan, dalam formulasi keputusan demutualisasi.

D. Hasil Analisis Model-Model Lain.

Berikut ini adalah ulasan tim pelaksana, mengenai kelemahan-kelemahan dari ketiga model lain.

1. Pada model direct demutualization, independensi dan fokus pengembangan bisnis oleh masing-masing Lembaga Bursa Efek akan menyebabkan tidak terkoordinasinya pengembangan operasional dan bisnis, sehingga dikhawatirkan salah satu tujuan utama dari demutualisasi, yaitu efisiensi industri, akan sulit untuk tercapai. Selain itu, ada kemungkinan terjadi tumpang tindihnya produk dan jasa yang ditawarkan pada industri, sehingga akan lahir persaingan yang tidak sehat. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa model ini akan menyebabkan Lembaga Bursa Efek memiliki nilai jual rendah dan tidak menguntungkan bagi masing-masing Lembaga Bursa Efek yang melaksanakan demutualisasi.
2. Pada model Operating Holding Company Investment, pemisahan atas fungsi pengembangan (oleh Perusahaan Induk) dan fungsi operasional (oleh Perusahaan Anak) dapat memicu perbedaan visi dan prioritas antar Perusahaan Anak. Perbedaan tersebut dapat berakibat pada tumpang tindihnya tugas dan tanggung jawab Perusahaan Induk (bukan merupakan Lembaga Bursa Efek) dengan Perusahaan Anak (merupakan Lembaga Bursa Efek), dan dikhawatirkan akan menimbulkan benturan kepentingan. Benturan kepentingan ini terutama dapat terjadi pada saat Perusahaan Induk akan melakukan pencatatan saham pada salah satu Perusahaan Anak.
3. Pada model Operating Holding Company SRO, kelemahan terbesar adalah kemungkinan munculnya dominasi salah satu Lembaga Bursa Efek terhadap Lembaga Bursa Efek lainnya. Hal ini mungkin akan terjadi pada proses awal pembentukan Perusahaan Induk. Selain itu, ada kemungkinan timbul benturan kepentingan yang lebih besar lagi pada saat Perusahaan Induk akan melakukan *self-listing*, karena diatur oleh Lembaga Bursa Efek itu sendiri. Kelemahan lain yang cukup menonjol pada model ini adalah adanya potensi intervensi pemegang saham terhadap Perusahaan Induk, terutama dalam penentuan kebijakannya dalam menjalankan fungsi SRO. Kelemahan lain pada model ini, dilihat dari sudut pandang pemegang saham Perusahaan Induk, motif laba (*for-profit motive*) lebih lemah dibandingkan dengan model-model lainnya, karena melekatnya fungsi SRO pada Perusahaan Induk.

Dari paparan singkat disini, dapat dilihat bahwa model operating Holding Company non SRO memiliki keunggulan dibandingkan dengan model lainnya. Terutama karena model operating Holding Company non-SRO memiliki fleksibilitas dalam pengembangan usaha. Dengan adanya Perusahaan Induk, maka setiap pengembangan usaha yang akan dilakukan oleh perusahaan anak akan lebih mudah dikoordinasikan dengan perusahaan anak lainnya. Dengan adanya fleksibilitas, maka daya saing organisasi dapat diharapkan lebih kuat, baik itu dalam menghadapi persaingan regional maupun lokal.

Bab V Rekomendasi

A. Perlunya Demutualisasi

Kompetisi global semakin nyata terlihat sejalan dengan semakin ketatnya persaingan untuk menciptakan likuiditas yang tinggi bagi masing-masing Lembaga Bursa Efek. Pelaksanaan tindakan strategis yang memiliki tingkat likuiditas tinggi untuk menghadapi persaingan global membutuhkan berbagai jenis produk, infrastruktur serta pengelolaan Lembaga Bursa Efek yang baik. Pada kondisi saat ini dimana sektor riil berada pada kondisi yang buruk, rendahnya nilai saham Emiten di Bursa tidak cukup menarik minat pemodal. Penurunan nilai saham Emiten di Bursa berdampak langsung terhadap menurunnya kapitalisasi pasar, yang selanjutnya akan mempengaruhi likuiditas pasar.

Untuk meningkatkan daya saing global secara ajeg dan konsisten Lembaga Bursa Efek di Indonesia perlu melakukan demutualisasi untuk memenuhi kebutuhan dana Lembaga Bursa Efek, peningkatan penerapan good corporate governance pengembangan produk, pengembangan infrastruktur, peningkatan nilai saham Lembaga Bursa Efek dan saham Anggota Bursa, pengembangan pasar yang berkelanjutan, dan sarana pelepasan kepemilikan saham tanpa kehilangan hak keanggotaan.

Rekomendasi 1

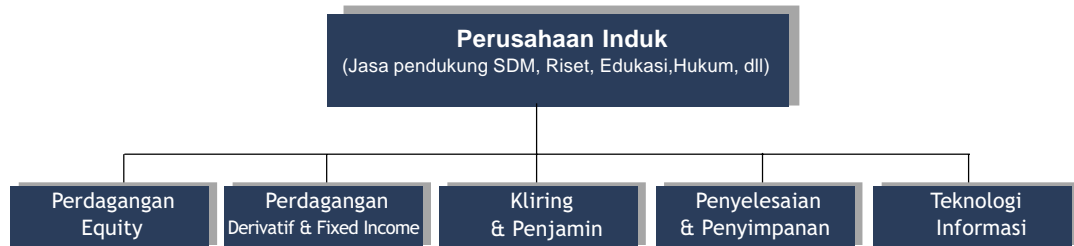
Perlunya dilakukan demutualisasi pada Lembaga Bursa Efek di Indonesia untuk meningkatkan daya saing industri dalam menghadapi persaingan global.

B. Model Demutualisasi

Berdasarkan kajian dan studi literatur, terdapat 4 (empat) alternatif model demutualisasi Lembaga Bursa Efek yang dapat diterapkan dalam pelaksanaan demutualisasi Lembaga Bursa Efek di Indonesia, yaitu: Direct Demutualization, Investment Holding Company, Operating Holding Company Non SRO, dan Operating Holding Company SRO.

Berdasarkan hasil kuantifikasi data dengan menggunakan Skala Likert, disimpulkan bahwa model yang cukup optimal untuk diterapkan di Pasar Modal Indonesia adalah model "Operating Holding Company Non SRO".

Adapun Struktur organisasi yang diusulkan yaitu sebagai berikut:



Model Operating Holding Company Non-SRO memungkinkan seluruh pendapatan Perusahaan Anak dikonsolidasikan pada Perusahaan Induk, sehingga relatif dapat lebih menarik bagi para calon investor. Hal ini dikarenakan para calon investor dapat langsung melihat bahwa dengan dikonsolidasikannya seluruh pendapatan Perusahaan Anak pada Perusahaan Induk, maka peluang untuk memperoleh gain dari investasi pada Lembaga Bursa Efek dapat dioptimalkan. Bagi Lembaga Bursa Efek pasca-demutualisasi, hal ini akan menyebabkan proses pengumpulan dana dapat dilakukan secara relatif lebih cepat, dibandingkan jika menerapkan model demutualisasi yang lain.

Selain itu, pemegang saham Perusahaan Induk tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan Pasar Modal saja, sehingga akses ke sumber pendanaan dapat lebih luas.

Dampak positif dari terbukanya akses ke sumber pendanaan adalah adanya kehadiran pemegang saham yang bukan pengguna jasa langsung dari Perusahaan Anak, Perusahaan Induk dapat meningkatkan obyektivitas dalam penentuan kebijakan dan pengambilan keputusan operasional dan investasi, sehingga peluang terjadinya conflict of interests dapat ditekan serendah mungkin.

Rekomendasi 2

Model Demutualisasi yang dinilai sebagai optimal untuk diterapkan di Pasar Modal Indonesia adalah Model "Operating Holding Company Non SRO".

C. Kepemilikan

Berdasarkan model Operating Holding Company Non SRO yang direkomendasikan, pemegang saham Lembaga Bursa Efek secara bersama-sama mendirikan Perusahaan Induk yang akan menjadi pemegang saham mayoritas Lembaga Bursa Efek. Perusahaan Induk ini selanjutnya dapat dimiliki oleh publik.

Rekomendasi 3

Perusahaan Induk menjadi pemegang saham mayoritas Perusahaan Anak.

Untuk mengantisipasi munculnya dominasi pihak tertentu, perbedaan kepentingan pemegang saham, maupun sikap resisten pemegang saham lama, perusahaan dapat menghindari hal tersebut dengan melakukan kebijakan pembatasan kepemilikan maupun pemberian insentif bagi pemegang saham lama. Pembatasan atas kepemilikan saham dapat meliputi pembatasan pihak yang dapat menjadi pemilik dan pembatasan prosentase kepemilikan. Pembatasan pihak yang dapat menjadi pemilik dimaksudkan untuk memberikan perlindungan kepada Lembaga Bursa Efek dari kemungkinan penguasaan oleh pihak-pihak tertentu yang tidak mempunyai komitmen terhadap kelangsungan maupun kepentingan Pasar Modal.

Pembatasan prosentase kepemilikan merupakan kelaziman yang dijumpai di beberapa bursa mancanegara yang telah melakukan demutualisasi, dimana dilakukan pembatasan prosentase kepemilikan individual maupun kepemilikan oleh kelompok pelaku pasar atas saham perusahaan, yang berkisar pada variasi antara 5% sampai dengan 15%.

Rekomendasi 4

Perlu adanya ketentuan yang mengatur komposisi kepemilikan oleh kelompok pelaku pasar dan individual, antara lain meliputi pembatasan kepemilikan saham minimal dan maksimal, dengan ketentuan kepemilikan setiap pemegang saham baik langsung maupun tidak langsung tidak boleh melebihi 5% dari modal disetor, misalnya pembatasan kepemilikan oleh pihak asing atau kelompok usaha tertentu. Apabila akan menambah batasan kepemilikan harus dilakukan melalui fit and proper test oleh otoritas Pasar Modal bagi pemegang saham tersebut, dengan ketentuan maksimal kepemilikan 15% dari modal disetor.

Rekomendasi 5

Strategi pencapaian batas kepemilikan dilakukan pada saat alokasi saham (penjataan) dan setiap pengalihan saham Perusahaan Induk harus memperhatikan komposisi tersebut.

Salah satu tujuan strategis dari demutualisasi adalah memperluas diversifikasi kepemilikan Lembaga Bursa Efek, yang selama ini terbatas pada Anggota Bursa saja. Namun demikian, dirasakan perlu untuk memberikan waktu untuk sosialisasi dan diseminasi informasi kepada anggota masyarakat calon investor saham Lembaga Bursa Efek ini, sehingga para calon investor ini dapat memiliki kesempatan untuk lebih jauh lagi mempelajari Lembaga Bursa Efek yang telah melakukan demutualisasi ini.

Rekomendasi 6

Untuk menarik dan meningkatkan minat pemodal terhadap saham Perusahaan Induk, pada tahap awal penyebaran kepemilikan dilakukan dengan private placement terlebih dahulu dan selanjutnya dilakukan IPO.

Hal yang perlu dijaga adalah komitmen para Pemegang Saham terhadap Perusahaan Induk, ini untuk meyakinkan tercapainya tujuan utama dari demutualisasi Lembaga Bursa Efek, yaitu sebagai salah satu alternatif pendanaan yang dapat dilakukan untuk pengembangan produk dan infrastruktur Lembaga Bursa Efek di Indonesia.

Rekomendasi 7

Untuk menjaga kelangsungan usaha dan komitmen Pemegang Saham terhadap Perusahaan Induk, kepemilikan saham Perusahaan Induk tidak dapat dialihkan selama 1 (satu) tahun pertama sejak pendirian (sebelum IPO).

Rekomendasi 8

Dalam hal terjadi pengalihan saham (karena pemegang saham lama pailit, pewarisan atau keputusan pengadilan lainnya) kepada pemegang saham baru maka pemegang saham baru tidak boleh mengalihkan selama 1 (satu) tahun pertama sejak pendirian (sebelum IPO).

Tujuan lain dari demutualisasi Lembaga Bursa Efek adalah untuk meningkatkan profesionalisme SDM Lembaga Bursa Efek, melalui peningkatan kepiawaian dan peningkatan komitmen para karyawan terhadap semua upaya untuk merealisasikan visi dan misi Lembaga Bursa Efek setelah demutualisasi.

Dalam kaitannya dengan peningkatan komitmen SDM Lembaga Bursa Efek ini, diusulkan untuk melaksanakan pemberian hak kepemilikan Perusahaan Anak yang dimiliki oleh Perusahaan Induk kepada karyawan melalui program ESOP.

Pengalihan sebagian saham Perusahaan Anak kepada karyawan Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak melalui program ESOP juga dapat dilihat sebagai salah satu bentuk perlindungan kepada Lembaga Bursa Efek dari kemungkinan penguasaan Perusahaan Induk oleh pihak-pihak yang tidak memiliki komitmen terhadap kelangsungan maupun kepentingan Pasar Modal di Indonesia.

Rekomendasi 9

Sebagian saham Perusahaan Anak yang dimiliki oleh Perusahaan Induk dialihkan kepada karyawan Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak melalui ESOP dengan memperhatikan peraturan yang berlaku.

D. Tata Kelola

Berdasarkan model Operating Holding Company Non SRO yang telah dipilih, Perusahaan Induk diusulkan untuk memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan pendukung. Perusahaan Anak yang merupakan Lembaga Bursa Efek akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek. Sedangkan Perusahaan Anak yang bukan merupakan Lembaga Bursa Efek akan memiliki struktur organisasi yang terdiri dari manajemen perusahaan dan unit kegiatan yang terkait dengan kegiatan usaha dari Perusahaan Anak tersebut.

Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak adalah legal entity yang terpisah, dimana masing-masing memiliki Board of Governance, Management and Advisory Board, serta memiliki kewajiban untuk menyampaikan Laporan Keuangan Tahunan yang telah diaudit, memiliki statutory return, serta menyelenggarakan RUPS. Ini adalah langkah yang ditempuh oleh SGX (Singapore), yang juga memilih format model Operating Holding Company Non SRO pasca demutualisasi.

Rekomendasi 10

Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak merupakan entitas yang terpisah dan masing-masing memiliki organ perusahaan sendiri sesuai Undang-undang Perseroan terbatas (UUPT).

Hal lain yang perlu dicermati dalam penerapan model Operating Holding Company Non-SRO adalah terbukanya kemungkinan semakin kompleksnya tantangan yang akan dihadapi dalam menegakkan corporate governance atau tata kelola perusahaan. Ini dikarenakan berkembangnya struktur organisasi suatu perusahaan, berarti pula meningkatnya struktur Tata Kelola yang harus dijalankan. Untuk mengantisipasi kemungkinan ini, penting sekali artinya untuk meyakinkan bahwa seluruh stakeholders memiliki komitmen yang kuat untuk mendukung kesuksesan Lembaga Bursa Efek setelah demutualisasi.

Rekomendasi 11

Perlu dibentuk komite di Perusahaan Induk untuk membantu pelaksanaan fungsi SRO dan pelaksanaan Good Corporate Governance, dengan memperhatikan berbagai aspek peraturan otoritas Pasar Modal.

Meskipun Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak pada model Operating Holding Company Non SRO merupakan legal entity yang , pada praktiknya yang terjadi di bursa-bursa lain yang telah melakukan demutualisasi dengan menerapkan model ini Perusahaan Anak dijalankan sebagai divisi atau bagian dari Perusahaan Induk dengan dilandasi perjanjian pembayaran management fee dari Perusahaan Anak kepada Perusahaan Induk. Dalam hal ini maka dirasakan perlu untuk mempertimbangkan ditingkatkannya partisipasi pengawasan atas pelaksanaan good corporate governance oleh stakeholders terhadap SRO, yang dilakukan melalui Perusahaan Induk.

Rekomendasi 12

Perlu adanya pengaturan terhadap kemungkinan adanya eksploitasi Perusahaan Anak oleh pemegang saham melalui Perusahaan Induk, dengan mengikuti pedoman yang dikeluarkan Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance.

Hasil studi demutualisasi atas empat alternatif model demutualisasi yang diterapkan oleh beberapa bursa mancanegara menunjukkan bahwa manajemen sistem Tata Kelola yang dianut umumnya berbentuk one tier board system, dimana hanya dikenal adanya board of directors dan chief of executive officer. Board of directors berperan menjalankan fungsi pengawasan atas operasional perusahaan, sedangkan chief of executive officer berperan dalam memimpin perusahaan sehari-hari.

Rekomendasi 13

Jumlah anggota komisaris dan direksi Perusahaan Anak ditentukan seminimal mungkin sehingga tujuan efisiensi bisa tercapai dengan memperhatikan best practice yang akan dikeluarkan oleh Lembaga Komisaris dan Direktur Indonesia (LKDI).

Rekomendasi 14

Penentuan anggota komisaris dan direksi Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak perlu memperhatikan ketentuan UUPT dan Good Corporate Governance diantaranya masalah perangkapan jabatan anggota komisaris dan direksi, dengan memperhatikan berbagai untung rugi antara tugas, fungsi, dan tanggung jawab serta fiduciary duties komisaris dan direksi antara Perusahaan Anak dan Perusahaan Induk.

E. Operasional dan Bisnis

Mempelajari berbagai latar belakang dan tujuan dari demutualisasi ke empat alternatif model demutualisasi yang diterapkan di sejumlah bursa-bursa mancanegara terlihat adanya satu kesamaan, yaitu demutualisasi diharapkan dapat mendorong kemampuan daya saing Lembaga Bursa Efek dalam kegiatan operasional dan bisnis.

Untuk mencapai tujuan demutualisasi tersebut, umumnya dilakukan upaya untuk menyatukan dan mengintegrasikan fungsi bursa menjadi satu wadah yang bersinergi, demi tercapainya peningkatan kemampuan bersaing serta terciptanya pasar yang lebih efisien.

Pada model Operating Holding Company demutualisasi disertai dengan penggabungan secara vertikal dari Lembaga Bursa Efek sehingga fungsi perdagangan, kliring dan penyelesaian menjadi satu jaringan yang terintegrasi secara horisontal dan membangun aliansi dengan bursa negara lain. Lebih khusus lagi, pada model Operating Holding Company Non SRO penggabungan Lembaga Bursa Efek dilanjutkan dengan pembentukan Perusahaan Induk.

Penetapan kebijakan umum perusahaan selanjutnya menjadi tanggung jawab Perusahaan Induk, yang kemudian dijadikan acuan oleh Perusahaan Anak. Dengan demikian diharapkan semua program-program yang dilakukan oleh Perusahaan Anak akan berjalan konsisten dan terkoodinir, karena adanya panduan umum, ditambah dengan pengawasan, yang dikeluarkan oleh perusahaan induk.

Selain itu, posisi Perusahaan Induk yang bertindak sebagai SRO akan lebih menjamin adanya kesetaraan perlakuan kepada semua Perusahaan Anak. Sehingga dapat dipastikan bahwa pengambilan keputusan dalam pembenahan dan pengelolaan kegiatan usaha Perusahaan Anak akan lebih terarah dan dapat dibakukan

Efisiensi operasional perusahaandapat diterapkan seoptimal mungkin pada tingkat Perusahaan Anak oleh Perusahaan Induk akan memiliki orientasi laba. Terlebih lagi, Perusahaan Induk dalam mengambil berbagai keputusan operasional dan investasi dapat memilih untuk bersikap independen dari kepentingan pemegang saham dan regulasi Pasar Modal

Selain itu, model Operating Holding Company Non SRO memungkinkan diterapkannya sistem alokasi pembebanan biaya secara wajar dan terbuka atas semua Perusahaan Anak secara tegas, sehingga masing-masing Perusahaan Anak dapat melakukan efisiensi operasional secara tegas pula.

Rekomendasi 15

Kegiatan operasional Lembaga Bursa Efek dijalankan oleh Perusahaan Anak, sedangkan kegiatan non operasional dijalankan oleh Perusahaan Induk atau oleh Perusahaan Anak yang dibentuk khusus oleh Perusahaan Induk.

Rekomendasi 16

Kebijaksanaan umum Perusahaan Anak ditetapkan oleh Perusahaan Induk.

Demutualisasi dengan menerapkan model Operating Holding Company Non SRO memungkinkan terciptanya efisiensi dalam pengelolaan seluruh SDM perusahaan. Hal ini dimungkinkan melalui sentralisasi secara terpadu dari seluruh kegiatan administrasi, rekrutmen, remunerasi, alokasi serta program-program pengembangan SDM pada Perusahaan Induk. Goal akhir yang harus dicapai melalui upaya ini adalah terciptanya suatu centre of competence dan centre of excellence.

Pada pelaksanaan proses integrasi SDM, perlu dicermati timbulnya komplikasi dalam pengalihan SDM baik diantara Perusahaan Anak maupun pada Perusahaan Induk itu sendiri

Rekomendasi 17

Perlu dibuat perjanjian yang mengatur penyediaan jasa pendukung untuk hal-hal yang terkait dengan SDM (pengalihan, out-sourcing, riset, edukasi, keuangan, akuntansi antara perusahaan induk dan Perusahaan Anak maupun antara Perusahaan Anak yang menyediakan jasa pendukung teknologi informasi kepada Perusahaan Anak lain.

F. Regulasi

Demutualisasi dengan menggunakan Model Operating Holding Company Non SRO menguntungkan perusahaan, karena Perusahaan Induk tidak bertindak sebagai SRO, sehingga relatif lebih fleksibel dalam melakukan diversifikasi investasi dan aliansi strategis. Perusahaan Induk, dalam hal ini, dapat lebih responsif terhadap peluang untuk memperoleh pendapatan baru.

Namun perlu dicermati bahwa tidak tertutup kemungkinan timbulnya tuntutan untuk memperoleh laba dari para pemegang saham Perusahaan Induk, sehingga dapat saja Perusahaan Induk dituntut untuk menciptakan aliran pendapatan yang lebih agresif. Dihadapkan pada tuntutan seperti itu, bisa saja bisnis inti (core business) dari Perusahaan Induk keluar dari ruang lingkup Pasar Modal. Hal ini sebenarnya dapat dibenarkan, apalagi karena berdasarkan model ini, Perusahaan Induk merupakan perusahaan biasa yang dapat setiap saat mengubah bisnis intinya.

Rekomendasi **18**

Perlu pengaturan dalam UUPM terhadap masalah perizinan usaha dan ruang lingkup kegiatan usaha yang dapat dijalankan serta pengawasan Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak

Alasan utama yang melandasi pelaksanaan demutualisasi di sejumlah Lembaga Bursa Efek adalah kebutuhan untuk turut berperan pada kompetisi global, selain itu pada masa persaingan global seperti sekarang ini, pengelolaan Lembaga Bursa Efek harus mampu mengupayakan terciptanya dua kapabilitas yaitu : 1. tingkat pertumbuhan serta 2. daya saing yang berkesinambungan. Untuk itu, perlu dilakukan berbagai perubahan yang berkaitan dengan struktur kepemilikan, orientasi maupun pengelolaan Lembaga Bursa Efek.

Agar tujuan dari demutualisasi tersebut dapat berjalan dengan baik, perlu diperhatikan bahwa demutualisasi juga membawa kemungkinan terjadinya kepailitan pada Perusahaan Induk dan/ atau Perusahaan Anak pasca demutualisasi. Dengan demikian, perlu dilakukan upaya-upaya perubahan dibidang pengaturan yang berkaitan dengan struktur kepemilikan, orientasi maupun pengelolaan Lembaga Bursa Efek pasca demutualisasi. Hal ini untuk menekan terjadinya turbulensi industri akibat peristiwa-peristiwa luar biasa, seperti kepailitan Perusahaan Induk dan/atau Perusahaan Anak.

Rekomendasi **19**

Perlu pengaturan dalam undang-undang kepailitan, bahwa kepailitan Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak hanya dapat diajukan oleh Bapepam.

Rekomendasi **20**

Perlu perubahan semua ketentuan di bidang Pasar Modal yang tidak sejalan dengan konsep demutualisasi Lembaga Bursa Efek.

G. Tahapan Implementasi

Rekomendasi implementasi dibagi menjadi 4 (empat) tahapan, yaitu sebagai berikut:
(Time Schedule implementasi lihat Lampiran 5)

Tahap 1 :

Sosialisasi Hasil Kajian Tim Studi Demutualisasi Lembaga Bursa Efek.

Dalam tahap ini, hasil kajian Tim Studi disosialisasikan kepada semua pihak terkait dengan rencana implementasi demutualisasi antara lain:

1. Pemegang saham SRO, dengan tujuan meminimalkan penolakan karena masuknya pemegang saham baru yang lebih luas yang dapat mengakibatkan potensi benturan dan perbedaan kepentingan yang lebih beragam, dan meningkatkan dukungan terhadap rencana implementasi demutualisasi sehubungan dengan adanya perubahan motif usaha dari non profit menjadi profit sehingga meningkatkan potensi pendapatan;
2. Dewan Perwakilan Rakyat (DPR), dengan tujuan memberikan pemahaman yang komprehensif tentang demutualisasi sehingga bisa diperoleh dukungan optimal dalam penyempurnaan Undang-undang yang terkait dengan demutualisasi. Hal ini sekaligus memudahkan DPR dalam melaksanakan fungsi-fungsinya dalam mendorong industri Pasar Modal;
3. Departemen Kehakiman dan Hak Asasi Manusia (HAM) dengan tujuan memberikan pemahaman yang komprehensif tentang demutualisasi sehingga bisa diperoleh dukungan optimal terkait dengan kekhususan perseroan terbatas yang memiliki fungsi kelembagaan bursa dari ketentuan Perseroan Terbatas pada umumnya, antara lain kepemilikan 100% Perusahaan Anak oleh Perusahaan Induk dan pengajuan pailit lembaga Bursa Efek (Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak) oleh Bapepam;
4. Masyarakat Umum, dengan tujuan memberikan informasi mengenai perkembangan Pasar Modal khususnya terkait dengan rencana demutualisasi, sehingga dapat memunculkan calon-calon pemodal potensial untuk menjadi pemegang saham Perusahaan Induk.

Tahap II :

Pembentukan Komite Restrukturisasi SRO (Komite SRO) dan Komite Pendirian Perusahaan Induk (Komite PI).

1. Pembentukan Komite Restrukturisasi SRO

Dalam rangka pembentukan Komite SRO, pemegang saham masing-masing SRO melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) membentuk Komite SRO yang terdiri dari wakil SRO, wakil pemegang saham masing-masing SRO dan otoritas Pasar Modal.

Komite SRO mempunyai tugas-tugas sebagai berikut:

a. Mendirikan PT Teknologi Informasi (PT TI)

Dengan memperhatikan ketentuan hukum yang berlaku (UUPM), pada tahap ini yang akan diprioritaskan adalah pendirian PT TI. Langkah ini perlu dilakukan sebagai upaya untuk meningkatkan efisiensi dan efektifitas unit-unit teknologi informasi di lingkungan SRO dalam 1(satu) unit teknologi informasi yang diperuntukan bagi seluruh SRO, dan sejalan dengan tahapan rencana keseluruhan pelaksanaan demutualisasi lembaga Bursa Efek. Langkah ini juga merupakan upaya-upaya efisiensi di masing-masing SRO yang perlu diambil dalam rangka persiapan demutualisasi. Hal-hal yang akan dilakukan dalam rangka pendirian PT TI, antara lain sebagai berikut:

- 1) penyusunan business plan pendirian PT TI;
- 2) penyusunan Anggaran Dasar pendirian, penentuan modal dasar serta modal disetor serta pengembangan struktur organisasi PT TI;
- 3) penentuan bakal calon anggota Direksi serta Komisaris;
- 4) penyusunan prospektus pendirian/information memorandum PT TI;
- 5) penyusunan peraturan perusahaan;
- 6) penyusunan SOP (standar operasi prosedur);
- 7) penyusunan dokumen-dokumen hukum dan pengalihan aset oleh Direksi Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak;
- 8) penunjukan konsultan (bila diperlukan) yang bertugas untuk membantu Komite SRO dalam penyusunan *business plan* dan kajian di bidang hukum secara komprehensif;
- 9) penentuan secara kuantitatif besaran modal, pendapatan, profitabilitas PT TI;
- 10) penentuan secara kuantitatif tambahan pendapatan berdasarkan kemampuan penjualan jasa PT TI baik untuk pasar domestik maupun regional;
- 11) penentuan secara kuantitatif nilai tambah aliansi strategis TI untuk mendukung *cross border trading*.

- b. mengkaji peningkatan efisiensi SRO terkait aspek penggunaan ruang kerja antara lain penyatuan ruang kerja komisaris dan direktur, penyatuan ruang kerja fungsi-fungsi supporting services, alternatif gedung/ruang kerja yang lebih cost effective untuk semua SRO, dan penyatuan pengelolaan beberapa fungsi jasa pendukung SRO secara terpadu.
- c. mengkaji berbagai alternatif sumber pendapatan baru dan peningkatan produktifitas SRO secara maksimal dengan tetap mengupayakan peningkatan kualitas pelayanan jasa utama masing-masing SRO, antara lain seperti pengembangan produk baru, jasa layanan informasi dan edukasi;
- d. mengkaji alternatif model pengembangan SDM secara terpadu diantara SRO sehingga produktifitas dari masing-masing SRO dapat ditingkatkan secara berkesinambungan;
- e. membuat proyeksi keuangan SRO untuk tiga tahun ke depan dengan memperhatikan likuiditas, profitabilitas, dan rentabilitas yang dijadikan dasar untuk melakukan upaya-upaya restrukturisasi SRO;
- f. membuat time table rencana detail restrukturisasi SRO termasuk pendirian PT TI.

2. Pembentukan Komite Pendirian Perusahaan Induk (Komite PI)

Pemegang saham masing-masing SRO melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dapat segera membentuk Komite PI yang terdiri dari wakil SRO, wakil pemegang saham masing-masing SRO dan otoritas Pasar Modal. Komite tersebut menjalankan tugas-tugas sebagai berikut:

- a. melakukan penilaian saham SRO;
- b. menyusun business plan demutualisasi Lembaga Bursa Efek;
- c. menyusun Anggaran Dasar pendirian, penentuan modal dasar serta modal disetor serta pengembangan struktur organisasi Perusahaan Induk;
- d. memastikan penyetoran modal pemegang saham SRO pada Perusahaan Induk sesuai dengan hasil revaluasi Komite;
- e. menentukan bakal calon anggota Direksi serta Komisaris;
- f. menyusun prospektus pendirian Perusahaan Induk;
- g. menunjuk konsultan (bila diperlukan) yang bertugas untuk membantu Komite PI dalam kegiatan-kegiatan antara lain penilaian saham SROs, penyusunan business plan, dan kajian di bidang hukum secara komprehensif;
- h. membuat rencana implementasi dari pendirian Perusahaan Induk dan secara bersamaan memastikan kelangsungan dari usaha dan pelayanan jasa yang dilakukan baik oleh Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak;

- i. mengidentifikasi permasalahan-permasalahan yang mungkin timbul termasuk adanya sengketa eksternal maupun internal serta upaya antisipasi dan penyelesaiannya;
- j. mempercepat proses restrukturisasi SRO sehingga Pasar Modal Indonesia akan “*survival*”. Komite PI memiliki tanggung jawab menjamin terbentuknya struktur organisasi dari model “Operating Holding Non SRO” secara lengkap dengan memperhatikan semua aspek dan kendala dalam percepatan restrukturisasi SRO;
- k. merumuskan strategi pendirian Perusahaan Induk oleh pemegang saham SRO sehingga tingkat kehandalan dan kualitas Perusahaan Induk tersebut bisa bersaing dengan Perusahaan Induk serupa di negara lain. Dengan kondisi tersebut, maka kerjasama yang bersifat strategis dapat dilaksanakan secara optimal;
- l. mengeluarkan pedoman atau panduan terkait *Good Corporate Governance* yang bersifat *best practice* untuk lembaga SRO.

Hasil kerja dan semua rumusan Komite SRO dan Komite PI tersebut di atas disosialisasikan kepada pemegang saham, calon pemegang saham Perusahaan Induk dan Pihak lainnya, sehingga setiap pihak terkait akan memahami potensi keuntungan dan manfaat yang akan diperoleh serta kelebihan dari adanya Lembaga Bursa Efek dengan struktur holding. Disamping itu Komite PI diharapkan dapat memberikan penjelasan kepada calon mitra strategis bahwa perubahan paradigma yang mendasar dari SRO baik proses demutualisasi melalui privateplacement maupun IPO akan membuka pendekatan-pendekatan dari regulation-based menjadi risk-based.

Tahap III : **Pembentukan Perusahaan Induk**

Pada Tahap III yaitu pada tahap yang sama setelah diberlakukannya perubahan UUPM, kegiatan-kegiatan yang dilakukan adalah sebagai berikut:

- 1). pendirian Perusahaan Induk oleh Pemegang Saham Perusahaan Induk;
- 2). penyusunan peraturan perusahaan;
- 3). penyusunan SOP (standar operasi prosedur);
- 4). penyusunan dokumen-dokumen hukum dan pengalihan asset-asset SRO ke Perusahaan Induk oleh Direksi Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak;
- 5). pengalihan dan konsolidasi sebagian fungsi jasa pendukung (*supporting services*) dari SRO ke Perusahaan Induk. Fungsi-fungsi yang dialihkan antara lain fungsi SDM, Umum, Hukum dan Komunikasi Perusahaan, Riset dan Pengembangan, keuangan, akuntansi, dan internal audit.

Tahap IV :

Pengembangan Usaha dan Penyebaran Kepemilikan

- 1). mengembangkan usaha yang sedang berjalan, diversifikasi usaha baru, serta persiapan Perusahaan Induk untuk melakukan private placement atau IPO dalam rangka penyebaran kepemilikan.
- 2). Setelah Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak secara operasional berjalan maka kepemilikan saham Perusahaan Anak oleh Perusahaan Induk akan terbentuk secara formal (100 persen). Karyawan juga akan mendapatkan saham berdasarkan program ESOP.
- 3). Pengembangan sumber pendapatan melalui identifikasi sumber pendapatan, baik yang berasal dari produk dan jasa teknologi informasi yang telah dilakukan oleh unit-unit SRO pada saat ini maupun penciptaan sumber sumber pendapatan yang baru.

Lampiran 1

PERBANDINGAN DEMUTUALISASI BURSA EFEK LUAR NEGERI

Negara	Latar Belakang dan Tujuan	Struktur Organisasi dan Tata Kelola
Hong Kong (HKEx)	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Government driven</i> • Meningkatkan daya saing di pasar Asia Pasifik, dengan <i>low cost</i> • Meningkatkan efisiensi operasional, infrastruktur • Pemegang Saham mengetahui nilai jual saham & deviden, 	<ul style="list-style-type: none"> • Hong Kong Exchanges & Clearing House Ltd. (HKEx) memiliki 100% Hong Kong Future Exchange (HKFE), Stock Exchange of Hong Kong (SEHK), Hong Kong Securities Clearing House (HKSCC) yg masing-masing merupakan organisasi yang pertanggungjawabannya terpisah. • Dipimpin oleh <i>Chief of Executive Officer (CEO)</i> dan dibantu dengan beberapa komite (<i>Executive Comm, Management Comm, & Governance Comm.</i>) dan kegiatan dilaksanakan oleh BU Board (cash, derivatif, clearing, IT, ebusiness & information services) • HKEx Board 15 orang : (8 ditunjuk pemerintah, 6 ditunjuk PS, CEO) • <i>Non Executive Chairman by Directors</i> • CEO dibantu <i>Chief of Operation Officer by board</i>
London (LSE)	<ul style="list-style-type: none"> • Mempercepat antisipasi thd adanya proses konsolidasi antar Bursa Efek di Eropa dan globalisasi Bursa Efek dunia. • Menjadi entitas yang berbasis komersial. • Memaksimalkan nilai pemegang saham. • Mewujudkan LSE sbg Bursa Efek terdepan dan menjadi pengendali dalam perkembangan Bursa Efek di Eropa. 	<ul style="list-style-type: none"> • Perubahan mendasar pasca demutualisasi adalah pengoptimalan fungsi pengawasan dengan membentuk komite-komite baru. • <i>Board of Dir</i>, yi. Chairman, Deputy Chairman, Chief Executive, 2 Executive, & 8 non-Executive. • <i>Board Committees</i>: yi Remuneration Comm., Audit Comm., dan Nomination Comm. • <i>External Committee</i> yang beranggotakan Exchange Market Group. • Financial and Operational Control yg berfungsi sbg Delegation of Control. • <i>Combined Code</i> yang berfungsi menyusun rekomendasi bagi <i>Board of Director</i> berkaitan dengan remunerasi. • Susunan Board of management scr garis besar tidak mengalami perubahan, terdiri dari <i>Chief Executive Committee</i>, dan <i>Key Executives</i>.
USA (Nasdaq)	<ul style="list-style-type: none"> • Meningkatkan potensi pasar sehingga lebih kompetitif, • Menjalinkan kepemilikan strategis utk pengembangan jk panjang. • Merampingkan corporate governance. • Mengurangi <i>conflict of interest</i> antara NASD & NASDR. • Memperkuat keuangan utk persaingan & investasi teknologi. • Menfokuskan kegiatan organisasi pada keanggotaan. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bursa Nasdaq terdiri dari 22 % NASD dan 78 % Investor • NASD terdiri dari Amex LLC & NASDR • <i>Board of Governors</i> terdiri dari 12 wakil securities industry, 11 wakil non - securities industry, 1 NASD CEO, dan 3 Presiden NASD. • Dibagi dalam 3 board dimana 8 memimpin Nasdaq dan 3 memimpin NASDR sisanya memimpin NASD. • <i>The Baxter Committee</i>, bertugas dlm pembentukan struktur organisasi. • <i>The Fairness Committee</i>, bertugas menyediakan penilaian independen thd proposal restrukturisasi.

Proses dan Tahapan Demutualisasi

- Penunjukan konsultan wakil SEHK (Merrill Lynch), HKFE (Morgan Stanley), Government (HSBC, McKinsey) untuk melakukan penilaian saham
- Merger antara SEHK, HKSCC, HKFE menjadi Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx)
- Pemilik saham SEHK dan HKFE berhak atas saham HKEx dengan nilai 70:30
- Moratorium *trading right* selama dua tahun
- Saham dicatatkan di Bursa Efek.
- Tidak ada penambahan modal.

Fungsi Bursa Efek setelah Restrukturisasi/Demutualisasi

- Pada prinsipnya tetap seperti sebelum demutualisasi kecuali fungsi pengawasan (*inspection*) terhadap *exchange participant (AB)* diambil alih oleh SFC, dan batasan *market surveillance* dan lingkup masing-masing pengawasan SFC-HKEx ditetapkan dalam MoU

Pembatasan Kepemilikan

- Persetujuan SFC atas kepemilikan 5% atau lebih dari saham HKEC

- Langkah awal tidak ada merger, namun direncanakan merger dengan Deutsche Bourse dalam bentuk iX Int.
- Mengubah struktur kepemilikan saham, Pemisahan fungsi Settlement Operation dan Competent Authority,
- Me-review struktur kepemilikan Bursa di Eropa melalui proses konsolidasi dengan membentuk *Alliance Market*.
- Menunjuk Schroders Solomon Smith Barney dan Merrill Lynch sbg wakil LSE.
- Terdapat dua jenis klasifikasi saham yaitu:
 - A tanpa voting right, tanpa dividend, redeem dlm kondisi tertentu (usia 60 dan 1 bulan in advance)
 - B voting right kecuali yg bukan AB, transfer dgn restriction, dividend
- Kedua jenis klasifikasi saham tersebut Listing di Bursa Efek.

- Pembentukan Baxter comm.
- Merger antara Amex & NASD-Regulation menjadi NASD.
- Penjualan saham melalui private placement tahap I kepada AB dan issuer.
- Menunjuk konsultan penilai JP Morgan sbg financial advisor Fairness Committee dan Salomon Smith Barney sbg financial advisor NASD
- Penjualan Saham melalui private placement tahap I

- LSE merupakan Recognized Investment Exchange yang tunduk pada *Financial Service Act* dan diawasi oleh *Financial Services Authority (FSA)*.
- Fungsi settlement operation yang terpisah

- Tetap berfungsi sbg SRO

- Pembatasan saham 4.9% dan adanya pemikiran untuk dihapus.

- Pembatasan hak suara pemegang saham 5%.

PERBANDINGAN DEMUTUALISASI BURSA EFEK LUAR NEGERI

Negara	Latar Belakang dan Tujuan	Struktur Organisasi dan Tata Kelola
<p>Singapore (SGX)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Government Driven berdasarkan rekomendasi dari Committee on the Governance of Exchanges dengan tujuan untuk membentuk Financial Sector Development Furd. • Melakukan tindakan korporasi dan restrukturisasi agar sahamnya <i>marketable</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • Singapore Exch. (SGX) memiliki 100% saham SGX-Securities Trading (ST), Central Depository Pte Ltd. (CDP), SGX-Derivative Trading (DT), SGX-Derivative Clearing (DC), SGX-Information Tech. Solution (ITS) • Pemegang Saham SGX terdiri dari Anggota Bursa, Investor baru, SEL Holdings Pte Ltd (special purpose co. to offer & sale of SGX shares no vote right) • Board of Directors; chairman, executive director, 9 non-executive directors. • Executive Officers • Boards membawahi 11 Division
<p>Australia (ASX)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Mengurangi adanya inefisiensi sebagai akibat bentuk Bursa Efek yang mutual sehingga menghambat Bursa Efek untuk dapat bersaing. 	<ul style="list-style-type: none"> • Australian Stock Exchange (ASX) memiliki 100% dari ASX Operation yang memiliki 100% saham dari : <ul style="list-style-type: none"> - ASX Settlement And Transfer Corp., (CHESS Depository, dan TNS Clearing) - Stock Exchange & Clearing House (SECH) Nominees - ASX Superannuation - Option Clearing - Australian Option Market - ASX Futures Exchanges • <i>Governance structure</i>, terdiri dari: <ul style="list-style-type: none"> - Chairman & 2 Vice-chairman - Board of Directors; 11 non-executive directors. (termasuk di dalamnya Managing director). - 3 deputy managing directors - secretary - Chief of fin. officer

Proses dan Tahapan Demutualisasi

Fungsi Bursa Efek setelah Restrukturisasi/Demutualisasi

Pembatasan Kepemilikan

- Merger antara Singapore International Monetary Exch. Ltd. (SIMEX) & Stock Exch. Of Sing. (SES) serta Securities Clearing & Computer Services Ltd. (SCCS).
 - Menunjuk Merrill Lynch dan DBS Bank Singapore sebagai Lead Managers & Global Coordinators
 - Penerbitan SES, SIMEX dan SCCS di batalkan dan diganti dengan saham SGX dengan nilai yang ditetapkan berdasarkan perhitungan
 - SGX melakukan *single offer* kps SEL holding Pte. Ltd.
 - SEL melakukan penawaran melalui invitation (*retail offer, institutional placement*), dan *strategic private placement*
 - Merger dengan Clearing House Electronic Subregister System (CHESS) dan Securities Clearing House (SCH).
- Tetap berfungsi sbg SRO
 - Fungsi Bursa Efek dan derivative serta fungsi kliring dan penyelesaian dilakukan oleh anak perusahaan.
 - Berdasarkan the Exchange (demutualisation and merger) Act. pengawasan dilakukan oleh MAS.
 - SRO dengan beberapa kegiatan pengawasan dilakukan MoU dengan ASIC seperti listing atas sahamnya dan subsidiarinya dan market surveillance atas perdagangan sahamnya dan subsidiary
- Pembatasan kepemilikan saham 5%
 - Pembatasan kepemilikan saham 5%
 - Kepemilikan lebih dari 5% mengakibatkan hilangnya voting right atas kelebihan saham

Lampiran 2

METODOLOGI SWOT ANALYSIS

1 *SWOT Analysis*

SWOT Analysis merupakan alat yang dikembangkan dalam konteks disiplin ilmu manajemen strategi, dan sampai sekarang umum digunakan sebagai sarana dalam melakukan *assessment* ataupun *situational analysis* dalam mengevaluasi kondisi-kondisi yang sedang dihadapi oleh suatu organisasi.

SWOT (*Strengths*, *Weaknesses*, *Opportunities* dan *Threats*) dalam bahasa Indonesia berarti kekuatan, kelemahan, kesempatan dan ancaman. *SWOT* merupakan elemen-elemen umum yang dijumpai organisasi dalam upaya pemecahan masalah yang sedang dihadapinya.

Pendekatan *SWOT* berupaya untuk mencari keseimbangan antara kekuatan-kekuatan serta kelemahan-kelemahan internal yang dimiliki oleh suatu organisasi, dengan kesempatan dan ancaman yang ditunjukkan oleh lingkungan eksternal dari organisasi tersebut.

Dengan demikian, *SWOT analysis* mengambil pendekatan *modelling*, dimana masalah-masalah yang sedang dihadapi oleh suatu organisasi diisolasikan berdasarkan klasifikasi *SWOT*, melalui serangkaian tahapan analisis. Hasil dari analisis ini kemudian dapat digunakan sebagai salah satu pijakan dalam memformulasikan strategi manajemen, dalam mencoba memecahkan masalah yang sedang dihadapinya.

Pada intinya, *SWOT analysis* dimulai dengan menjawab pertanyaan-pertanyaan kunci, yang dikaitkan dengan *issue* yang sedang dihadapi manajemen. Sebagai panduan, pada Tabel berikut ini disampaikan pertanyaan-pertanyaan yang dapat dijadikan panduan dalam memulai melakukan *SWOT analysis*.

Perlu diingat bahwa dalam melakukan *SWOT Analysis*, dibutuhkan kehati-hatian dan kecermatan dalam pelaksanaannya. Merujuk pada tabel di bawah ini, perlu disepakati terlebih dahulu relevansi dari tiap-tiap indikator yang akan digunakan, dengan masalah aktual yang sedang dihadapi manajemen. Termasuk disini adalah, bagaimana dampak dari jawaban-jawaban atas indikator-indikator yang akan digunakan tersebut terhadap strategi yang akan diformulasikan.

Indikator-indikator Kunci Dalam melakukan SWOT Analysis

Analisis Eksternal	
Kekuatan (Strengths)	Kelemahan (Weaknesses)
Memiliki kompetensi yang menonjol.	Tidak ada arahan strategi yang jelas.
Memiliki sumber-sumber pembiayaan yang memadai.	Posisi yang tidak kompetitif.
Memiliki kepiawaian yang kompetitif.	Sarana-sarana penunjang sudah usang (obsolete)
Marketing image kuat,	Tingkat profiabilitas dibawah rata-rata.
Merupakan market leader untuk bidangnya.	Manajemen tidak menunjukkan kepiawaian dan kehandalan.
Implementasi strategi fungsional telah melalui proses pemikiran yang matang.	Tidak tersedianya sejumlah kompetensi dan skills kunci.
Memiliki kemampuan untuk beroperasi pada economies of scales.	Track record yang tidak mengembirakan dalam implementasi strategi.
Paling tidak memiliki kemampuan minimum untuk menghadapi tekanan-tekanan kuat dari pesaing.	Operasi internal ditandai oleh berbagai masalah.
Kemampuan mengembangkan teknologi.	Tertinggal di bidang riset dan pengembangan.
Keunggulan dalam hal pengeluaran biaya.	Lini produk terlalu sempit/terbatas.
Kemampuan untuk inovasi produk.	Market image lemah.
	Tidak memiliki keunggulan kompetitif.
	Kemampuan pemasaran ada dibawah rata-rata.
	Tidak mampu membiayai perubahan-perubahan yang dibutuhkan dalam implementasi strategi.
Analisis Eksternal	
Kesempatan (Opportunities)	Ancaman (Threats)
Kesempatan untuk memasuki pasar atau segmen baru.	Kemungkinan masuknya pesaing baru.
Kesempatan untuk menambah lini produk.	Meningkatnya penjualan dari produk-produk substitusi.
Kesempatan untuk melakukan diversifikasi atas lini produk yang sudah ada.	Tingkat pertumbuhan pasar yang lambat.
Kesempatan untuk menambah produk komplementer.	Kebijakan pemerintah yang tidak mendukung.
Kesempatan untuk melakukan integrasi vertikal.	Tekanan pesaing yang semakin meningkat.
Kesempatan untuk pindah ke kelompok strategis yang lebih baik.	Rentan terhadap resesi dan siklus bisnis.
Hubungan yang harmonis antara kelompok-kelompok pesaing.	Meningkatnya bargaining power dari pelanggan atau supplier.
Tingkat pertumbuhan pasar yang cepat.	Terjadi perubahan dalam tern kebutuhan pelanggan dan pembeli.
	Perubahan-perubahan demografis yang tidak mendukung.

Sumber : Certo, S.C. and Peter, J.P. (1990), halaman : 89

2 Pembentukan Skala

Dalam konteks penelitian, skala merupakan alat yang umum dipakai untuk melakukan pengukuran komposit atas sejumlah pertanyaan-pertanyaan atau indikator-indikator, yang diformulasikan sebelumnya. Untuk membentuk skala, informasi-informasi yang direpresentasikan oleh sejumlah indikator atau pertanyaan dikonversikan menjadi variable-variable baru

Ada lima (5) alasan mengapa pembentukan skala merupakan langkah yang disukai dalam pengukuran suatu konsep yang terdiri dari indikator-indikator ganda. Yaitu sebagai berikut:

- a Skala membantu mengurangi kompleksitas dari konsep yang akan diukur. Seperti yang dapat dipahami bersama, untuk mendefinisikan suatu konsep umumnya dibutuhkan indikator ganda, terutama untuk meyakinkan bahwa semua kompleksitas dari konsep tersebut dapat ditangkap secara maksimum.
- b Skala membantu dalam mengembangkan pengukuran yang bersifat valid. Skala yang didasarkan pada indikator ganda dapat membantu mengurangi distorsi dan kekeliruan klasifikasi, yang dapat saja terjadi jika penelitian menggunakan indikator tunggal untuk mengukur suatu konsep.
- c Skala membantu meningkatkan reliabilitas. Dengan dilontarkannya lebih dari satu indikator, kemungkinan terjadinya kekeliruan persepsi dapat diminimisasi.
- d Skala memungkinkan hasil dengan presisi yang lebih tinggi.
- e Skala membantu proses simplifikasi dari analisis yang sedang dilakukan.

3 Skala Likert

Masalah yang umum dijumpai dalam pemilihan teknik penyusunan skala adalah Bagaimana menentukan pertanyaan mana yang sebaiknya dimasukkan kedalam proses penyusunan skala ini. Peneliti harus dapat meyakinkan bahwa pertanyaan-pertanyaan yang diajukan merujuk kepada konsep yang sama. Untuk itu, alat bantu yang dapat dipakai untuk mengatasi masalah ini adalah Skala Likert.

Skala Likert, atau seringkali dikenal juga dengan nama *sumated scales*, mengharuskan responden untuk memilih tingkat kesepahaman atau tingkat persetujuan (*degree of agreement*) antara responden yang bersangkutan dengan pertanyaan-pertanyaan yang diajukan pada kuesioner.

Tingkat persetujuan yang dipakai pada skala Likert adalah:

Sangat Setuju - Setuju - Titik netral (*neither agree nor disagree*) - Tidak Setuju - Sangat Tidak Setuju.

Untuk menganalisis respons yang diukur dengan mengikuti skala Likert ini, setiap respons mendapatkan nilai numerik. Misalnya: sangat setuju dapat mendapat nilai = 1 dan sangat tidak setuju mendapat nilai = 5, atau sebaliknya, atau bisa juga dipakai penilaian sebagai berikut : -2, -1, 0, 1,2.

Kelebihan Skala Likert adalah mudah digunakan, dibangun dan diadministrasikan kepada responden. Instruksi yang dipakai untuk menerangkan skala Likert umumnya mudah dipahami. Sehingga dapat digunakan untuk melakukan survei diantara anak-anak sekalipun atau survei melalui telepon.

Lampiran 3

HASIL ANALISA SWOT EMPAT MODEL DEMUTUALISASI

1 ASPEK KEPEMILIKAN

SWOT	Direct Demutualization	Investment Holding Company
Strength	<ul style="list-style-type: none">• Apabila dilakukan <i>private placement</i>, dengan <i>scope business</i> yang relatif lebih terfokus, masing-masing SRO lebih mudah mencari <i>potential share-holder</i>.• Pengumpulan dana dapat dilakukan dengan efektif didasarkan kepada analisa penggunaan yang sesuai dengan kebutuhan masing-masing.• Kemudahan dalam pengaturan batasan kepemilikan• Proses restrukturisasi kepemilikan saham lembaga bursa mudah.• Pemegang saham tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan Pasar Modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas• Karena adanya pemegang saham bukan pengguna jasa langsung SRO maka objectivitas dalam penentuan kebijakan dan pengambilan keputusan terhindar dari Conflict of Interest.• Pemegang saham tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan pasar Modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas	<ul style="list-style-type: none">• Pengumpulan dana akan menjadi lebih menarik sehubungan dengan potensi pendapatan yang cukup besar dari seluruh Perusahaan Anak yang dikonsolidasi di Perusahaan Induk.• Pada tahap awal mudah dalam menentukan kepemilikan saham Perusahaan Induk sebagai entitas baru.• Perusahaan Induk menjadi pemilik mayoritas Perusahaan Anak, sehingga Perusahaan Anak sepenuhnya dikontrol oleh Perusahaan Induk (misalnya kemudahan dalam <i>corporate action</i>)• Kemudahan dalam pengaturan batasan kepemilikan• Pemegang saham Perusahaan Induk tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan Pasar Modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas• Karena adanya pemegang saham bukan pengguna jasa langsung dari Perusahaan Anak maka objectivitas dalam penentuan kebijakan dan pengambilan keputusan terhindar dari Conflict of Interest.• Tuntutan Pemegang Saham akan memacu pengembangan produk dan jasa dari Perusahaan Anak• Pemegang saham Perusahaan Induk tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan pasar Modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas
Weakness	<ul style="list-style-type: none">• Karena adanya perbedaan kepemilikan/pemegang saham masing-masing SRO akan memunculkan potensi perbedaan kepentingan.	<ul style="list-style-type: none">• Dalam hal tidak terdapat pengaturan khusus (misal pengaturan pihak/prosentase pemegang saham) oleh Perusahaan Induk, akan ada potensi penyimpangan arah dan fokus usaha Perusahaan Anak sebagai SRO.• Fokus terhadap pengembangan pasar lebih kecil karena pemegang saham belum tentu terkait dengan Pasar Modal, dan sangat fokus pada motif keuntungan.• Tuntutan pengawasan oleh Bapepam terhadap Perusahaan Anak (SRO) perlu ditingkatkan karena tidak ada kontrol Bapepam terhadap Perusahaan Induk yang pemegang saham-nya bukan merupakan pelaku Pasar Modal.• Pembatasan Hak terhadap pemegang saham Perusahaan Induk tidak lazim diberlakukan.

Operating Holding Company Non SRO

- Pengumpulan dana akan menjadi lebih menarik sehubungan dengan potensi pendapatan yang cukup besar dari seluruh Perusahaan Anak yang dikonsolidasi di Perusahaan Induk.
- Tidak ada konflik kepentingan pada level SRO/ Perusahaan Anak, karena kepemilikan SRO terpusat di Perusahaan Induk
- Kemudahan dalam pengaturan batasan kepemilikan. Pemegang saham Perusahaan Induk tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan Pasar Modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas
- Karena adanya pemegang saham bukan pengguna jasa langsung dari Perusahaan Anak maka objectivitas dalam penentuan kebijakan dan pengambilan keputusan terhindar dari Conflict of Interest.
- Pemegang saham Perusahaan Induk tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan pasar Modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas
- Belum ada ketentuan di Pasar Modal yang mengatur pembatasan kepemilikan pada Perusahaan Induk, namun tunduk pada UUPT.

Operating Holding Company SRO

- Pengumpulan dana akan menjadi lebih menarik sehubungan dengan potensi pendapatan yang cukup besar dari seluruh Perusahaan Anak yang dikonsolidasi di Perusahaan Induk.
- Pemegang saham Perusahaan Induk bukan hanya berkepentingan pada aspek financial saja.
- Fokus pengembangan pasar relatif lebih besar karena umumnya pemegang saham mempunyai cukup banyak kepentingan bagi operasional SRO.
- Memungkinkan terwujudnya sinergi antara Perusahaan Induk dengan Perusahaan Anak karena proses penentuan kebijakan dan pengambilan keputusan strategis dilakukan oleh Perusahaan Induk.
- Kemudahan dalam pengaturan batasan kepemilikan
- Pemegang saham Perusahaan Induk tidak perlu dibatasi pada pihak yang berhubungan dengan pasar Modal, sehingga akses pendanaan menjadi lebih luas
- Karena adanya pemegang saham bukan pengguna jasa langsung dari Perusahaan Anak maka objectivitas dalam penentuan kebijakan dan pengambilan keputusan terhindar dari Conflict of Interest.
- Pembatasan kepemilikan saham relatif lebih kaku karena kemungkinan pembatasan pemegang saham yang berasal dari pelaku pasar.
- Potensi kesetaraan antar Perusahaan Anak belum tentu terjamin karena Perusahaan Induk bertindak sebagai SRO.

S W O T

Direct Demutualization

Investment Holding Company

Opportunity

- Alternatif pilihan investasi periodal lebih banyak.
- Memungkinkan pihak lain di luar pasar modal untuk menjadi pemegang saham
- Memberikan kemungkinan yang lebih baik bagi penyedia jasa (TI, Lembaga Pembiayaan, Asuransi, dll) untuk menjadi pemegang saham Perusahaan Induk dan mengembangkan Pasar Modal (teknologi bursa, dll)
- Investor Pasar Modal lebih tertarik untuk menanamkan modal karena penerapan *good corporate governance* oleh Lembaga Bursa
- Memungkinkan pihak lain di luar Pasar modal untuk menjadi pemegang saham.
- Memungkinkan pihak luar untuk melakukan aliansi strategis di bidang teknologi informasi, karena orientasi investasi.
- Memungkinkan kerjasama Perusahaan Induk dengan pihak luar untuk peningkatan standard maupun aspek operasional menuju standar internasional karena Perusahaan Induk tidak dibebani kewajiban sebagai SRO,
- Memberikan kemungkinan yang lebih baik bagi penyedia jasa (TI, Lembaga Pembiayaan, Asuransi, dll) untuk menjadi pemegang saham Perusahaan Induk dan mengembangkan Pasar Modal (teknologi bursa, dll).

Threat

- Pengendalian oleh pemegang saham publik yang sama pada beberapa/seluruh SRO.
- Adanya potensi dominasi kepemilikan pemegang saham antara lain secara tidak langsung / *cross ownership*/kerjasama dengan pemegang saham lain.
- Belum ada bursa yang mengadopsi model ini, sehingga mudah bagi pihak luar memanfaatkan investasi tersebut secara tidak layak (diluar prinsip investasi yang sehat).
- Potensi kepemilikan/pengendalian Perusahaan Induk oleh Pihak yang tidak punya komitmen terhadap pengembangan Pasar Modal

Operating Holding Company Non SRO

- Melalui pemilikan Perusahaan Induk, pemodal secara tidak langsung juga memiliki seluruh SRO/ Perusahaan Anak
- Memungkinkan pihak lain di luar Pasar modal untuk menjadi pemegang saham
- Memberikan kemungkinan yang lebih baik bagi penyedia jasa (TI, Lembaga Pembiayaan, Asuransi, dll) untuk menjadi pemegang saham Perusahaan Induk dan mengembangkan Pasar Modal (teknologi bursa, dll).

- Adanya resistensi dari pemegang saham lama, karena hak eksklusif yang dimiliki selama ini berkurang.
- Potensi kepemilikan/pengendalian Perusahaan Induk oleh Pihak yang tidak punya komitmen terhadap pengembangan Pasar Modal
- Potensi dominasi kepemilikan asing besar
- Eksploitasi Perusahaan Anak oleh pemegang saham Perusahaan Induk

Operating Holding Company SRO

- Memberikan kemungkinan yang lebih baik bagi penyedia jasa (TI, Lembaga Pembiayaan, Asuransi, dll) untuk menjadi pemegang saham Perusahaan Induk dan mengembangkan Pasar Modal (teknologi bursa, dll)
- Investor Pasar Modal lebih tertarik untuk menanamkan modal karena penerapan *good corporate governance* oleh Lembaga Bursa
- Memungkinkan pihak lain di luar Pasar modal untuk menjadi pemegang saham

- Pelaksanaan fungsi SRO terkesampingkan karena tuntutan pihak luar (pemegang saham) untuk lebih menguasai gerak langkah manajemen SRO sementara itu keadaan pasar belum berkembang secara maksimal sehingga belum memberikan keuntungan pada pemegang saham
- Potensi kepemilikan/pengendalian Perusahaan Induk oleh Pihak yang tidak punya komitmen terhadap pengembangan Pasar Modal

HASIL ANALISA SWOT EMPAT MODEL DEMUTUALISASI

2 ASPEK TATA KELOLA

S W O T	Direct Demutualization	Investment Holding Company
Strength	<ul style="list-style-type: none"> • Struktur tata kelola masing-masing SRO sederhana. • Responsibility masing-masing Pengurus SRO relatif lebih jelas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kebijakan masing-masing Perusahaan Anak lebih terkoordinasi karena ada Perusahaan Induk. • Pemisahan yang jelas antara Perusahaan Induk yang bukan SRO dengan Perusahaan Anak yang SRO memungkinkan pelaksanaan tata kelola yang lebih baik, serta menghindari benturan kepentingan antara kepentingan Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak (SRO). • Adanya tanggung jawab hukum yang jelas antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak artinya Perusahaan Induk mempunyai tanggung jawab hukum terhadap kebijakan umum/strategis, sebaliknya Perusahaan Anak mempunyai tanggung jawab hukum terhadap kebijakan operasional. Adanya pemisahan dari fungsi pengembangan (oleh Perusahaan Induk) dan fungsi operasional (oleh Perusahaan Anak) sehingga masing-masing pihak dapat melaksanakan fungsinya dengan sebaik-baiknya (sinergi).
Weakness	<ul style="list-style-type: none"> • Pengawasan pemegang saham atas manajemen SRO menjadi terlalu sederhana sehingga ada kemungkinan pelaksanaan pedoman <i>good corporate governance</i> tidak terwujud sepenuhnya. • Pelaksanaan best practise yang berbeda-beda antar SRO • Potensi intervensi pemegang saham dalam menentukan kebijakan dalam menjalankan fungsi SRO. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kompleksitas dalam tata kelola karena adanya perusahaan baru sebagai Perusahaan Induk akan menambah struktur <i>governance</i>. • Belum tentu pemisahan fungsi pengembangan dan operasional dapat berjalan sebagaimana mestinya dengan adanya kemungkinan munculnya perbedaan visi dan prioritas antar Perusahaan Anak. • Adanya kemungkinan tumpang tindih antara tugas/tanggung jawab Perusahaan Induk yang bukan SRO dengan Perusahaan Anak yang SRO karena kerap kali kepentingan-kepentingan antar Perusahaan Induk dan SRO berbenturan pada situasi-situasi khusus. • Belum adanya prasarana (sumber daya) di Perusahaan Induk pada tahap awal pembentukan Perusahaan Induk. • Adanya kemungkinan benturan kepentingan pada saat Perusahaan Induk akan melakukan listing pada salah satu Perusahaan Anak.

Operating Holding Company Non SRO

- Kebijakan masing-masing Perusahaan Anak lebih terkoordinasi karena ada Perusahaan Induk.
 - Kebijakan umum ditetapkan oleh Perusahaan Induk, sehingga kebijakan yang diambil oleh masing-masing Perusahaan Anak mengacu pada kebijakan umum sehingga lebih konsisten.
 - Posisi Perusahaan Induk yang tidak bertindak sebagai SRO akan lebih menjamin adanya kesetaraan perlakuan kepada semua Perusahaan Anak.
 - Pengawasan tata kelola baik di Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak lebih mudah.
 - Pengambilan keputusan dalam membenahi dan pengelolaan kegiatan usaha Perusahaan Anak lebih mudah.
-
- Kompleksitas dalam *governance* karena adanya perusahaan baru sebagai Perusahaan Induk akan menambah struktur *governance*.

Operating Holding Company SRO

- Kebijakan masing-masing Perusahaan Anak lebih terkoordinasi karena ada Perusahaan Induk.
 - Tersedianya sumber daya dalam pembentukan Perusahaan Induk (tidak ada pembentukan perusahaan baru).
 - Adanya tanggung jawab hukum yang jelas antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak, artinya Perusahaan Induk mempunyai tanggung jawab hukum terhadap kebijakan umum/strategis, sebaliknya Perusahaan Anak mempunyai tanggung jawab hukum terhadap kebijakan operasional.
 - Perusahaan Induk yang menjalankan fungsi SRO akan lebih memahami kebutuhan/akomodatif terhadap kelangsungan usaha dan bisnis secara keseluruhan Perusahaan Anak yang menjalankan fungsi SRO.
 - Potensi penerapan *good corporate governance* karena kemampuan perusahaan untuk mengelola benturan kepentingan.
-
- Kompleksitas dalam *governance* karena adanya perusahaan baru sebagai Perusahaan Induk akan menambah struktur *governance*
 - Adanya kemungkinan munculnya dominasi salah satu SRO terhadap SRO lain.
 - Adanya kendala-kendala yang mungkin muncul dalam proses awal pembentukan Perusahaan Induk di mana akan muncul superioritas salah satu SRO yang akan menjadi Perusahaan Induk.
 - Motif for profit relatif lebih lemah karena adanya fungsi SRO pada Perusahaan Induk dilihat dari sudut pandang pemegang saham Perusahaan Induk.
 - Adanya kemungkinan benturan kepentingan yang lebih besar pada saat akan melakukan self listing karena diatur oleh SRO itu sendiri.
 - Potensi intervensi pemegang saham terhadap Perusahaan Induk dalam menentukan kebijakan dalam menjalankan fungsi SRO.

S W O T**Direct Demutualization****Investment Holding Company****Opportunity**

- Dalam hal terjadi perubahan pasar, struktur tata kelola relatif fleksibel.
- Adanya pengawasan Bapepam terhadap SRO akan mengakibatkan optimalnya pengawasan terhadap tata kelola

- Model ini mudah untuk dipakai apabila dibutuhkan kerjasama dalam bentuk aliansi strategis dengan berbagai pihak ketiga.
- Model ini mudah untuk dikembangkan menjadi bentuk kepemilikan dalam bentuk sarang laba-laba.

Threat

- Potensi penggantian pengurus masing-masing SRO lebih tinggi, karena kepentingan pemegang saham masing-masing SRO beragam.
- Pengambilan keputusan agenda RUpemegang saham oleh pemegang saham lebih sulit karena jumlah pemegang saham banyak dengan kepentingan yang beragam.
- Dengan adanya ketentuan UUPT yang membatasi jumlah minimal yang relatif tinggi untuk mengajukan agenda RUpemegang saham termasuk penggantian pengurus maka mengakibatkan penggantian pengurus lebih susah.

- Dengan adanya pengembangan usaha yang terlalu luas, memungkinkan timbulnya kerugian yang akan berakibat pada kelangsungan dari Perusahaan Anak (SRO).
- Adanya tuntutan hukum terhadap Perusahaan Induk akan berpengaruh terhadap kelangsungan operasional Perusahaan Anak.
- Adanya keterbatasan pengawasan dan perlindungan Bapepam terhadap Perusahaan Induk akan mengakibatkan kurang optimalnya tata kelola.
- Belum ada perangkat hukum yang mengatur secara khusus tentang Investment Holding Company. (kelembagaan dan perizinan yang mungkin berada di bawah Depkeu).
- Eksploitasi Perusahaan Anak oleh pemegang saham Perusahaan Induk.

Operating Holding Company Non SRO

- Tambahan partisipasi pengawasan atas pelaksanaan good corporate governance oleh stakeholder terhadap SRO dilakukan melalui Perusahaan Induk, karena stake holder bertambah dan sama untuk semua SRO.
- Dengan struktur pendukung yang terpusat, berpotensi menurunkan tingkat pelayanan dan penyelesaian masalah yang dihadapi karena
- Potensi kepemilikan/pengendalian Perusahaan Induk oleh Pihak yang tidak punya komitmen terhadap pengembangan Pasar Modal
- Potensi dominasi kepemilikan asing besar.
- Eksploitasi Perusahaan Anak oleh pemegang saham Perusahaan Induk.

Operating Holding Company SRO

- Pengawasan Bapepam terhadap tata kelola terhadap Perusahaan Induk SRO akan optimal.
- Adanya tuntutan hukum terhadap Perusahaan Induk akan berpengaruh terhadap kelangsungan operasional Perusahaan Anak
- Eksploitasi Perusahaan Anak oleh pemegang saham Perusahaan Induk

HASIL ANALISA SWOT EMPAT MODEL DEMUTUALISASI

3 ASPEK OPERASIONAL DAN BISNIS

SWOT	Direct Demutualization	Investment Holding Company
Strength	<ul style="list-style-type: none">• Independensi dan fokus pengembangan bisnis oleh masing-masing SRO.	<ul style="list-style-type: none">• Kegiatan bisnis dapat diupayakan untuk membangun keuntungan kompetitif bagi Perusahaan Anak, karena Perusahaan Induk hanya sebatas pada kegiatan investasi saja.• Pemegang saham Perusahaan Induk hanya berkepentingan pada aspek financial saja (motif keuntungan investasi, - bisnis).• Efisiensi dapat diupayakan dengan semaksimal mungkin pada pelaksanaan operasional pada tingkat Perusahaan Anak karena :<ul style="list-style-type: none">- kebijakan investasi pada Perusahaan Anak oleh Perusahaan Induk mengacu pada motif profit sehingga pelaksanaan investasi dan operasional pada tingkat Perusahaan Anak akan menjadi lebih efisien karena Perusahaan Induk bukan SRO lebih independen dari kepentingan pemegang saham yang pelaku pasar dan regulasi Pasar Modal.- sistem alokasi penbebanan biaya dapat dilakukan secara tegas sehingga masing-masing Perusahaan Anak akan melakukan efisiensi dalam operasional secara ajeg.• Pelaksanaan operasional Perusahaan Induk dengan fokus kegiatan terbatas pada kegiatan investasi, dengan operasional Perusahaan Anak sebagai SRO (dengan fokus kegiatan pada pengaturan dan pengembangan pasar) memiliki tingkat conflict of interest relatif kecil.• Menurunkan tingkat kompetisi yang negatif (friksi) diantara Perusahaan Anak• Biaya pengerahan dana lebih murah. Biaya melakukan demutualisasi lebih murah baik <i>private placement</i> atau IPO seperti biaya konsultan, biaya prospektus, promosi, <i>road show</i>, dan lain-lain karena semua dilakukan menjadi satu oleh Perusahaan Induk.

Operating Holding Company Non SRO

- Efisiensi lebih baik karena seluruh kegiatan pendukung yang sebelumnya dimiliki dan dikerjakan oleh masing-masing Perusahaan Anak akan dikerjakan oleh Perusahaan Induk.
- Biaya melakukan demutualisasi lebih murah baik *private placement* atau IPO seperti biaya konsultan, biaya prospektus, promosi, *road show*, dan lain-lain karena semua dilakukan menjadi satu oleh Perusahaan Induk.
- Efisiensi dapat diupayakan dengan semaksimal mungkin pada pelaksanaan operasional pada tingkat Perusahaan Anak karena :
 - kebijakan investasi pada Perusahaan Anak oleh Perusahaan Induk mengacu pada motif profit sehingga pelaksanaan investasi dan operasional pada tingkat Perusahaan Anak akan menjadi lebih efisien karena Perusahaan Induk bukan SRO lebih independen dari kepentingan pemegang saham yang pelaku pasar dan regulasi Pasar Modal.
 - sistem alokasi pembebanan biaya dapat dilakukan secara tegas sehingga masing-masing Perusahaan Anak akan melakukan efisiensi dalam operasional secara ajeg.

Operating Holding Company SRO

- Kegiatan bisnis dilakukan secara bersama-sama oleh Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak (sinergi) dalam kegiatan yang berkaitan dengan fungsi SRO.
- Efisiensi dalam proses demutualisasi karena tidak membentuk entitas baru.
- Pelaksanaan operasional antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak fokus, terpadu dan efisien.
- Perusahaan Induk bertindak sebagai SRO akan akomodatif dalam menentukan kebijakan investasi sehingga dapat memenuhi kebutuhan SRO.
- Dimungkinkan terbentuknya aliansi strategis dengan pemegang saham (pemegang saham sebagai penyedia TI bagi Perusahaan Induk/Anak Perusahaan).
- Fokus terhadap pengembangan pasar lebih besar karena pemegang saham disamping berorientasi komersial juga dituntut untuk mengembangkan pasar yg wajar tertib teratur untuk kurun waktu jangka panjang.
- Pemegang saham tidak terbatas sebagai pengguna jasa maka mengurangi berbagai jenis benturan kepentingan.
- Efisiensi dapat diupayakan dengan semaksimal mungkin pada pelaksanaan operasional pada tingkat Perusahaan Anak karena sistem alokasi pembebanan biaya dapat dilakukan secara tegas sehingga masing-masing Perusahaan Anak akan melakukan efisiensi dalam operasional secara ajeg.
- Biaya pengerahan dana lebih murah. Biaya melakukan demutualisasi lebih murah baik *private placement* atau IPO seperti biaya konsultan, biaya prospektus, promosi, *road show*, dan lain-lain karena semua dilakukan menjadi satu oleh Perusahaan Induk.
- Pengembangan usaha akan lebih fokus pada kegiatan Pasar Modal.

Weakness	<ul style="list-style-type: none"> • Pengembangan operasional/ bisnis tidak terkoordinasi, sehingga dapat mengakibatkan inefisiensi pada industri. • Kemungkinan munculnya tumpang tindih produk dan jasa yang ditawarkan pada industri. • Terdapat perbedaan nilai jual masing-masing SRO sehingga model ini kurang menguntungkan bagi SRO memiliki nilai jual rendah. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kinerja Perusahaan Induk semata-mata ditentukan oleh kinerja Perusahaan Anak apabila Perusahaan Induk akan listing. • Kegiatan Perusahaan Induk kemungkinan pada situasi-situasi krisis akan berbenturan kepentingan dengan kegiatan Perusahaan Anak. • Dalam hal Perusahaan Induk tidak diatur dalam peraturan perundangan Pasar Modal, maka pada situasi dimana Perusahaan Induk tidak berkinerja baik model bisnis ini tidak dapat dikatakan sebagai model yang ideal untuk mengembangkan Pasar Modal Indonesia, karena pada kondisi tersebut pertimbangan pencapaian profit lebih besar dibanding menjaga kelangsungan Perusahaan Anak sebagai SRO.
Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> • Terbuka kemungkinan untuk pengembangan produk yang diciptakan oleh masing-masing SRO untuk ditawarkan kepada masyarakat tidak terbatas pada dan tidak tergantung kepada Pihak lain, kecuali batasan yang dikeluarkan otoritas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Lebih memungkinkan gerak operasi bisnis Perusahaan Induk terutama dalam kaitan dengan aliansi strategis lebih cepat. • Lebih memungkinkan untuk melakukan diversifikasi investasi karena dorongan pemegang saham Perusahaan Induk untuk memperoleh profit.
Threat	<ul style="list-style-type: none"> • Daya saing global yang rendah karena lebih fokus pada kompetisi lokal termasuk penawaran produk dan jasa yang sama. • Dengan pangsa pasar tetap, pendistribusian point of leverage menjadi relatif kecil bagi masing-masing SRO sehingga masing-masing SRO tersebut memiliki kemampuan pengembangan yang terbatas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan Induk dapat lebih mudah dikuasai lewat <i>hostile takeover</i>, apabila prosentase kepemilikan Perusahaan Induk tidak dibatasi secara ketat (<i>lift handed</i>). • Perusahaan Anak sulit untuk mengembangkan diri apabila Perusahaan Induk dikuasai oleh pemodal yang kurang berorientasi pada pengembangan Pasar Modal misalnya asing.

Operating Holding Company Non SRO

- Proses demutualisasi lama, karena harus melakukan restrukturisasi Perusahaan Anak dan pembentukan Perusahaan Induk.
- Kinerja Perusahaan Induk tidak semata-mata ditentukan orientasi profit berdasarkan kegiatan bisnis karena sama-sama SRO sehingga kemungkinan besar profitabilitas berada di bawah model Perusahaan Induk.
- kegiatan Perusahaan Induk kemungkinan pada situasi-situasi krisis akan memiliki benturan kepentingan terhadap kegiatan industri Pasar Modal.
- Dengan adanya Perusahaan Induk maka setiap pengembangan usaha yang akan dilakukan oleh Perusahaan Anak akan lebih mudah dikoordinasikan dengan Perusahaan Anak lainnya (fleksibilitas).
- Dengan fleksibilitas dalam pengembangan usaha yang dimilikinya maka mudah dalam penyesuaian untuk meningkatkan daya saing global.
- Bisnis inti Perusahaan Induk bisa keluar dari Pasar Modal, karena Perusahaan Induk merupakan perusahaan biasa sehingga suatu saat dapat mengubah bisnis intinya.

Operating Holding Company SRO

- kinerja Perusahaan Induk tidak semata-mata ditentukan orientasi profit berdasarkan kegiatan bisnis karena sama-sama SRO sehingga kemungkinan besar profitabilitas berada di bawah model Perusahaan Induk.
- kegiatan Perusahaan Induk kemungkinan pada situasi-situasi krisis akan memiliki benturan kepentingan terhadap kegiatan industri Pasar Modal.
- Kemungkinan munculnya kompetisi yang tidak sehat antara Perusahaan Induk dengan Perusahaan Anak karena posisinya sama-sama sebagai SRO. Perusahaan Induk mengutamakan operasional Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak hanya yang terkait dengan fungsi SRO yang dijalankan oleh Perusahaan Induk.
- Karena Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak melakukan kegiatan operasional sebagai SRO, maka masing-masing lebih memungkinkan untuk melakukan aliansi strategis yang bersinergi tinggi dalam rangka pengembangan Pasar Modal.
- Pengembangan pasar terutama perdagangan dan produk terkoordinasi.
- Kegiatan operasional Perusahaan Anak yang bertindak sebagai SRO akan terganggu apabila ada tuntutan hukum (pailit) terhadap Perusahaan Induk.
- Relatif ada kendala dibanding dengan model lainnya dalam melakukan aliansi strategis karena harus mempertimbangkan pendapat dan kepentingan dari para anggota yang cukup banyak jumlahnya.

HASIL ANALISA SWOT EMPAT MODEL DEMUTUALISASI

4 ASPEK SUMBER PENDAPATAN

S W O T	Direct Demutualization	Investment Holding Company
Strength	<ul style="list-style-type: none"> • Penambahan sumber pendapatan sesuai dengan kebutuhan masing-masing SRO, sehingga perencanaan dan pelaksanaan kegiatan usaha sinkron. Kombinasi sumber pendapatan seluruh SRO bertambah. 	<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan Induk relatif fleksibel dalam melakukan diversifikasi investasi karena Perusahaan Induk tidak bertindak sebagai SRO. • Tercipta suasana yang kondusif karena terjadi kompetisi dalam perolehan pendapatan antar Perusahaan Anak. • Perusahaan Induk akan lebih responsif terhadap perolehan pendapatan baru karena Perusahaan Induk SRO berkepentingan langsung terhadap pendanaan atas kegiatan-kegiatan SRO yang di jalankan oleh Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak.
Weakness	<ul style="list-style-type: none"> • Tuntutan tambahan sumber pendapatan berpotensi tidak terkoordinasikannya pengembangan satu SRO dengan SRO lainnya. 	<ul style="list-style-type: none"> • Penciptaan pendapatan stream line baru akan lebih menitikberatkan pada kelayakan pada sisi profit (kurang memperhatikan kelayakan pada sisi pengembangan pasar). • Terdapat potensi munculnya konflik pada Perusahaan Anak (antara profit motif dan SRO) dalam pengembangan produk baru bagi perluasan pendapatan.
Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> • Relatif lebih mudah untuk "membeli" expertise dari bursa lain yang segera dapat dimodifikasikan untuk pengembangan produk dan jasa lembaga bursa kita, karena sudah terkonsentrasi pada produk SRO. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tuntutan akan perolehan profit dari pemegang saham Perusahaan Induk akan menuntut penciptaan pendapatan stream line yang lebih agresif. • Mudah membentuk aliansi strategis yang bermuara pada penciptaan sumber pendapatan baru. • Relatif mudah membangun berbagai produk dan jasa yang bersifat generik secara silang dengan lembaga bursa lainnya karena selalu adanya kebutuhan yang bersifat komplementer. • Relatif lebih mudah untuk "membeli" expertise dari bursa lain yang segera dapat dimodifikasikan untuk pengembangan produk dan jasa lembaga bursa kita, karena sudah terkonsentrasi pada produk SRO.
Threat	<ul style="list-style-type: none"> • Minat pemodal untuk berinvestasi pada SRO yang bersangkutan kurang, karena kurang sinerginya masing-masing SRO tersebut. 	<ul style="list-style-type: none"> • Apabila kita belum siap sepenuhnya untuk melakukan aliansi strategis maka akan dengan mudah dikuasai sumber pendapatannya atau daya survivalnya oleh partner aliansi • Selama kita belum berorientasi pada pengembangan teknologi yang merupakan titik utama keunggulan lembaga bursa maka sulit untuk mendapatkan partner strategis.

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 SRO berkepentingan langsung terhadap pendanaan atas kegiatan-kegiatan SRO yang dijalankan oleh Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak.
- Perusahaan Induk relatif kurang fleksibel dalam melakukan diversifikasi investasi karena Perusahaan Induk harus selalu mempertimbangkan kepentingan bisnis SRO (pemakai jasa) yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan Perusahaan Induk.
- Tuntutan akan perolehan profit dari pemegang saham Perusahaan Induk akan menuntut penciptaan pendapatan stream line yang lebih agresif.
- Relatif lebih mudah untuk "membeli" expertise dari bursa lain yang segera dapat dimodifikasikan untuk pengembangan produk dan jasa lembaga bursa kita, karena sudah terkonsentrasi pada produk SRO.
- Bisnis inti Perusahaan Induk bisa keluar dari Pasar Modal, karena Perusahaan Induk merupakan perusahaan biasa sehingga suatu saat dapat mengubah bisnis intinya.

Operating Holding Company SRO

- Se jauh pengembangan produk masih mengikuti ruang lingkup produk dan jasa ke bursa yang didukung dengan teknologi mutakhir, maka daya saing-lebih (percepatan pada tahap awal sudah tersedia sumber daya) akan lebih mudah diwujudkan karena sumber daya telah tersedia secara memadai.
- Perusahaan Induk akan lebih responsif terhadap perolehan pendapatan baru karena Perusahaan Induk SRO berkepentingan langsung terhadap pendanaan atas kegiatan-kegiatan SRO yang dijalankan oleh Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak.
- Perusahaan Induk relatif kurang fleksibel dalam melakukan diversifikasi investasi karena Perusahaan Induk harus selalu mempertimbangkan kepentingan bisnis SRO (pemakai jasa) yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan Perusahaan Induk.
- Tuntutan akan perolehan profit dari pemegang saham harus memperhatikan fungsi SRO sehingga berdampak kurang agresif.
- Dapat dibentuk aliansi strategis yang bermuara pada penciptaan sumber pendapatan baru apabila kedua belah pihak yang berpartner telah memiliki kemampuan dalam pengembangan produk dan jasa yang kurang lebih seimbang.
- Relatif lebih mudah untuk "membeli" expertise dari bursa lain yang segera dapat dimodifikasikan untuk pengembangan produk dan jasa lembaga bursa kita, karena sudah terkonsentrasi pada produk SRO.
- Kerjasama antara dua atau lebih bursa membutuhkan MOU/perjanjian sebagai payung untuk penundukan hukum terhadap produk/jasa yang akan dikembangkan oleh masing-masing lembaga bursa.
- Apabila kita belum siap sepenuhnya untuk melakukan aliansi strategis maka akan dengan mudah dikuasai sumber pendapatannya atau daya survivalnya oleh partner aliansi.

HASIL ANALISA SWOT EMPAT MODEL DEMUTUALISASI

5 ASPEK SUMBER DAYA MANUSIA (SDM)

S W O T	Direct Demutualization	Investment Holding Company
Strength	<ul style="list-style-type: none"> Rekrutmen dan pengalokasian SDM dilakukan oleh masing-masing SRO. Kebijakan SDM dilakukan oleh masing-masing SRO sehingga lebih fleksibel dan akan memberikan motivasi pegawai. 	<ul style="list-style-type: none"> Kebijaksanaan SDM terpadu antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak.
Weakness	<ul style="list-style-type: none"> Banyak fungsi pendukung pada SRO yang <i>overlapping</i>, sehingga biaya dan jumlah SDM secara keseluruhan lebih besar. 	<ul style="list-style-type: none"> Pada tahap awal implementasi akan terjadi inefisiensi karena tidak adanya pengurangan biaya SDM dimana masih terdapat duplikasi unit pendukung. Adanya penambahan biaya SDM (BOD, BOC, staf baru dalam jumlah terbatas) sebagai konsekuensi pembentukan entitas baru. Memberikan kesempatan kepada SDM Perusahaan Anak yang memiliki kemampuan bidang investasi atau bidang lain yang sejalan dengan kegiatan usaha baru yang dikembangkan Perusahaan Induk .
Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> Kesempatan pemilihan sumber daya dari luar lebih leluasa dan sesuai dengan kebutuhan serta kemampuan dana masing-masing SRO. 	<ul style="list-style-type: none"> Terbuka kemungkinan Perusahaan Induk merekrut SDM yang qualified baik dari dalam maupun dari luar sehingga akan mempercepat pengembangan Pasar Modal. Potensi pengembangan karir SDM lebih terbuka mengingat SDM terpusat pada Perusahaan Induk sehingga memudahkan penempatan SDM yang bersangkutan.
Threat	<ul style="list-style-type: none"> Transfer SDM antar SRO yang tidak terkendali, karena perbedaan <i>performance</i> dan imbalan yang diterima SDM. 	<ul style="list-style-type: none"> Kebijakan dan peraturan SDM yang ditetapkan oleh Perusahaan Induk bersifat seragam kurang memberikan dorongan motivasi bagi SDM yang berpotensi tinggi.

- Pengelolaan SDM oleh Perusahaan Induk dapat meningkatkan efisiensi karena seluruh kegiatan administrasi, rekrutmen, remunerasi, alokasi, pengembangan SDM dapat dilakukan secara terpusat/terpadu yang pada akhirnya dapat menciptakan *centre of excellent*.
- Kompleksitas dalam pengalihan SDM baik diantara Perusahaan Anak maupun Perusahaan Induk
- Karena ada proses seleksi yang ketat terhadap SDM, sehingga menghasilkan SDM berkualitas dapat menunjang kegiatan pengembangan Pasar Modal
- Potensi pengembangan karir SDM lebih terbuka mengingat SDM terpusat pada Perusahaan Induk sehingga memudahkan penempatan SDM yang bersangkutan
- Adanya potensi resistensi dari SDM dalam hal terjadi penyesuaian struktur dan pengalihan personel terutama untuk kegiatan pendukung yang saling duplikasi.
- Kebijakan dan peraturan SDM yang ditetapkan oleh Perusahaan Induk bersifat seragam kurang memberikan dorongan motivasi bagi SDM yang berpotensi tinggi.
- Adanya pembagian tugas dan tanggung jawab yang jelas antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak dalam penyediaan jasa SDM bagi Perusahaan Anak untuk fungsi pendukung.
- Adanya kemungkinan *right sizing* dalam struktur organisasi Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak
- Kebijakan SDM terpadu antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak
- Pengelolaan SDM oleh Perusahaan Induk dapat meningkatkan efisiensi karena seluruh kegiatan administrasi, rekrutmen, remunerasi, alokasi, pengembangan SDM dapat dilakukan secara terpusat/terpadu yang pada akhirnya dapat menciptakan *centre of excellent*.
- Adanya potensi resistensi dari SDM dalam hal terjadi pengurangan jumlah SDM
- Adanya kendala psikologis antara SRO yg ada dalam menetapkan lembaga yg ada sebagai Perusahaan Induk
- Kompleksitas dalam pengalihan SDM baik diantara Perusahaan Anak maupun Perusahaan Induk.
- Memberikan kesempatan kepada SDM Perusahaan Anak yang memiliki kemampuan bidang investasi atau bidang lain yang sejalan dengan kegiatan usaha baru yang dikembangkan Perusahaan Induk.
- Potensi pengembangan karir SDM lebih terbuka mengingat SDM terpusat pada Perusahaan Induk sehingga memudahkan penempatan SDM yang bersangkutan.
- Kebijakan dan peraturan SDM yang ditetapkan oleh Perusahaan Induk bersifat seragam kurang memberikan dorongan motivasi bagi SDM yang berpotensi tinggi.

HASIL ANALISA SWOT EMPAT MODEL DEMUTUALISASI

6 ASPEK TEKNOLOGI INFORMASI (TI)

S W O T	Direct Demutualization	Investment Holding Company
Strength	<ul style="list-style-type: none"> • Pengembangan dan pemilihan teknologi informasi fleksibel dan tepat guna sesuai kebutuhan masing-masing SRO. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kebijaksanaan teknologi informasi terpadu antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak. • Dengan kebijakan terpadu akan diperoleh efisiensi investasi tertentu. • Dengan unit teknologi informasi terpisah antar Perusahaan Anak terdapat kondisi pemisahan tugas dan tanggung jawab yang jelas.
Weakness	<ul style="list-style-type: none"> • Biaya pengembangan dan pemeliharaan teknologi informasi secara keseluruhan industri Pasar Modal relatif mahal. • Integrasi sistem teknologi informasi antar institusi Pasar Modal relatif sulit • Kurangnya sinergi dalam pengembangan sistem teknologi informasi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Adanya teknologi informasi di masing-masing Perusahaan Anak, pada konteks/kondisi tertentu berpotensi memiliki inefisiensi atau duplikasi dalam pengembangan bisnis teknologi informasi di masing-masing Perusahaan Anak. • Pada tahap awal, terdapat kesulitan dan potensi biaya yg harus dikeluarkan untuk penyeragaman kebijaksanaan teknologi informasi antar Perusahaan Anak.

Operating Holding Company Non SRO

- Integrasi teknologi informasi akan menunjang kegiatan usaha Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak.
- Terciptanya integrasi teknologi informasi Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak baik dari segi kebijakan maupun operasional atas kegiatan utama dari masing-masing Perusahaan Anak.
- Utilisasi yang optimal sumber daya teknologi informasi (sharing hardware, software, jaringan dan sumber daya manusia) baik antar Perusahaan Anak maupun dengan Perusahaan Induk.
- Efisiensi dalam investasi, pemeliharaan dan pengembangan teknologi informasi secara keseluruhan, karena perencanaan yang sudah terintegrasi dan solid.

- Terpisahnya teknologi informasi dari kegiatan utama dapat mengakibatkan pola hubungannya lebih birokratis.
- Pada tahap awal, terdapat kesulitan dan potensi biaya yg harus dikeluarkan untuk penyeragaman kebijaksanaan teknologi informasi antar Perusahaan Anak.

Operating Holding Company SRO

- Kebijaksanaan teknologi informasi terpadu antara Perusahaan Induk dan Perusahaan Anak.
- Utilisasi yang optimal sumber daya teknologi informasi (sharing hardware, software, Jaringan dan sumber daya manusia) baik antar Perusahaan Anak maupun dengan Perusahaan Induk.
- Dengan kebijakan terpadu akan diperoleh efisiensi investasi tertentu.

- Potensi teknologi informasi lebih mengutamakan kepentingan Perusahaan Induk dibanding Perusahaan Anak yang lain.
- Pada tahap awal, terdapat kesulitan dan potensi biaya yg harus dikeluarkan untuk penyeragaman kebijaksanaan teknologi informasi antar Perusahaan Anak.
- Pembentukan unit teknologi informasi terpadu menimbulkan konsekuensi penyatuan tugas dan tanggung jawab teknologi informasi untuk pelaksanaan kegiatan teknologi informasi di Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak.

Opportunity

- Memberikan kesempatan untuk Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak guna mulai memikirkan untuk menjadi Regional Exchange (REX).
- Apabila perkembangan teknologi informasi berlangsung secara positif maka ada kemungkinan untuk mempercepat aliansi strategis di bidang teknologi informasi.
- Terbuka kemungkinan bagi masing-masing SRO untuk melakukan kerja sama dengan pihak lain.
- Memberikan kesempatan untuk Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak guna mulai memikirkan untuk menjadi Regional Exchange (REX).
- Apabila perkembangan teknologi informasi berlangsung secara positif maka ada kemungkinan untuk mempercepat aliansi strategis di bidang teknologi informasi.
- Bisa menjadi profit center dengan menyediakan jasa-jasa teknologi informasi kepada Pihak lain diluar SRO.

Threat

- Munculnya konsep lembaga Bursa modern yang sangat tergantung pada teknologi informasi yang menyebabkan pergeseran persaingan antar Pasar Modal yang sangat tergantung pada kemampuan pengembangan teknologi informasi.
- Perkembangan global teknologi informasi sulit direspon secara cepat karena kurangnya koordinasi dari masing-masing SRO dalam pengembangan teknologi informasi.
- Munculnya konsep lembaga Bursa modern yang sangat tergantung pada teknologi informasi yang menyebabkan pergeseran persaingan antar Pasar Modal yang sangat tergantung pada kemampuan pengembangan teknologi informasi.
- Kebijakan teknologi informasi yg ditetapkan oleh Perusahaan Induk belum tentu dapat mengakomodasikan semua kemampuan Perusahaan Anak sehingga arah pengembangan teknologi informasi secara keseluruhan tidak sinkron sehingga mengancam daya saing global dari segi teknologi informasi.

Operating Holding Company Non SRO

- Memberikan kesempatan untuk Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak guna mulai memikirkan untuk menjadi Regional Exchange (REX).
- Apabila perkembangan teknologi informasi berlangsung secara positif maka ada kemungkinan untuk mempercepat aliansi strategis di bidang teknologi informasi.
- Bisa menjadi profit center dengan menyediakan jasa-jasa teknologi informasi kepada Pihak lain diluar SRO.

- Munculnya konsep lembaga Bursa modern yang sangat tergantung pada teknologi informasi yang menyebabkan pergeseran persaingan antar Pasar Modal yang sangat tergantung pada kemampuan pengembangan teknologi informasi
- Kebijakan teknologi informasi yg ditetapkan oleh Perusahaan Induk belum tentu dapat mengakomodasikan semua kemampuan Perusahaan Anak sehingga arah pengembangan teknologi informasi secara keseluruhan tidak sinkron sehingga mengancam daya saing global dari segi teknologi informasi
- Potensi konflik kepentingan antara pelayanan terhadap SRO dengan pengembangan bisnis teknologi informasi sendiri (profit making).
- Potensi pesaing yang memberikan jasa teknologi informasi lebih baik dari pada jasa teknologi informasi yang diberikan Perusahaan Induk atau Perusahaan Anak terhadap SRO.

Operating Holding Company SRO

- Memberikan kesempatan untuk Perusahaan Induk maupun Perusahaan Anak guna mulai memikirkan untuk menjadi Regional Exchange (REX).
- Apabila perkembangan teknologi informasi berlangsung secara positif maka ada kemungkinan untuk mempercepat aliansi strategis di bidang teknologi informasi.
- Bisa menjadi profit center dengan menyediakan jasa-jasa teknologi informasi kepada Pihak lain diluar SRO.

- Munculnya konsep lembaga Bursa modern yang sangat tergantung pada teknologi informasi yang menyebabkan pergeseran persaingan antar Pasar Modal yang sangat tergantung pada kemampuan pengembangan teknologi informasi
- Kebijakan teknologi informasi yg ditetapkan oleh Perusahaan Induk belum tentu dapat mengakomodasikan semua kemampuan Perusahaan Anak sehingga arah pengembangan teknologi informasi secara keseluruhan tidak sinkron sehingga mengancam daya saing global dari segi teknologi informasi

HASIL PENILAIAN TIM TERHADAP ALTERNATIF MODEL DEMUTUALISASI

Angg. Tim	Kepemilikan				Tata Kelola				Operasional/Bisnis				Sumber Pendapatan				SDM				Teknologi Informasi				
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	
1	0,19	0,16	0,17	0,20	1,05	1,15	1,20	1,15	0,64	0,74	0,82	0,72	0,55	0,90	1,00	0,85	0,85	0,35	0,37	0,43	0,37	0,36	0,69	0,75	0,60
2	0,18	0,15	0,17	0,18	0,15	0,85	1,15	0,80	0,42	0,76	0,90	0,86	0,40	0,70	0,85	0,60	0,60	0,28	0,42	0,45	0,30	0,36	0,54	0,69	0,48
3	0,24	0,21	0,21	0,22	1,40	1,20	1,15	1,25	0,90	0,80	0,78	0,84	1,00	0,80	0,80	0,80	0,80	0,47	0,40	0,40	0,43	0,66	0,66	0,72	0,72
4	0,15	0,17	0,13	0,16	1,00	0,90	0,80	0,95	0,54	0,42	0,42	0,56	0,70	0,75	0,65	0,70	0,33	0,27	0,23	0,33	0,45	0,54	0,57	0,60	
5	0,13	0,09	0,11	0,12	0,60	0,75	1,15	0,55	0,26	0,52	0,68	0,50	0,30	0,60	0,50	0,35	0,22	0,22	0,27	0,23	0,21	0,36	0,51	0,36	
6	0,17	0,17	0,17	0,11	0,90	0,95	1,05	0,85	0,52	0,70	0,68	0,58	0,40	0,70	0,60	0,60	0,30	0,32	0,37	0,28	0,33	0,48	0,57	0,42	
7	0,17	0,19	0,18	0,18	0,85	1,30	1,30	1,15	0,72	0,74	0,74	0,74	0,65	0,70	0,70	0,75	0,75	0,30	1,37	1,37	0,37	0,51	0,57	0,57	0,57
8	0,21	0,17	0,16	0,16	0,90	1,20	1,25	1,00	0,54	0,84	0,86	0,86	0,55	0,75	0,75	0,75	0,27	0,40	0,42	0,37	0,36	0,57	0,69	0,60	
9	0,10	0,16	0,19	0,18	1,00	1,15	1,20	0,80	0,48	0,78	0,92	0,74	0,20	0,90	0,85	0,50	0,32	0,38	0,40	0,30	0,36	0,57	0,63	0,51	
10	0,17	0,21	0,17	0,15	1,05	1,35	1,35	1,00	0,48	0,64	0,80	0,80	0,45	0,90	0,95	0,70	0,35	0,45	0,45	0,37	0,33	0,66	0,69	0,51	
11	0,20	0,14	0,14	0,13	1,00	1,30	1,35	0,95	0,54	0,72	0,80	0,72	0,40	0,90	0,80	0,75	0,37	0,42	0,38	0,37	0,30	0,54	0,60	0,51	
12	0,20	0,15	0,16	0,17	1,20	1,10	1,35	1,05	0,70	0,68	0,68	0,78	0,55	0,75	0,85	0,70	0,32	0,37	0,42	0,37	0,42	0,63	0,72	0,57	
13	0,13	0,14	0,15	0,15	1,05	1,05	1,05	0,85	0,32	0,70	0,76	0,70	0,60	0,75	0,80	0,80	0,27	0,30	0,33	0,30	0,36	0,36	0,60	0,51	
14	0,18	0,22	0,19	0,19	0,90	1,05	1,10	1,05	0,68	0,80	0,78	0,80	0,65	0,85	0,70	0,65	0,32	0,32	0,33	0,33	0,39	0,54	0,54	0,57	
15	0,21	0,20	0,20	0,20	1,10	1,30	1,30	1,05	0,74	0,84	0,86	0,94	0,75	0,90	0,90	0,85	0,32	0,37	0,43	0,35	0,33	0,63	0,75	0,60	
16	0,17	0,15	0,14	0,15	1,00	1,00	1,20	0,95	0,42	0,60	0,92	0,78	0,45	0,65	0,85	0,85	0,27	0,32	0,35	0,32	0,30	0,45	0,66	0,57	
17	0,23	0,14	0,15	0,17	0,95	1,25	1,45	1,00	0,46	0,76	0,88	0,76	0,40	0,90	1,00	0,70	0,35	0,38	0,38	0,37	0,45	0,69	0,69	0,69	
Rata-rata	0,18	0,17	0,16	0,17	1,01	1,11	1,20	0,96	0,55	0,71	0,79	0,75	0,53	0,79	0,80	0,70	0,32	0,36	0,38	0,34	0,38	0,56	0,61	0,55	

Keterangan :

- A : Direct Demutualization Scoring : Nilai Parameter X Bobot Penilaian X 1 Per Jumlah Parameter
- B : Investment Holding Company - Skala nilai parameter : 1-5
- C : Operating Holding Company Non SRO - Bobot penilaian : Kepemilikan (5), Tata kelola (30), operasional/bisnis (20)
- D : Operating Holding Company SRO sumber pendapatan (20), SDM (10), TI (15)

Lampiran 5

TIME SCHEDULE TAHAPAN IMPLEMENTASI DEMUTUALISASI LEMBAGA BURSA EFEK

Tahun	2002		2003		2004	
Semester	I	II	I	II	I	II
Tahapan	II		III		IV	
Kegiatan	1 Penyampaian Hasil Kajian Studi Demutualisasi kepada Ketua Bapepam. 2 Sosialisasi Hasil Kajian Studi Demutualisasi antara lain kepada pemegang saham SRO, anggota DPR, Depke dan publik.	1 Pembentukan Komite Restrukturisasi SRO. 2 Pendirian PT Teknologi Informasi. 3 Pembentukan Komite Pendirian Perusahaan Irdk.	1 Pendirian Perusahaan Irdk. 2 Pengalihan aset-aset dan fungsi <i>supporting services</i> dari SRO ke Perusahaan Irdk.	1 Pengembangan usaha (diversifikasi usaha/ produk Perusahaan Irdk) 2 <i>Private placement</i> Perusahaan Irdk. 3. IPO Perusahaan Irdk.	1 Pengembangan usaha (diversifikasi usaha/ produk Perusahaan Irdk)	1 Pengembangan usaha (diversifikasi usaha/ produk Perusahaan Irdk)

Lampiran 6

SUSUNAN TIM STUDI DEMUTUALISASI BURSA EFEK

(Berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep- Kep-10/PM/2001 dan Kep-18/PM/2001)

PENGARAH

Ketua

Arys Ilyas

(Kepala Biro Transaksi dan Lembaga Efek, Badan Pengawas Pasar Modal)

Anggota

Robinson Simbolon

(Kepala Biro Perundang-undangan dan Bantuan Hukum, Badan Pengawas Pasar Modal)

Freddy R. Saragih

(Kepala Biro Pengelolaan Investasi dan Riset, Badan Pengawas Pasar Modal)

Mas Achmad Daniri

(Direktur Utama PT Bursa Efek Jakarta)

Anton Natakoesoemah

(Direktur Utama PT Bursa Efek Surabaya)

Erry Firmansyah

(Direktur Utama PT Kustodian Sentral Efek Indonesia)

Tubagus M. Hasjim

(Direktur Utama PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia)

PELAKSANA

Ketua

Sigit Sumarno

(Kepala Bagian Bina Lembaga Bursa Efek, Bapepam)

Wakil Ketua

Justitia Tripurwasani

(Kepala Sub Bagian Pengawasan Bursa Efek, Bapepam)

Anggota

Ary Wahyuni

(Kepala Bagian Perundang-undangan, Bapepam)

Sutrisno

(Kepala Bagian Bantuan Hukum, Bapepam)

I Made Yoga

(Kepala Sub Bagian Pengawasan Lembaga Kliring dan Penjaminan, Bapepam)

I Wayan Jenawi

(Kepala Sub Bagian Pengawasan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Bapepam)

Retno Ici

(Kepala Sub Bagian Peraturan Biro Transaksi dan Lembaga Efek, Bapepam)

Redinal Aminoedin

(Kepala Divisi Hukum PT BEJ)

Kardi S. Dahlan

(Kepala Divisi Riset dan Pengembangan PT BEJ)

Saka Abadi

(Peneliti Senior PT BEJ)

Widodo

(Peneliti Senior PT BEJ)

Dwi Pradipta

(Kepala Divisi Perdagangan Saham PT BES)

Chandra Widiansjah

(Kepala Divisi Teknologi Informasi PT BES)

Arca Billy

(Kepala Divisi Hukum PT KSEI)

Raoul W. Hardojo

(Kepala Divisi Pengawasan Internal PT KSEI)

Sulistyo Budi

(Kepala Divisi Sistem Informasi Manajemen PT KSEI)

Hasan Fawzi

(Kepala Divisi Teknologi Informasi PT KPEI)

Hoesen

(Kepala Divisi Penjaminan dan Pengendalian Risiko PT KPEI)

R.M. Irwan

(PIC Divisi Hukum dan Komunikasi Perusahaan PT KPEI)

Soemarjono

(Penasehat Hukum, Kantor Konsultan Hukum Soemarjono, Herman & Rekan)

SEKRETARIAT

Koordinator

Muhammad Halamsyah

(Kepala Sub Bagian Pengawasan Obligasi Pemerintah, Bapepam)

Anggota

Ridwan

(Staf Biro Transaksi dan Lembaga Efek, Bapepam)

Muhammad Arif Budiman

(Staf Biro Transaksi dan Lembaga Efek, Bapepam)

DAFTAR PUSTAKA

- 1 Certo, S.C. and Peter, J.P., Strategic Management : A Focus On Process, McGraw Hill International Editions, Random House, New York, U.S.A. : 1990.
- 2 De Vaus, D.A. , Surveys in Social Research, University College London Press, Ltd. , London, U.K. : 1991.
- 3 Hawkins, D.I. and Tull, D.S. Essentials Of Marketing Research, MacMillan Publishing Co. , New York, U.S.A : 1994.
- 4 Australian Stock Exchange, "Australian Stock Exchange Listing Information", August 1998.
- 5 Badan Pengawas Pasar Modal, "Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004", 1 Nopember 1999.
- 6 Bursa Efek Jakarta, PT, "Laporan Keuangan Tahunan 1999 Audited", Maret 2000.
- 7 _____, "Laporan Keuangan Tahunan 2000 Audited", Maret 2001.
- 8 _____, "Laporan Realisasi Anggaran dan Penggunaan Laba", Januari 2002.
- 9 Bursa Efek Surabaya, PT, "Laporan Keuangan Tahunan 1999 Audited", Maret 2000.
- 10 _____, "Laporan Keuangan Tahunan 2000 Audited", Maret 2001.
- 11 _____, "Laporan Realisasi Anggaran dan Penggunaan Laba", Januari 2002.
- 12 Committee on Governance of The Exchange (Singapore), "Report of Committee on Governance of The Exchange", January 18, 2001.
- 13 Fok, L. "Demutualization, Merger and Listing: The Hongkong Experience", APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Agustus 2001.
- 14 Government of Hongkong Special Administrative Region. "A Policy Paper on Securities And Future Market Reform, March 1999.
- 15 Grose,C. "Demutualization of Exchange, The Conflict of Interest", APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Agustus 2001.
- 16 Holthouse, D. "The Structure of a Demutualized Exchange: The Capital market Issues", APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Agustus 2001.
- 17 _____, "Demutualization of Exchange, The Conflict of Interest", APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Agustus 2001.
- 18 _____, "The Conversion to a Demutualized Exchange : ASX's Experience", APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Agustus 2001.
- 19 Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx) . "Intruduction of The Entire Issued Share Capital of HKEx", June 22, 2000.
- 20 Hughes, P.S. "Exchange Demutualization", APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Agustus 2001.
- 21 Karamel, R.S. "Motivations, Mechanics and Model for Exchange Demutualization in The United State", APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila: 13-14 Agustus 2001.

22. Kliring Penjaminan Efek Indonesia, PT, "Laporan Keuangan Tahunan 1999 Audited",
Maret 2000.
23. _____, "Laporan Keuangan Tahunan 2000 Audited", Maret 2001.
24. _____, "Laporan Realisasi Anggaran dan Penggunaan Laba", Januari 2002.
25. Kustodian Sentral Efek Indonesia, PT, "Laporan Keuangan Tahunan 1999 Audited", Maret 2000.
26. _____, "Laporan Keuangan Tahunan 2000 Audited", Maret 2001.
27. _____, "Laporan Realisasi Anggaran dan Penggunaan Laba", Januari 2002.
28. Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance, "Pedoman Good Corporate Governance", 8
Maret 2001.
29. London Stock Exchange, "Information Memorandum", February 2, 2000.
30. Ngiap, L.B. "Regulation of a Demutualized Exchange", APEC Financial Regulators Training Initiative
Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Augustus 2001
31. OICV-IOSCO. "Issues Paper on Exchange Demutualization", June, 2001.
32. Pearson, W. "The Conversion to a Demutualized Exchange: The Hongkong Regulator's Experience",
APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila
13-14 Augustus 2001.
33. _____, "Demutualization of Exchange: Conflict of Interest, Hongkong Experience", APEC
Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14
Augustus 2001.
34. Shaw, A. "The Demutualization and Listing of The Singapore Exchange Limited, APEC Financial
Regulators Training Initiative Regional Seminar Demutualization of Exchange, Manila 13-14 Augustus
2001.
35. Surhanjaya Sekuriti. "Capital Market Masterplan", February 2001.
36. Tim Studi Demutualisasi Bursa Efek, Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal, Bapepam, "Studi
Demutualisasi Bursa Efek", Desember 2001.

