

## **BAB IV**

### **EKSPANSI DAN KEGAIRAHAN EKONOMI NASIONAL**

#### **4.0 Pengenalan**

Dasar dan berbagai ketentuan keterbukaan sistem kewangan, khasnya perbankan dan pasar modal yang dikeluarkan mulai tempoh 1997/1988 sememangnya memberi kesan yang cukup besar terhadap perkembangan kegiatan perbankan dan pasar modal, sebagaimana prestasi pertumbuhan perekonomian nasional secara keseluruhan. Dalam bab ini akan diuraikan bagaimana ekspansi ekonomi dan khasnya sistem kewangan tersebut secara singkat boleh berubah menjadi kegairahan (euphoria)

#### **4.1 Ekspansi Perbankan dan Ekonomi**

Mengikut data daripada statistik kewangan Bank Indonesia, antara tahun 1988 dan 1994 misalnya, purata kadar pertumbuhan pinjaman tahunan yang diberikan oleh bank-bank swasta mencapai sekitar 41.6 peratus, bank-bank asing dan campuran sebesar 45.8 peratus sedangkan bank-bank awam sebesar 18.7 peratus. Jumlah syarikat yang tercatat di pasar modal meningkat daripada 24 syarikat pada tahun 1988 kepada 217 syarikat pada tahun 1994.

Kesan daripada ekspansi di perbankan dan pasar modal ialah pendalaman kewangan (*financial deepening*) yang akhirnya menyebabkan ekspansi perekonomian nasional

melalui kenaikan pada sumber pembiayaan kewangan. Jadual 4 dibawah ini memperlihatkan beberapa petunjuk ekonomi sebelum dan sesudah polisi keterbukaan tersebut dikeluarkan:

**Jadual 4**  
**Indonesia: Beberapa Petunjuk Ekonomi Sebelum dan Sesudah Keterbukaan Kewangan, 1978 - 1989**

Petunjuk Ekonomi	Purata 1978-1982	Purata Dua Tahun Sebelum Kebijakan 1988 (1986-1988)	Tahun Pertama Setelah Kebijakan Dikeluarkan (1989)
Pertumbuhan KDNK (% per-tahun)	7.5	5.4	7.9
Kadar Inflasi/ CPI (% per-tahun)	18.2	8.6	6.5
Pelaburan Tetap (Gross Fixed Investment) (% Terhadap KDNK)	n.a	25.3	27.3
Eksport Minyak dan Gas	9.9	8.2	8.7
Eksport Barang Selain Minyak & Gas	3.5	8.9	13.5

Sumber: Pangestu dan Ghosh, 1999

Ekspansi yang terjadi pada sektor perbankan sememangnya memiliki kesan yang amat nyata kepada ekonomi secara keseluruhan. Ini disebabkan sektor perbankan di Indonesia merupakan sektor pembiayaan yang dominan, jauh melebihi pasar modal atau obligasi (hutang jangka panjang domestik dalam Rupiah), khasnya bagi syarikat yang tidak memiliki akses kepada pinjaman luar negeri. Pangestu dan Ghosh (1999) menjangkakan sebanyak dua-pertiga daripada pinjaman komersial disediakan oleh perbankan, sedangkan Montgomery (1997) menjangkakan ianya lebih kurang 85 peratus. Walaubagaimanapun, peranan modal asing sebagai sumber pembiayaan pelaburan mulai meningkat terutama bagi syarikat besar yang memiliki akses kepada pinjaman luar negeri selepas sumber-sumber kewangan dalam negeri menjadi lebih sukar diperolehi. Hal ini akan dibincangkan lebih terperinci dalam bahagian 4 iaitu perbincangan mengenai kegairahan ekonomi.

Peningkatan daripada jumlah pinjaman yang diberikan oleh keseluruhan industri perbankan dalam negeri dan jumlah asset yang dimilikinya bermula sejak dikeluarkannya Pakto 88 sampai akhir tahun 2000 dapat dilihat dalam jadual 5 berikut:

**Jadual 5**  
**Indonesia: Ekspansi Jumlah Pinjaman dan Asset Perbankan Nasional, 1988-2000**

Tahun	Jumlah Pinjaman (Trilyun Rp)	% Kenaikan per-tahun	Jumlah Asset (Trilyun Rp)	% Kenaikan per-tahun
1988	44,001	-	63,284	-
1989	63,606	44.6%	93,024	46.9%
1990	97,696	53.6%	132,623	42.6%
1991	113,608	16.3%	153,239	15.5%
1992	122,918	8.2%	182,943	19.4%
1993	150,271	22.2%	221,526	21.1%
1994	188,880	25.7%	248,061	11.9%
1995	234,611	24.2%	308,618	24.4%
1996	292,921	24.8%	387,477	25.5%
1997	378,134	29.1%	528,875	36.5%
1998	487,426	28.9%	762,428	44.2%
1999	225,133	-53.8%	789,356	3.5%
2000	269,000	19.5%	984,500	24.7%

Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi)

#### 4.3 “Sumarlin Shock” dan Ketentuan ‘Prudential Banking’

Daripada Jadual 6 dapat dilihat bahawa pertumbuhan pinjaman yang diberikan mengalami penurunan pada tahun 1991 dan 1992. Hal ini disebabkan kerana adanya campur tangan pemerintah melalui pengecutan kewangan oleh Bank Indonesia pada akhir 1990 dan awal 1991, yang dikenali sebagai Sumarlin Shock<sup>xxiii</sup>. Tujuan campur tangan atau ‘kontraksi moneter’ adalah bagi menghadkan perluasan perbankan dan pertumbuhan pinjaman, termasuk pinjaman luar negeri dan kawalan terhadap jumlah wang beredar dalam usaha mencegah terjadinya ‘domestic overheating’, (Pangestu dan Ghosh 1999).

Campur tangan ini dianggap penting kerana pertumbuhan daripada pinjaman perbankan yang terlalu tinggi akhirnya berpengaruh kepada kenaikan kadar inflasi dari hanya 6.4 peratus pada 1989 menjadi 7.8 peratus pada 1990 dan mencapai 9.4 peratus pada 1991. Defisit dalam *current account* juga meningkat pesat daripada hanya sebesar 1.8 peratus (terhadap KDNK) pada 1989 menjadi 3.7 peratus pada 1991. Secara amnya beberapa petunjuk yang menggambarkan pertumbuhan ekonomi domestik Indonesia dalam

tempoh masa mulai deregulasi diperkenalkan sampai dengan tahun 1996 (tahun terakhir sebelum krisis terjadi) dipersembahkan dalam Jadual 6:

**Jadual 6**  
**Indonesia: Beberapa Petunjuk Ekonomi, 1988-1996**

Petunjuk	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Pertumbuhan KDNK Tahunan (%)	5.5	7.5	7.2	7.0	6.5	6.5	7.4	8.5	7.2
Kadar Inflasi tahunan (CPI-%)	8.0	6.4	7.8	9.4	7.5	9.7	8.5	9.4	8.0
Pinjaman Swasta/ KDNK (%)	22.3	23.8	50.6	50.7	49.5	48.9	51.9	53.7	55.8
Current Account Balance/ KDNK (%)	-1.7	-1.2	-2.8	-3.7	-2.2	-1.3	-1.6	-3.5	-3.3
Purata Kadar Faedah Deposito	17.7	18.6	17.3	23.3	19.6	14.6	12.5	16.7	17.3

Sumber: IMF, *International Financial Statistics* (berbagai edisi)

Melalui dasar ‘Sumarlin Shock’ ini, kadar faedah sertifikat bank pusat (SBI) dinaikkan, simpanan milik syarikat awam harus dipindahkan kepada bank-bank milik awam, kesemuanya dengan tujuan menurunkan pertumbuhan pinjaman oleh perbankan swasta yang dirasakan telah terlalu tinggi. Disamping itu, pemerintah Indonesia membentuk tim PKLN (Pinjaman Komersial Luar Negeri) berdasarkan PP No. 39 pada 10 Desember 1991, yang khas ditubuhkan bagi membatasi pinjaman luar negeri daripada projek-projek awam sediada. Akan tetapi, keberkesanan tim tersebut agak diragukan, contohnya dalam kes pinjaman luar negeri PT. Chandra Asri<sup>xxiv</sup>. Walaubagaimanapun, pinjaman luar negeri daripada sektor korporat atau swasta tetap tidak dihadkan, sejalan dengan prinsip kebebasan neraca modal (*free capital account convertibility*) yang dijalankan oleh pemerintah Indonesia sejak awal rejim ‘Orde Baru’ berkuasa.

Bank Indonesia selaku otoriti moneter tertinggi mulai mengeluarkan ketentuan-ketentuan dalam mengawal operasi perbankan (regulasi perbankan), yang mungkin telah dirasakan terlalu bebas tanpa ada ketentuan pengawalan *prudential banking* yang berkesan. Mulai akhir tahun 1990 telah dikeluarkan berbagai ketentuan yang mengawal pendirian bank-bank baru, ketentuan yang membatasi pinjaman perbankan yang diberikan untuk

kelompok usaha sendiri (*legal lending limit*), ketentuan syarat minima modal yang harus dimiliki (*capital adequacy ratio*) dan pelbagai ketentuan-ketentuan '*prudential banking*' lainnya termasuk sistem laporan dan kira-kira oleh bank-bank umum dalam negeri.

Mulai ketatnya pinjaman pelaburan yang diberikan oleh perbankan nasional sebagai akibat daripada "*Sumarlin shock*" dan berlakunya berbagai ketentuan-ketentuan baru oleh Bank Indonesia telah meningkatkan kadar faedah pinjaman dalam negeri sampai lebih kurang 21-28 peratus pada periode 1990 dan 1991. Akibatnya, terdapat perbezaan kadar faedah pinjaman yang ditawarkan oleh bank-bank dalam negeri dengan faedah pinjaman yang ditawarkan oleh bank-bank luar negeri yang secara purata mencapai antara 8 – 14 peratus<sup>xxv</sup>, bahkan pada tahun 1991 mencapai sekitar 17 peratus (Pangestu dan Ghosh 1999). Faktor inilah yang telah membuat banyak syarikat, khasnya sektor swasta nasional mulai mencari pembiayaan pelaburan ke luar negeri dengan kos atau kadar faedah pinjaman yang lebih rendah.

Pengeluaran pelbagai ketentuan '*prudential banking*' bertujuan untuk mengawal aktiviti perbankan justru menimbulkan kesan negatif terhadap ekonomi secara keseluruhan. Oleh Minsky, hal ini telah disebutkannya bahawa ekonomi akan terus berjalan dengan baik apabila polisi moneter dan ketentuan-ketentuan prudential dijalankan secara berkesan oleh kesemua aktor-aktor sistem kewagan. Akan tetapi, Minsky selalu menekankan bahawa interaksi yang terjadi dalam sistem kewangan adalah bersifat dinamik, dan ini justru akan dapat memberikan dampak sebaliknya daripada harapan pelaksanaan polisi kewangan tersebut. Dalam konteks hujah Minsky ini, Nasica (2000) telah menganalisa kejadian krisis institusi Saving and Loan di Amerika Syarikat pada tempoh 1980 - 1987 dan mengatakan bahawa:

*"...this example shows that regulation and an initially effective intervention arrangement can begin to backfire if decision makers at the policy and institutional level do not take adequate account of the behavior of market participants in response to the institutional changes they are up against"*

Dengan ini, ketentuan yang asalnya dikeluarkan untuk menstabilkan perekonomian secara keseluruhan justru menghasilkan kesan kebalikannya, iaitu semakin memperkuat proses dalaman dalam anjakan menuju ketak-stabilan sistem kewangan. Hal ini akan semakin menjadi sekiranya otoriti moneter tidak dapat memahami tingkah laku aktor-aktor dalam sistem kewangannya ataupun tidak ada suatu sistem pengawasan dan pelaksanaan ketentuan kewangan yang berkesan dengan memperhitungkan kemungkinan-kemungkinan yang berlaku.

Oleh kerana sebab-sebab diatas, mulai terjadi perpindahan dan peningkatan pinjaman dan pembiayaan pelaburan ke sumber-sumber kewangan di luar negeri, bersamaan dengan peningkatan pemberian pinjaman oleh sumber-sumber di luar negeri kepada syarikat-syarikat dalam negeri Indonesia. Faktor ini akhirnya menjadi suatu dasar terjadinya *euphoria* dalam sistem perekonomian Indonesia, khasnya dalam sistem kewangan sediada, yang secara lengkapnya akan dibahas dalam bahagian berikut.

#### **4.4 Kegairahan (*Euphoria*) Ekonomi Indonesia**

Ekspansi ekonomi terjadi kerana jangkaan keuntungan yang mungkin diperolehi daripada pelaburan ialah tinggi dan juga para pelabur yakin dengan prestasi masa hadapan ekonomi Indonesia. Walaubagaimanapun, perbezaan antara ekspansi ekonomi dengan kegairahan ekonomi sebenarnya agak tipis dan sukar untuk memberikan garis pembatas antara keduanya. Akan tetapi, seperti yang dikatakan oleh Minsky, pandangan yang terlalu yakin akan masa hadapan ekonomi, diikuti oleh gelagat/ perilaku yang terlalu optimistik dalam kegiatan pelaburan, termasuk pembiayaan pelaburan yang meningkat pesat serta juga keyakinan bahawa suatu ‘era’ baru telah tiba, dapat diberi label sebagai kegairahan ekonomi (*euphoria*). Meskipun kegairahan ini sememangnya suatu proses yang *endogenous* dan dapat berlaku tanpa adanya faktor-faktor luaran, ianya dapat dipercepat oleh faktor-faktor luaran yang bertindak sebagai ‘*trigger*’.

Faktor-faktor luaran ini dapat wujud dalam bermacam-macam bentuk, seperti petunjuk ekonomi yang baru dikeluarkan, laporan tentang suatu temuan, berita

keberhasilan suatu projek atau bahagian ekonomi tertentu dan sebagainya. Ianya juga dapat wujud dalam bentuk campuran daripada bermacam-macam kejadian tersebut dimana kegairahan ekonomi yang wujud adalah sebagai lanjutan daripada ekspansi yang terjadi sebelumnya. Meskipun tidak adanya suatu alat ukur kuantitatif yang dengan pasti memberikan petunjuk mengenai permulaan dan akhir suatu tahap siklus di Indonesia, secara amnya, berdasarkan beberapa petunjuk ekonomi, didapati ianya berlaku pada periode 1993 dan 1994. Kegairahan ini dipicu atau dipercepat kedatangannya, salah satunya oleh Bank Dunia.

Suatu alternatif yang paling sesuai untuk memperoleh gambaran bagaimana kegairahan ekonomi melanda Indonesia adalah dengan membaca tajuk laporan kajian polisi Bank Dunia yang dikeluarkan pada 1993. Seperti yang dikatakan oleh Mayer (1999):

*"No clearer expression of economic euphoria can be imagined than the words 'Asian miracle'".*

Laporan tersebut (World Bank 1993), telah memuji kemajuan dan perkembangan ekonomi beberapa negeri Asia Timur, termasuk Indonesia, sebagai salah satu negeri industri baru yang disebabkan kerana mempunyai 'asas ekonomi' yang benar (*getting the basics right*). Akibatnya, laporan tersebut telah meningkatkan keyakinan pelabur-pelabur asing terhadap pasaran negeri-negeri Asia Timur, termasuk Indonesia yang juga dimasukkan dalam kelompok yang baru wujud atau '*emerging markets*'. Selain itu terdapat faktor lain yang juga berperan dalam kewujudan kegairahan ekonomi iaitu antara lain:

- a) Laporan dari *International Finance Corporation* (IFC) atau Perbadanan Kewangan Antarbangsa, yang menyajikan data bahawa pertumbuhan daripada indeks IFC (*IFC investible total return index*) di beberapa negeri Asia mencatat pertumbuhan yang sangat tinggi pada tahun 1993, iaitu mencapai 116.7 peratus bagi Indonesia. Nilai ini adalah jauh diatas purata negeri-negeri non-Asia lainnya (lihat jadual 7).
- b) Pemerintah Indonesia mengeluarkan polisi keterbukaan sektor riil/ nyata iaitu kemasukan pelaburan asing secara terus. Pada tahun 1993 modal asing diberi kebenaran

untuk menguasai kepemilikan syarikat tertentu sehingga 100 peratus dan daftar negatif pelaburan dikurangkan daripada 51 sektor kepada 33 sektor ekonomi. Meskipun isi daripada polisi ini masih belum seperti yang diharapkan oleh pelabur asing, ianya sudah mencukupi untuk membentuk keyakinan yang tinggi terhadap ekonomi Indonesia iaitu kerana telah memberikan hala tuju dasar ekonomi yang jelas menuju pasaran bebas. Terlebih lagi pada tahun 1994 pemerintah mengeluarkan Peraturan Pemerintah/ PP No.2, yang dikenal sebagai '*big-bang policy*'. Polisi tersebut membenarkan hak kepemilikan maksima 100 peratus, keharusan divestasi dihilangkan, kebebasan beroperasi di mana-mana wilayah Indonesia dan pelaburan dalam sektor penting seperti telekomunikasi dan pelabuhan diperkenankan secara *joint-venture*. Polisi '*big-bang*' ini diambil untuk meningkatkan tarikan pelaburan asing kedalam pasaran domestik dan meningkatkan daya saing dengan negeri lain, khasnya Cina (McLeod et al. 1994).

**Jadual 7**  
**IFC Investible Total Return Indexes, 1991—1998**  
 (% Perubahan Per-tahun - dalam US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Indonesia	-40.4	3.9	116.7	-18.7	12.0	18.2	-73.2	-27.5
Thailand	20.6	38.5	113.8	-18.2	-0.1	-39.8	-78.1	35.4
Malaysia	10.3	24.1	110.9	-19.2	2.7	25.8	-72.3	0.1
Korea Selatan	-	-	21.7	18.5	-7.8	-37.6	-68.2	124.3
Argentina	444.9	-25.7	77.2	-24.3	13.2	22.2	20.1	-26.1
Meksiko	113.9	16.7	51.6	-38.6	-24.5	18.5	51.6	-37.4

Sumber: IFC, 1999. *Emerging Markets Factbook*.

Faktor-faktor diatas menjadi pemicu terhadap wujudnya kegairahan ekonomi di Indonesia, walaupun sememangnya proses menuju kearah itu telahpun terjadi akibat daripada dasar keterbukaan sistem kewangan. Dalam hal ini, sememangnya dapat diakui bahawa prestasi makroekonomi Indonesia pada masa itu memanglah baik (lihat Jadual 7 sebelumnya untuk beberapa petunjuk ekonomi Indonesia). Kadar pertumbuhan ekonomi cukup tinggi (purata pertumbuhan KDNK antara 1991 dan 1995 ialah 7.8 peratus), kadar inflasi yang dapat ditekan rendah (purata inflasi antara 1991 dan 1995 ialah 8.9 peratus), kecukupan makanan pokok, kadar kemiskinan yang relatif berkurang drastik, pengelolaan belanjawan awam cukup baik (purata kadar imbangan belanjawan pemerintah terhadap

KDNK antara 1991 dan 1995 ialah -0.2 peratus). Walaubagaimanapun, sorotan daripada ramai pakar ekonomi (lihat Jomo 1998 dan Hill 1999) adalah defisit pada neraca berjalan (*current account*) yang antara 1991 dan 1995 mencapai kadar purata terhadap KDNK sebesar -2.4 peratus dan pada tahun 1996 mencapai -3.3 peratus.

Secara amnya, petunjuk-petunjuk pertumbuhan ekonomi ini menjadi asas terbentuknya kegairahan ekonomi dimana semua pelaku pasaran yakin bahawa sememangnya prestasi ini adalah menandakan suatu 'era' baru telah tiba. Prestasi ekonomi yang tinggi menjadi suatu hal yang biasa dan dijangka akan terus terjadi di masa hadapan. Hal ini persis seperti yang digambarkan oleh Minsky mengenai ciri-ciri kewujudan suatu kegairahan.

Berikut akan dilihat pelbagai petunjuk yang menggambarkan keadaan kegairahan ekonomi tersebut. Petunjuk-petunjuk tersebut adalah pelaburan pada pasaran saham, pasaran wang antar-bank, kegiatan pelaburan asing terus (FDI) yang disetujui, pelaburan dalam negeri yang disetujui, pelaburan asing portfolio, termasuk berbagai pelaburan luar negeri dalam bentuk surat-surat hutang yang dilakukan oleh pelabur-pelabur asing dan dalam negeri. Hal ini sesuai dengan kenyataan dan hipotesa Minsky bahawa inti daripada suatu kegairahan ialah meningkatnya aktiviti pelaburan dan pembiayaan pelaburan. Walaupun kegairahan ekonomi yang terlihat sebenarnya berakhir pada tahun 1997, iaitu sampai terjadinya krisis kewangan, petunjuk yang digunakan disini merangkumi data sehingga tahun 2000, iaitu untuk memperlihatkan skala kejatuhan ekonomi di Indonesia setelah jangka masa kegairahan ekonomi berakhir.

#### **4.3.1 Minat dan Kemasukan Pelaburan Asing**

Petunjuk pertama yang menggambarkan terjadinya kegairahan ekonomi ialah petunjuk pelaburan oleh pelabur asing, iaitu dalam bentuk pelaburan secara terus (FDI). Petunjuk yang digunakan ialah jumlah pelaburan asing yang diluluskan oleh Badan Koordinator Penanaman Modal (BKPM) Indonesia dan petunjuk jumlah pelaburan terus oleh pelabur asing yang telah masuk kedalam negeri, seperti dinyata dalam *capital account*:

**Jadual 8**  
**Indonesia: Petunjuk Pelaburan Terus Asing, 1991-2000 (US\$ Juta)**

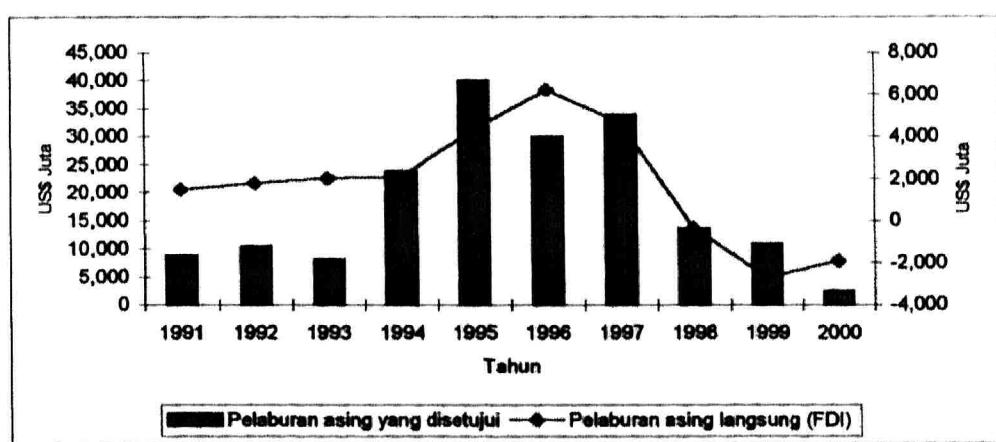
Tahun	Pelaburan asing yang disetujui	% Kenaikan per-tahun	Pelaburan asing terus (FDI)	% Kenaikan per-tahun
1991	8,778.2	-	1,482.0	-
1992	10,323.2	17.6%	1,777.0	19.9%
1993	8,144.2	-21.1%	2,003.0	12.7%
1994	23,724.3	191.3%	2,108.0	5.2%
1995	39,914.7	68.2%	4,346.0	106.2%
1996	29,931.4	-25.0%	6,194.0	42.5%
1997	33,832.5	13.0%	4,677.0	-24.5%
1998	13,563.1	-59.9%	-356.0	-107.6%
1999	10,890.6	-19.7%	-2,745.0	671.1%
2000*	2,361.8	-78.3%	-1,922.0	-29.9%

\*) Data diperolehi sampai kwartal kedua 2000 atau sampai dengan bulan Jun sahaja.

Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi)

Daripada jadual diatas nampak bahawa antara tahun 1993 dan 1994, nilai persetujuan pelaburan asing meningkat sehingga 191.30 peratus. Manakala, nilai pelaburan asing yang benar-benar terealisasi, meningkat setahun selepas itu, iaitu sebanyak 106.17 peratus. Secara purata, antara tahun 1993 sehingga 1997, pertumbuhan jumlah pelaburan asing yang diluluskan terus meningkat menjadi 61.9 peratus sedangkan purata pelaburan asing terus yang telah masuk meningkat sebanyak 32.4 peratus.

**Rajah 1**  
**Indonesia: Petunjuk Pelaburan Asing, 1991-2000**



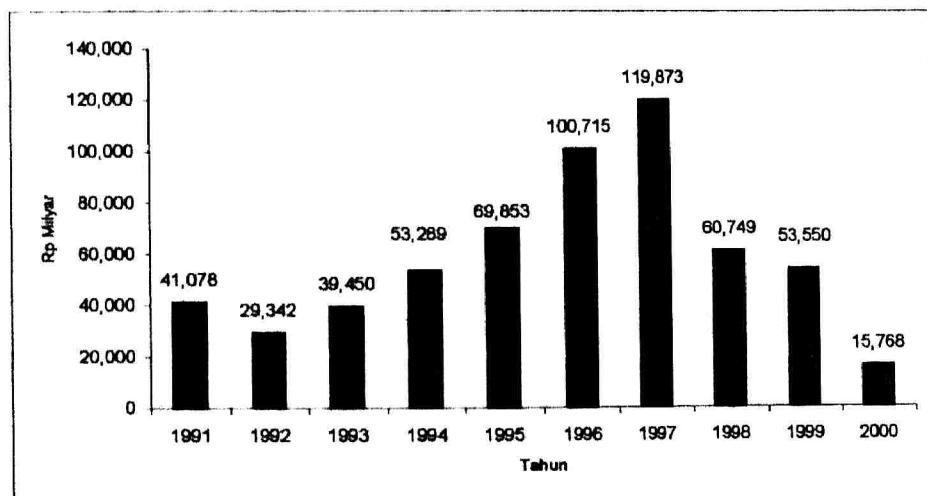
Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi); ADB, 2001

#### **4.3.2 Minat Pelaburan Dalam Negeri**

Petunjuk yang digunakan disini ialah minat pelaburan oleh pelabur-pelabur dalam negeri dalam bentuk pelaburan domestik yang diluluskan oleh BKPM. Secara purata tahunan, antara tahun 1993 dan 1997, jumlah pelaburan dalam negeri yang disetujui ialah Rp. 65.8 Trilyun dengan purata pertumbuhan tahunan sebanyak 32.3 peratus.

Walaupun antara tahun 1991 dan 1992 terdapat penurunan minat pelaburan oleh pelabur dalam negeri akibat polisi kontraksi moneter atau “Sumarlin Shock”, didapati bahawa mulai tahun 1992 pelaburan dalam negeri yang diluluskan terus mengalami kenaikan. Hal ini dapat dilihat dalam Rajah 2 berikut:

**Rajah 2**  
**Indonesia: Jumlah Pelaburan Dalam Negeri yang Disetujui, 1991-2000**  
**(Rp Billion)**



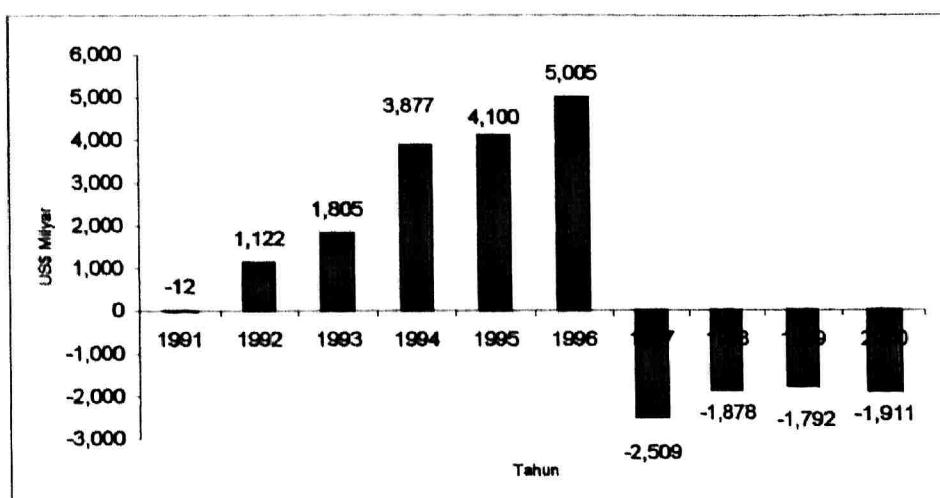
Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi)

#### **4.3.3 Pelaburan Portfolio Asing**

Selain pelaburan secara terus, pelaburan yang dilakukan oleh pelabur asing atau dalam negeri boleh wujud dalam bentuk pelaburan *portfolio* sebagaimana dinyata dalam *capital account* (dalam *balance of payment*). Pelaburan *portfolio* adalah pelaburan dalam surat-

surat hutang yang dapat diperjual-belikan dalam pasar sekunder dimana pelabur tidak ikut terbabit dalam pengelolaan syarikat (Singh 1999), samada surat-surat tersebut berbentuk surat hutang jangka pendek atau panjang atau berbentuk surat saham dan pasaran modal lainnya. Pelaburan jenis ini sememangnya lebih berfluktuasi dan sensitif terhadap faktor-faktor luaran apabila dibandingkan dengan pelaburan langsung<sup>xxvi</sup>. Rajah 3 berikut ini akan memberi gambaran mengenai jumlah kemasukan pelaburan portfolio per-tahun dalam periode 1991 dan 2000.

**Rajah 3**  
**Indonesia: Jumlah Pelaburan Portfolio Asing, 1991-2000 (US\$ Juta)**



Sumber: ADB, 2001

#### **4.3.4 Perdagangan di Pasar Modal Jakarta**

Indonesia mempunyai dua pasar modal, iaitu pasar modal di Jakarta dan Surabaya. Pada kedua pasar modal ini kebiasaannya syarikat yang menjual saham akan mencatatkan saham-sahamnya secara bersamaan (*cross-listing*). Akan tetapi transaksi yang terjadi di pasar modal Surabaya relatif rendah berbanding Jakarta<sup>xxvii</sup>. Pengiraan terhadap gambaran kegairahan yang terjadi di pasar modal Indonesia lebih tepat dilakukan dengan menggunakan petunjuk purata nilai transaksi yang terjadi dan bukan dengan nilai kapitalisasi pasar kerana ianya akan memperlebihkan keadaan sebenar (*over-estimate*). Ini disebabkan majoriti daripada saham yang tercatat ialah saham yang dimiliki oleh pemilik

syarikat, yang disimpan sendiri dan tidak diperjual-belikan di pasar modal (*partial listing*). Oleh itu, petunjuk yang digunakan adalah jumlah nilai transaksi yang tercatat (Jadual 9):

**Jadual 9**  
**Indonesia: Kegairahan di Pasar Modal Jakarta; 1991-2000**

Tahun	Indeks Komposit (JSX)*	Jumlah Syarikat Tercatat	Nilai Transaksi	
			Bilion Rp	% Kenaikan
1991	247.39	139	615.6	-
1992	274.34	153	7,952.7	1,192.0%
1993	588.77	172	19,086.2	140.0%
1994	469.64	217	25,482.7	33.5%
1995	513.84	238	32,491.4	27.5%
1996	637.43	267	75,730.0	133.1%
1997	401.71	306	121,386.0	60.3%
1998	398.03	309	99,657.6	-17.9%
1999	676.92	321	147,880.1	48.4%
2000	416.32	347	122,784.1	-17.0%

Catatan: \*) Posisi indeks komposit pada akhir tahun.

Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi & Kewangan Indonesia* (berbagai edisi).

IFC, 1999. *Emerging Market Factbook*.

Mengikut jadual diatas, didapati bahawa antara tahun 1991 hingga 1996, iaitu tahun terakhir sebelum krisis kewangan terjadi, jumlah nilai transaksi tahunan yang terjadi telah meningkat 122 kali ganda (12,202 peratus), daripada hanya Rp. 615.6 bilion menjadi Rp. 75.73 trilyun. Dalam tempoh yang sama, jumlah saham yang diperdagangkan turut meningkat drastik. Pada tahun 1991 jumlah saham yang dijual-belikan adalah lebih kurang 147.88 juta lembar dan meningkat menjadi 29.53 bilion lembar, suatu peningkatan sebanyak 198 kali ganda (19,869 peratus).

Pada tempoh yang sama, peningkatan jumlah syarikat yang tercatat adalah daripada 139 syarikat kepada 267 syarikat. Selain itu, nilai indeks komposit di Pasar Modal Jakarta naik daripada 247.39 kepada 637.43, iaitu dengan purata pertumbuhan nominal tahunan sebanyak 27.7 peratus dalam tempoh 1991 dan 1996. Jumlah purata pertumbuhan ini tetap lebih baik berbanding purata kadar faedah deposit per-tahun di bank-bank dalam negeri, iaitu antara 14 hingga 18 peratus.

Kegairahan yang terjadi di Pasar Modal Jakarta (dan Surabaya) sememangnya merupakan sesuatu yang luar biasa dimana masyarakat menjadi gairah membeli saham. Gambaran mengenai keadaan gairah ini digambarkan dengan tepat oleh Chia (1992 disebut dalam Rosser 2002) seperti berikut:

*"With (the) reforms cascading into the market like an avalanche, backed by right timing, media support and aggressive overseas promotion, the market ignited... The nation was hooked and IPOs... became a national event. There were public issues where crowds lined up as early as 01.00 a.m to procure the necessary prospectus. There were moments of frenzy, even fistfights when the brokerage houses opened and the police had to be called. Not all who lined up were genuine investors; some were collecting prospectuses and forms for syndicates or selling these forms in the black market. Good companies were over-subscribed by as much as 500 to 1,000 times!"*

#### **4.3.5 Perdagangan di Pasaran Wang Antar-bank**

Pasaran wang antar-bank (*inter-bank call money*) di Indonesia merupakan pasaran jual-beli mata wang Rupiah yang dilakukan oleh bank-bank dalam negeri. Pasaran wang ini dilakukan atas inisiatif bank bagi kepentingan pengguna atau syarikat nasabah bank, untuk membeli mata wang asing dan sebagainya. Perdagangan yang wujud dapat menggambarkan jumlah kecairan sediada pada sektor perbankan dan merupakan sarana bagi perbankan dalam mengatur posisi kewangan atau kecairan dalam memenuhi kewajiban kewangan, seperti pencairan pinjaman dan penarikan deposit oleh nasabah.

Pasaran wang antar-bank ini dapat juga digunakan sebagai sumber kewangan untuk pemberian pinjaman, khasnya oleh bank-bank yang mengalami kesulitan kecairan (*liquidity*). Jumlah transaksi yang wujud di pasaran wang antar-bank di Indonesia dalam tempoh antara tahun 1991 hingga 2000 dapat dilihat pada Jadual 10 ini:

**Jadual 10**  
**Indonesia: Transaksi Pasaran Wang Antar-bank, 1991-2000**

Tahun	Volume (Milyar Rp)	Volume Rata-rata Per hari* (Bilion Rp)	% Terhadap Jumlah Pinjaman yg Diberikan	Purata Kadar Faedah**
1991	48,420	161.4	42.6%	15.3%
1992	57,808	192.7	46.7%	12.1%
1993	90,107	300.4	60.8%	8.7%
1994	110,990	370.0	58.8%	9.9%
1995	189,259	630.9	80.7%	13.6%
1996	477,563	1,591.9	163.0%	14.1%
1997	784,367	2,614.6	207.4%	30.5%
1998	2,104,925	7,016.4	431.8%	64.1%
1999	595,362	1,984.5	264.4%	25.2%
2000	279,262	930.9	103.8%	10.7%

Catatan :\*) Berdasarkan perhitungan rata-rata 300 hari kerja per tahun.

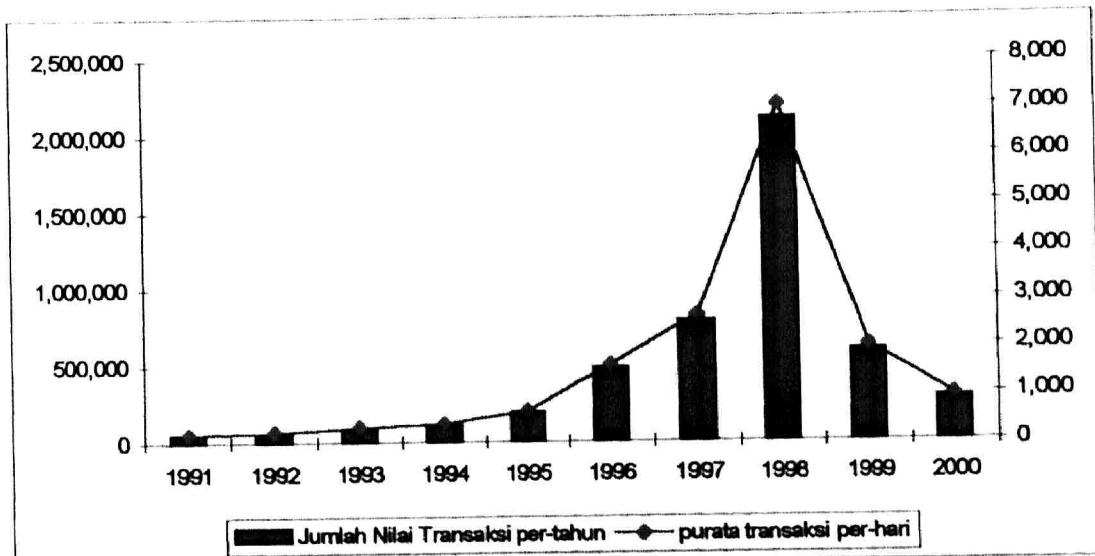
\*\*) Purata kadar faedah diwajarkan untuk seluruh jangka waktu jatuh tempo (peratus per-tahun).

Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi)

Daripada jadual diatas dapat dilihat bahawa jumlah nilai tahunan transaksi wang antar-bank meningkat sebanyak lebih kurang 8.8 kali ganda antara tahun 1991 dan 1996 (Rajah 4). Peningkatan kegiatan pasaran wang antar-bank juga dapat dilihat daripada perbandingannya terhadap keseluruhan pinjaman yang diberikan oleh sistem perbankan nasional. Apabila pada tahun 1991 pasar wang antar-bank hanya berjumlah lebih kurang 42.6 peratus sahaja daripada keseluruhan pinjaman yang diberikan, maka pada tahun 1996 ia hanya sudah mencapai 163.0 peratus.

Nilai perdagangan pasar wang yang naik dengan drastic di lain pihak juga boleh membayangkan kewujudan kegiatan spekulasi dalam pasar wang. Spekulasi yang paling lazim terjadi adalah '*arbitrage*', dimana bank-bank boleh mengambil kesempatan untuk memperoleh keuntungan daripada: (i) pergerakan atau perbezaan kadar faedah antar-bank (*over-night call money*) dalam suatu tempoh tertentu, (ii) perbezaan waktu jatuh tempoh (*maturity*) daripada kontrak antar-bank, dan (iii) pergerakan atau perbezaan nilai tukaran mata wang rupiah terhadap mata wang asing lainnya. Struktur kadar faedah yang terjadi di pasar wang antar-bank adalah berfluktuasi dan ter-segmentasi antara bank-bank di dalam negeri, iaitu mengikut kadar kecairan, prestasi dan struktur kewangan bank-bank tersebut.

**Rajah 4**  
**Indonesia: Jumlah dan Purata Harian Pasaran Wang Antar-bank, 1991-2000**  
(Dalam Rp bilion)



Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi)

Sebagai contoh, pada enam bulan pertama tahun 1997<sup>xxviii</sup>, purata kadar faedah yang terjadi di pasaran wang antar-bank adalah 12.8 peratus. Bagaimanapun, purata kadar faedah terendah hanya 4.5 peratus, iaitu yang ditawarkan oleh bank-bank awam, bank-bank asing dan bank-bank swasta yang besar, seperti PT. Bank Central Asia, PT. Bank Internasional Indonesia, PT. Bank Duta, PT. Panin Bank. Sebaliknya, purata kadar faedah yang tertinggi adalah sebesar 27.1 peratus, iaitu yang ditawarkan oleh bank-bank yang relatif kecil atau mengalami masalah kecairan dan kualiti asset yang buruk, seperti PT. Bank Yama, PT. Bank Pinaesaan, PT. Bank Kosa, PT. Bank Anrico. Struktur sebegini, atau segmentasi pasaran dengan perbezaan kadar faedah yang tinggi, memungkinkan spekulasi di pasar wang semakin berleluasa sehingga nilai transaksi yang terjadi relatif tinggi sekali.

#### 4.3.6 Pelaburan Dalam Surat Hutang Indonesia

Pelaburan lain yang wujud di Indonesia adalah dalam bentuk surat-surat hutang, walaupun sebenarnya pelaburan jenis ini lazimnya dimasukkan kedalam kelompok pelaburan *portfolio*. Surat-surat hutang ini dapat dibedakan mengikut beberapa ciri, seperti pasaran sediada iaitu pasaran dalam negeri ataupun pasaran luar negeri. Ianya dapat pula

mempunyai jangka masa pendek ataupun panjang, dan boleh didapati dalam mata wang Rupiah ataupun mata wang asing lainnya.

Secara khas bagi penulisan kertas kerja ini, surat-surat hutang tersebut boleh dibezakan menjadi dua jenis, iaitu; (i) surat hutang rupiah dalam negeri dengan jangka masa panjang, dikenal dengan nama obligasi rupiah dan (ii) surat hutang selain obligasi atau dikenal sebagai ‘*securities*’ sahaja (boleh dalam mata wang Rupiah atau mata wang asing), contohnya *Commercial Paper* (CP), *Medium Term Notes* (MTN), *Floating Rate Notes* (FRN) dan sebagainya (lihat Pangestu dan Ghosh 1999).

Surat-surat hutang (*securities*) ini amnya diterbitkan oleh syarikat-syarikat dalam negeri. Syarikat perbankan juga boleh bertindak sama, meskipun kebiasaan surat hutang oleh perbankan adalah dalam bentuk sertifikat deposit, sama ada dengan kadar faedah tetap (*fixed rate certificate of deposit*) atau kadar faedah mengambang (*floating rate certificate of deposit*). Masing-masing surat hutang ini (diluar sertifikat deposit) memiliki pelbagai ciri keuntungan dan kelemahan seperti dinyata dalam Jadual 11:

**Jadual 11**  
**Indonesia: Ciri-Ciri Beberapa Surat Hutang**

Ciri-ciri	Obligasi Rupiah	Commercial Paper	Medium Term Notes	Pinjaman Bank Dalam Negeri	Pinjaman Luar-negeri ( <i>Off-Shore Loan</i> )
Penetapan Kadar Faedah ( <i>Benchmark</i> )	Faedah deposito berjangka	Surat Berharga Pasar Uang (SBPU)*1	SBPU	SBPU	SIBOR, LIBOR atau US Treasury Rate
Premi Risiko (Diatas <i>benchmark</i> )*2	100-200 bps	100-200 bps	200-300 bps	300-400 bps	150-200 bps
Waktu Pengurusan (Bulan)	6 - 8	1 - 2	1 - 2	1 - 3	2 - 3
Dapat Diperjual-belikan*3	Ya	Ya	Ya	Tidak	Ya/ Tidak
Pasar Sekunder*3	Domestik	Domestik dan Luar Negeri	Domestik dan Luar Negeri	Domestik	Luar Negeri

*Catatan:* \*1) Ialah surat berharga pasar uang yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia; \*2) Premi risiko tergantung dari kualiti pinjaman syarikat pengeluar surat hutang yang ditentukan juga oleh rating syarikat tersebut. Ianya dalam bentuk basis points (bps) dimana 100 bps = 1 peratus; \*3) Informasi diperoleh dari beberapa dealer pasar uang dan pasar modal di beberapa syarikat pelaburan pasar modal di Jakarta.

*Sumber:* World Bank, 1995, *The Emerging Asian Bond Market – Indonesia*; Pangestu & Ghosh, 1999; Temubual dengan beberapa dealer pasar uang dan pasar modal di Jakarta.

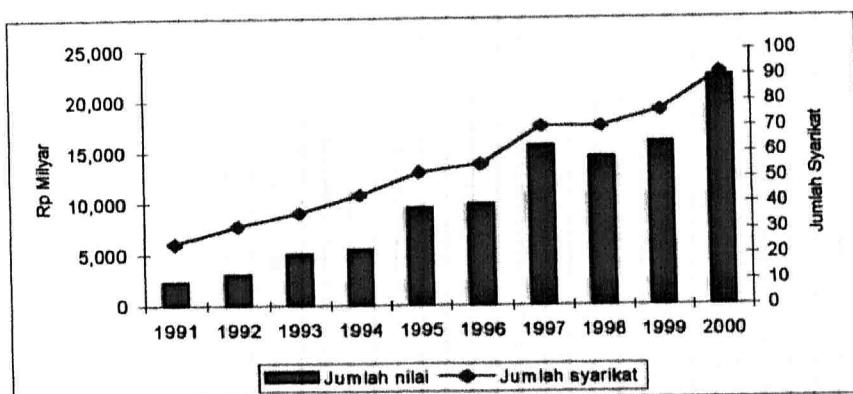
Obligasi rupiah sememangnya menarik bagi syarikat pengeluar dibandingkan pinjaman bank biasa kerana memiliki kadar faedah yang relatif lebih rendah dan waktu pemprosesan yang cepat. Bagi para pelabur, surat hutang ini lebih menarik kerana boleh diperjual-belikan di pasar sekunder. Minat pelaburan dalam obligasi meningkat selepas tempoh 1991, iaitu dengan dikeluarkannya ketentuan yang mengatur pelaburan dalam obligasi Rupiah. Antara tahun 1991 dan 1992, pelaburan dalam obligasi meningkat sebanyak 66.4 peratus dan antara 1994 - 1995 naik sebanyak 76.0 peratus. Antara tahun 1991 dan 1996, jumlah nilai obligasi meningkat dengan purata pertumbuhan per-tahun sebesar 37.7 peratus. Lihat Jadual 12 dan Rajah 5:

**Jadual 12**  
**Indonesia: Pelaburan Dalam Obligasi Rupiah, 1991-2000**

Tahun	Jumlah Nilai		Jumlah Syarikat	
	Rp. Miliar	% Kenaikan	Jumlah	% Kenaikan
1991	2,243.22	-	24	-
1992	3,005.53	34.0%	31	29.2%
1993	5,001.50	66.4%	36	16.1%
1994	5,430.00	8.6%	43	19.4%
1995	9,559.13	76.0%	52	20.9%
1996	9,896.80	3.5%	55	5.8%
1997	15,605.00	57.7%	70	27.3%
1998	14,505.00	-7.1%	70	0.0%
1999	15,909.00	9.7%	76	8.6%
2000	22,383.90	40.7%	91	19.7%

Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi)

**Rajah 5**  
**Indonesia: Pelaburan Dalam Obligasi Rupiah, 1991-2000**



Sumber: Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi-Kewangan Indonesia* (berbagai edisi)

Pelaburan dalam obligasi sememangnya dikhaskan untuk pelaburan dalam mata wang Rupiah. Pelabur yang mencari kesempatan melabur dalam mata wang asing memiliki alternatif pelaburan dalam bentuk surat-surat hutang lainnya (*securities*) seperti *Commercial Paper* (CP), *Medium Term Notes* (MTN), *Floating Rate Notes* (FRN) dan lain-lain. Walaubagaimanapun, pelaburan dalam bentuk sebegini sudah dibayangkan dalam petunjuk pelaburan portfolio. Akan tetapi, akurasi data sememangnya diragukan kerana tidak ada ketentuan bagi syarikat domestik untuk melaporkan kepada bank pusat berkenaan pinjaman luar negeri yang dibuatnya. Untuk memberi gambaran mengenai jumlah dan sektor-sektor utama yang mengeluarkannya, data daripada PEFINDO, syarikat rating dalam negeri boleh berguna, seperti dinyata dalam Jadual 13 berikut:

**Jadual 13**  
**Indonesia: Surat Hutang yang Dikeluarkan; 1995-1997 (US\$ Juta)**

<b>Jenis Industri Pengeluar Surat Hutang</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>Jumlah</b>
<i>Orientasi Ekspor:</i>				
- Pulp & Paper	1,516	1,299	1,400	4,215
- Agro-industri	611	626	343	1,580
- Tekstil	150	289	200	639
- Elektronik	-	185	28	213
- Kaca & Keramik	160	158	25	343
- Perlombongan	1,433	-	-	1,433
- Turis	350	-	-	350
Sub-Total	4,220	2,557	996	7,773
<i>Orientasi Domestik:</i>				
- Kewangan & Bank	2,553	6,983	2,579	12,115
- Infrastruktur	710	3,799	1,264	5,773
- Hartanah	185	1,697	375	2,257
- Rokok, Makanan	85	693	10	788
- Auto, Industri Berat	375	250	169	794
- Cemen	610	1,277	533	2,420
- Lainnya	2,542	2,833	476	5,851
Sub-Total	7,056	17,530	5,406	29,992
<b>TOTAL KESELURUHAN</b>	<b>11,276</b>	<b>20,087</b>	<b>6,402</b>	<b>37,765</b>

Sumber: Data daripada PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia), dikutip daripada Pangestu & Ghosh, 1999.