

Menilik Peran BUMN dalam Pembangunan Infrastruktur

Oleh: Dian Handayani, Dosen Politeknik Keuangan Negara STAN, Kementerian Keuangan

Pada akhir Agustus 2017 lalu PT Jasa Marga (Persero) Tbk meluncurkan instrumen investasi sekuritisasi aset yang berbasis pendapatan jalan tol. Produk yang disebut Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) tersebut berupa *future revenue-based securities* yang menjanjikan pendapatan jalan tol yang akan diperoleh kepada investor pemilik surat berharga. Aset yang disekuritisasi adalah sebagian pendapatan Jasa Marga atas ruas jalan tol Jakarta – Bogor – Ciawi (Jagorawi) selama jangka waktu lima tahun. Jagorawi adalah salah satu ruas tol paling menjanjikan yang dimiliki Jasa Marga sehingga diharapkan kesinambungan proyeksi pendapatannya terjaga. Dari proyeksi pendapatan tahunan Rp700 miliar, tidak seluruhnya disekuritisasikan, namun hanya sebesar Rp400 miliar. Dana yang terkumpul dari penerbitan KIK EBA tersebut sebesar Rp2 triliun, yang akan dimanfaatkan untuk pembangunan jalan tol lainnya yang sudah menjadi program perusahaan (PT Jasa Marga, 2017).

Sekuritisasi adalah proses pengumpulan aset tertentu dari suatu entitas (*pooled asset*) untuk kemudian dikemas (*packaging*) menjadi surat berharga (*securities*) dan biasanya dijadikan *interest-bearing securities*. Aset yang dikumpulkan biasanya mendatangkan penghasilan bagi entitas dimana penghasilan tersebut lah yang akan diteruskan kepada pemilik sekuritas. Sekuritisasi semula dilakukan untuk *self-liquidating assets*, yaitu aset yang dapat menghasilkan pendapatan (*income*) untuk menutupi biayanya sendiri (*cost*) seperti tagihan KPR. Dalam perkembangannya, tipe aset apapun yang mengandung proyeksi arus kas yang terjaga juga dapat disekuritisasi, dalam hal ini contohnya tagihan listrik dan pendapatan jalan tol. Sekuritisasi menjadi cara bagi entitas untuk mencari sumber pendanaan baru melalui *asset refinancing* pada harga pasar (Jobst, 2008).

Bagi BUMN, sekuritisasi aset menjadi alternatif pembiayaan kreatif infrastruktur ketika dukungan maupun alokasi dana APBN dari Pemerintah terbatas, atau bahkan tidak ada sama sekali. Keikutsertaan BUMN dalam kegiatan pembangunan nasional baik untuk proyek infrastruktur yang *financially feasible* maupun tidak, merupakan suatu keniscayaan. Meskipun BUMN tunduk pada rezim UU Perseroan Terbatas sebagai unit organisasi yang *profit oriented*, namun BUMN juga tunduk pada rezim UU Keuangan Negara dan UU BUMN, dimana BUMN adalah milik Pemerintah dan dapat menerima penugasan dari Pemerintah. Pemerintah pun telah memberikan berbagai fasilitas dan dukungan terkait peran BUMN sebagai agen pembangunan, seperti Penanaman Modal Negara (PMN), Penerusan Pinjaman Luar Negeri atau *Subsidiary Loan Agreement* (SLA), hingga penjaminan Pemerintah atas Pinjaman Langsung BUMN ke Lembaga Keuangan Internasional atau *Direct Lending*, serta pemberian Penjaminan Pemerintah untuk pinjaman BUMN dalam rangka pembangunan infrastruktur.

Dukungan dan Fasilitas Pemerintah

Di satu sisi, dukungan dan fasilitas Pemerintah dalam rangka percepatan pembangunan infrastruktur memberikan efek positif dengan adanya *leveraging* atas alokasi dana APBN yang diterima BUMN. Namun di sisi lain, muncul konsekuensi risiko fiskal yang dihadapi Pemerintah atas fasilitas dan dukungan kepada BUMN tersebut.

Pemberian PMN pada BUMN perlu melalui beberapa tahap termasuk permintaan persetujuan DPR yang menimbulkan risiko politik. Keterlambatan persetujuan dan pencairan

dana PMN dapat menghambat penyelesaian proyek infrastruktur dan berpotensi menimbulkan *cost overrun* yang tidak hanya mengganggu target *outcome* proyek untuk meningkatkan pertumbuhan perekonomian, namun juga dapat memicu adanya tambahan PMN.

Skema SLA yang merupakan skema *on-lending* di mana BUMN menerima penerusan pinjaman dari Pemerintah yang bersumber dari Pinjaman Luar Negeri. Dalam hal ini, terhadap kreditur luar negeri (*lender*), Pemerintah merupakan debitur yang menanggung risiko pinjaman, termasuk risiko gagal bayar. Jika BUMN sebagai penerima *on-lending* mengalami kesulitan likuiditas dan tidak mampu memenuhi kewajiban pinjamannya, Pemerintah tetap wajib melakukan pembayaran utang tersebut kepada *lender* secara tepat waktu dan tepat jumlah. Hal ini memberikan tambahan beban kepada APBN.

Pada Penjaminan Pemerintah, baik dalam rangka pemberian *Direct Lending* maupun penugasan Pemerintah, tidak terdapat proses maupun tahapan yang melibatkan DPR sehingga eksposur terhadap risiko politik relatif lebih rendah. Berbeda dengan PMN, skema ini merupakan bentuk dukungan pemerintah yang tidak berupa pemberian dana, namun lebih kepada membantu BUMN mendapatkan akses pinjaman sekaligus sebagai *credit enhancement* sehingga dapat mengurangi beban bunga pinjaman. Pemberian Penjaminan secara harfiah adalah memindahkan segala risiko terkait gagal bayar BUMN atas pinjaman yang dijamin, kepada Pemerintah. Hal ini memunculkan risiko fiskal, mengingat Pemerintah harus melunasi seluruh utang dalam hal BUMN mengalami gagal bayar. Untuk mengelola risiko fiskal tersebut, Pemerintah mengalokasikan kewajiban kontinjensi pada APBN, dimana jumlah yang dianggarkan merupakan fungsi dari nilai exposure risiko gagal bayar dan probabilitas dari kemungkinan gagal bayar pada tahun berjalan. Pada APBN 2018 Pemerintah mengalokasikan Rp1,12 triliun sebagai kewajiban kontinjensi (Undang-Undang, 2017).

Creative Financing BUMN

Sekuritisasi aset merupakan salah satu upaya BUMN menyikapi adanya tugas dan fungsi membangun infrastruktur tanpa adanya dukungan langsung dari APBN maupun Penjaminan Pemerintah. Namun bukan berarti upaya tersebut tidak menimbulkan risiko. Walaupun skema ini tidak memiliki exposure langsung ke APBN dan tanpa Penjaminan Pemerintah, namun secara tidak langsung masih memiliki risiko fiskal mengingat Pemerintah adalah pemilik (pemegang saham mayoritas) BUMN. Konsekuensinya, “BUMN dijamin penuh Pemerintah” (*fully-backed by sovereign*) merupakan persepsi investor pada umumnya.

Berbeda dengan skema sekuritisasi, dalam skema pemberian Penjaminan Pemerintah, Kementerian Keuangan memiliki kewenangan melakukan *monitoring* performa BUMN secara langsung. BUMN penerima Penjaminan juga wajib menyampaikan laporan kondisi keuangan secara periodik kepada Menteri Keuangan. Masih lekat dalam ingatan, surat Menteri Keuangan kepada Menteri ESDM dan Menteri Negara BUMN mengenai potensi risiko PLN terkait kewajibannya kepada pihak ketiga yang berdampak pada risiko fiskal. Penugasan Pemerintah kepada PLN untuk pembangunan infrastruktur listrik membuat perusahaan tersebut harus mencari sumber pembiayaan dari berbagai lembaga keuangan. Untuk memperoleh akses pinjaman dan beban bunga yang lebih rendah, Pemerintah memberikan fasilitas Penjaminan, namun salah satu pinjaman mensyaratkan *covenant* yang harus dipenuhi PLN berupa rasio *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR) sebesar 1,5 kali (Gumiwang, 2017).

Dari hasil *monitoring* terlihat bahwa *covenant* atas DSCR tersebut berpotensi besar terlanggar dan dapat menimbulkan terjadinya *cross default*. Hal ini berdampak pada tereksekusinya Penjaminan Pemerintah pada seluruh pinjaman PLN yang dijamin oleh Pemerintah. *Monitoring* tersebut menjadi *tool* Kementerian Keuangan untuk mengelola risiko fiskal pada Penjaminan yang diberikan Pemerintah kepada PLN.

Skema sekuritisasi aset oleh BUMN tidak melibatkan fasilitas dan dukungan Penjaminan Pemerintah (c.q. Kementerian Keuangan). Transaksi tersebut murni aksi korporasi, setelah memperoleh *endorsement* dari Kementerian BUMN sebagai bagian RUPS yang dilakukan perusahaan untuk melaksanakan kegiatan investasinya. Karena tidak melibatkan fasilitas APBN, maka tidak ada dasar hukum bagi Kementerian Keuangan untuk melakukan *monitoring* mengenai pemanfaatan dana hasil sekuritisasi serta kondisi keuangan BUMN yang melakukan sekuritisasi.

Namun yang perlu dicermati adalah, sudah melekat pada persepsi pasar bahwa BUMN merupakan *quasi-sovereign* dan aksi korporasi yang dilakukan ada hubungannya dengan pelaksanaan penugasan Pemerintah. Ekspektasi pasar adalah apa pun yang terjadi pada BUMN, Pemerintah tidak akan tinggal diam. Dengan kata lain, sekuritisasi aset tidak melibatkan Pemerintah dan tidak ada mekanisme pengawasan dari Pemerintah, namun jika BUMN gagal memenuhi kewajibannya, Pemerintah pun akan terkena dampaknya.

Percepatan pembangunan infrastruktur menjadi kebutuhan setelah Indonesia sempat tertinggal karena ditimpa krisis keuangan. Infrastruktur yang dibangun ditujukan untuk peningkatan konektivitas antar pulau di Indonesia, optimalisasi pemanfaatan sumber daya alam yang menjadi kekayaan negeri ini, dan pada gilirannya terciptanya kesejahteraan yang inklusif. Namun *creative financing* yang dilakukan hendaknya tetap memperhatikan kesinambungan APBN sebagai instrumen pembangunan, karena Menteri Keuangan sebagai *chief financial officer* bertanggung jawab terhadap pengelolaan fiskal negara.

*) Tulisan adalah pendapat pribadi dan bukan kebijakan dari institusi tempat penulis bekerja.

Referensi:

- Gumiwang, R. (2017). Seberapa Buruk Kondisi Keuangan PLN? Retrieved from <https://tirto.id/seberapa-buruk-kondisi-keuangan-pln-cxDC>
- Jobst, A. (2008). What is Securitization? *Finance & Development*, 48–49. <https://doi.org/10.1007/BF00044325>
- PT Jasa Marga. (2017). Lakukan Terobosan Inovasi Alternatif Pendanaan, Jasa Marga Terbitkan Sekuritisasi Pendapatan Tol. Retrieved January 14, 2018, from [http://www.jasamarga.com/public/id/aktivitas/detail.aspx?title=Lakukan Terobosan Inovasi Alternatif Pendanaan, Jasa Marga Terbitkan Sekuritisasi Pendapatan Tol](http://www.jasamarga.com/public/id/aktivitas/detail.aspx?title=Lakukan%20Terobosan%20Inovasi%20Alternatif%20Pendanaan,%20Jasa%20Marga%20Terbitkan%20Sekuritisasi%20Pendapatan%20Tol)
- Undang-Undang. Undang-Undang Nomor 15 Tahun 2017 tentang Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Tahun Anggaran 2018 (2017).