

## Memperkuat Kebijakan Divestasi Saham Tambang Di Indonesia

David Manley and Emanuel Bria

Kebijakan atau aturan “divestasi” Indonesia adalah sebuah upaya untuk menegaskan kontrol negara yang lebih besar atas sumber daya mineral. Aturan ini mengamankan perusahaan tambang asing untuk mendivestasikan porsi saham secara berkala dan meningkat dari entitas mereka yang berdomisili lokal, untuk orang Indonesia.

Pemerintah berharap aturan tersebut akan menguntungkan masyarakat Indonesia lewat dua cara. Pertama, hal tersebut memungkinkan masyarakat Indonesia yang memegang saham di perusahaan pertambangan secara langsung mendapatkan manfaat dari bisnis mereka, dibandingkan secara tidak langsung melalui penerimaan pajak. Kedua, hal ini memungkinkan perusahaan-perusahaan Indonesia untuk memperoleh teknologi pertambangan baru dan mengembangkan praktek-praktek bisnis baru, mendorong lapangan pekerjaan dan peluang usaha domestik yang lebih besar di negara ini.<sup>1</sup> Aturan divestasi juga merupakan bagian dari rencana pemerintah untuk membangun perusahaan milik negara (BUMN) yang lebih kuat di sektor pertambangan.

Dengan dilaksanakannya reformasi regulasi sektor pertambangan yang sedang dilaksanakan oleh pemerintah, sekarang adalah waktu yang tepat untuk mempertimbangkan aturan divestasi dan menimbang apakah hal tersebut benar-benar menguntungkan Indonesia. Apakah aturan ini bisa diperbaiki, atau apakah aturan tersebut harus dihapuskan seluruhnya, keduanya bisa diperdebatkan. Untuk membantu pejabat pemerintah, anggota Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) dan para pemangku kepentingan lainnya, staf di Natural Resource Governance Institute (NRGI) telah menganalisis biaya dan manfaat dari aturan ini.

Dalam laporan ini, kami berpendapat bahwa manfaat yang dikehendaki dari aturan divestasi ini mungkin sulit untuk dicapai. Sementara itu, biaya bisa sangat besar. Secara krusial, analisis kami menunjukkan bahwa aturan ini bisa menghalangi investasi asing di masa depan, sehingga dapat mengurangi besarnya keseluruhan sektor pertambangan Indonesia.

Selain upaya untuk membangun kedaulatan di sumber daya mineral, pemerintah juga berupaya untuk memajukan infrastruktur serta meningkatkan produktivitas perekonomian secara keseluruhan—membangun pelabuhan, pembangkit listrik,

<sup>1</sup> Trias Kurnianingru. Bagian I kajian hukum atas divestasi saham bidang pertambangan di Indonesia: Studi kasus PT Newmont Nusa Tenggara dan PT Freeport Indonesia. Tersedia di: [http://berkas.dpr.go.id/puslit/files/buku\\_lintas\\_tim/buku-lintas-tim-8.pdf](http://berkas.dpr.go.id/puslit/files/buku_lintas_tim/buku-lintas-tim-8.pdf)

sekolah dan rumah sakit yang diperlukan agar perekonomian bisa berkembang.<sup>2</sup> Namun, modal dalam negeri untuk berinvestasi pada infrastruktur dan proyek-proyek lainnya yang diperlukan Indonesia untuk meningkatkan produktivitas ekonomi tergolong langka. Dengan demikian, kemungkinan untuk mencapai dua tujuan sekaligus – membeli saham perusahaan tambang asing dan membangun infrastruktur – sangat sulit.

Mengingat masalah-masalah tersebut, kami telah membuat delapan rekomendasi:

- **Rekomendasi 1:** Mempertimbangkan untuk menghilangkan aturan divestasi dan menjajaki pendekatan lain untuk memperkuat kehadiran negara di sektor pertambangan.
- **Rekomendasi 2:** Membatasi pembelian saham tambang oleh pemerintah dan membatasi bagaimana dana publik digunakan untuk membiayai investasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di sektor pertambangan.
- **Rekomendasi 3:** Mengurangi prosentasi divestasi saham tambang yang sekarang mencapai 51 persen.
- **Rekomendasi 4:** Menetapkan aturan yang lebih jelas untuk proses negosiasi dan lelang, dan menunjuk pihak ketiga untuk mengelola prosesnya.
- **Rekomendasi 5:** Mewajibkan perusahaan yang membeli saham tambang untuk mengungkapkan secara terbuka pemilik perusahaan yang sebenarnya (*beneficial owners*).
- **Rekomendasi 6:** Memberikan opsi kepada perusahaan untuk melakukan penjualan melalui penawaran umum perdana (*initial public offering*).
- **Rekomendasi 7:** Mempertimbangkan kembali dan mendefinisikan lebih lanjut pendekatan untuk menilai saham.
- **Rekomendasi 8:** Mengembangkan kebijakan untuk mengelola BUMN pertambangan.

## MENAFSIRKAN ATURAN DIVESTASI

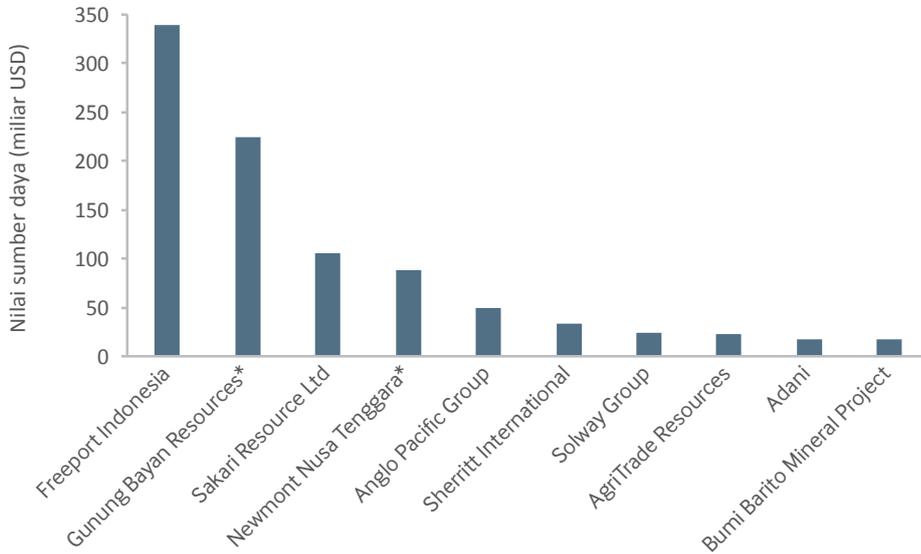
Aturan divestasi pertama kali disebutkan di dalam Undang-undang (UU) Mineral dan Batubara (Minerba) pada tahun 2009. Peraturan selanjutnya telah memberikan rincian lebih lanjut:

- Pasal 97, Peraturan Pemerintah 2010
- Pasal 97, Peraturan Pemerintah No. 77 Tahun 2014 (PP 77/2014)
- Peraturan Pemerintah No. 1 Tahun 2017 (PP 1/2017)
- Peraturan Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral No. 9 Tahun 2017 (Permen ESDM 9/2017).<sup>3</sup>

2 Dave McRae. *Dr Yose Rizal Damuri – Jokowi's economic policies*. Indonesia at Melbourne podcast, 20 Oktober 2016. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://indonesiaatmelbourne.unimelb.edu.au/jokowis-economic-policies/>

3 Kami mengerti bahwa Peraturan Menteri ESDM (Permen ESDM 1/2017) tidak mengubah UU, tapi tetap mempengaruhi penerapan UU tersebut.

Menurut penelitian kami, aturan ini berpotensi memberikan dampak kepada lebih dari 100 proyek yang ada di Indonesia, yang secara kolektif memiliki nilai sumber daya mineral lebih dari USD 1 triliun (Rp 13.300 triliun).<sup>4</sup> Sebagai indikasi dari cakupan aturan divestasi, gambar 1 menunjukkan 10 besar perusahaan yang saat ini atau baru-baru ini secara mayoritas dimiliki asing, dengan pemeringkatan berdasarkan nilai sumber daya mineral.



Gambar 1. Nilai sumber daya dari tambang milik asing atau yang baru-baru ini dimiliki asing (miliar USD)

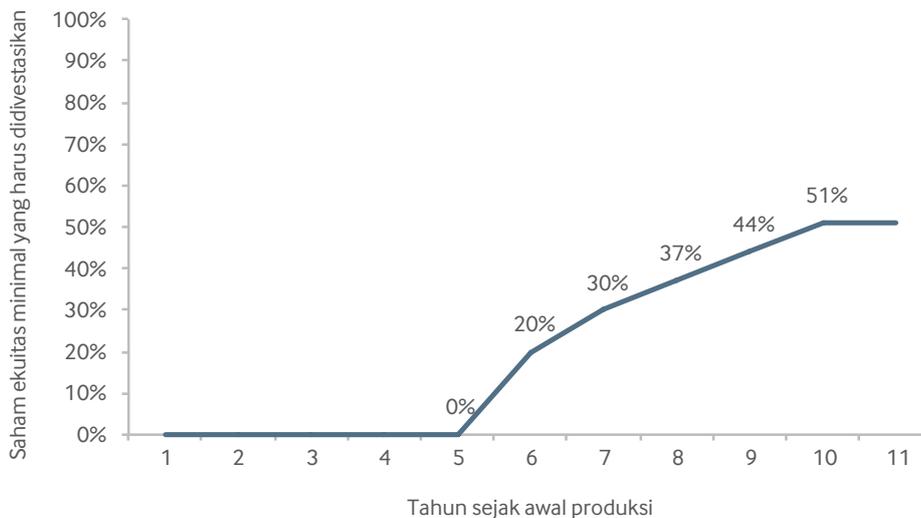
Sumber: S&P Global. SNL Platform. Diakses 6 Februari 2017. Dan perhitungan penulis

Catatan: \*menunjukkan sebelumnya mayoritas perusahaan milik asing, sekarang didivestasikan kepada perusahaan-perusahaan milik Indonesia. PT. Newmont Nusa Tenggara telah berubah menjadi PT. Amman Mineral Nusa Tenggara.

Dalam makalah ini, kami membahas tiga komponen kunci dari aturan tersebut.

### Elemen 1. Berapa banyak untuk didivestasikan?

Elemen pertama menentukan berapa proporsi saham yang harus didivestasikan oleh perusahaan tambang asing dan di tahun ke-berapa mereka harus divestasi.<sup>5</sup> Aturan divestasi mengharuskan setiap perusahaan tambang milik asing melakukan divestasi suatu porsi saham yang meningkat kepada pemerintah, BUMN atau swasta nasional. Jumlahnya tergantung pada lamanya perusahaan telah berproduksi.



Gambar 2. Persyaratan divestasi minimum, sebagai persentase dari total saham di perusahaan lokal yang didirikan

Sumber: PP 1/2017 and Permen ESDM 9/2017

<sup>4</sup> Semua nilai Rupiah Indonesia dihitung menggunakan kurs USD 1: Rp 13.300. Per 14 Februari 2017.

<sup>5</sup> Dalam PP 1/2017 dan Permen ESDM 9/2017

## Elemen 2. Siapa yang bisa membeli?

Unsur kedua aturan divestasi menentukan siapa yang dapat membeli saham. Sebelum Permen ESDM 9/2017 baru-baru ini, aturan divestasi memiliki tiga tingkatan pembeli potensial. Permen ESDM 9/2017 menambahkan opsi berikutnya—potensi untuk menawarkan saham di Bursa Efek Indonesia.<sup>6</sup>



Gambar 3. Tiga (ditambah satu) tingkatan pembeli potensial dari ekuitas pertambangan

Sumber: Penafsiran penulis tentang Pasal 97 (2) dari PP 77/2014, PP 1/2017 dan Pasal 2 (5) dan 10 (1) dari Permen ESDM 9/2017

## Elemen 3. Pada harga berapa?

Unsur ketiga aturan divestasi menentukan harga saham ketika dijual dan proses ketika dijual. Harga saham yang ditawarkan kepada pemerintah ditentukan lewat negosiasi. Proses penaksiran nilai akan menetapkan batas atas untuk harga ini. Saham yang ditawarkan kepada BUMN dan swasta nasional dihargai melalui lelang. Dalam kasus-kasus ini, penaksiran menjadi harga cadangan lelang, yaitu, harga minimum di mana saham dapat dijual.

Sebelum ada Permen ESDM 9/2017, aturan divestasi menjelaskan bahwa penaksiran nilai tersebut didasarkan pada “biaya pengganti.” Hal ini tampaknya berbeda dari definisi yang digunakan dalam aturan penilaian pertambangan seperti yang dimiliki Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum (standar CIMVAL).<sup>7</sup> Aturan divestasi sebelum direvisi mendefinisikan biaya penggantian sebagai jumlah kumulatif dari “biaya investasi yang dikeluarkan sejak tahap eksplorasi sampai dengan tahun kewajiban divestasi saham.” Ini sama dengan “akumulasi penyusutan dan amortisasi berdasarkan masa ekonomis atau kepentingan kelompok properti yang berbeda, yang disesuaikan dengan efek inflasi; dan kewajiban keuangan hingga akhir tahun pada saat kewajiban divestasi saham ini jatuh tempo.”

Namun, Pasal 14 (1) dari Permen ESDM 9/2017 menggantikan metode penaksiran ini dengan metode yang memperkirakan “nilai pasar yang wajar” tanpa mempertimbangkan nilai cadangan pada saat divestasi ini jatuh tempo.<sup>8</sup> Kami menafsirkan bahwa secara ekonomis, ini hampir setara dengan “biaya penggantian” yang didefinisikan di atas. Kami membahas hal ini lebih lanjut dalam bagian 2.2.

## RISIKO DARI ATURAN DIVESTASI

Kami telah mengevaluasi aturan divestasi ini untuk memahami potensi biaya dan manfaat untuk Indonesia.

<sup>6</sup> Pasal 10 (1) dari Permen ESDM 9/2017

<sup>7</sup> Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum. “Standards and Guidelines for Valuation of Mineral Properties.” Diakses pada 6 Februari 2017. <http://web.cim.org/standards/MenuPage.cfm?sections=177&menu=178>

<sup>8</sup> Terjemahan Pasal 14 (1) dari Permen ESDM 9/2017

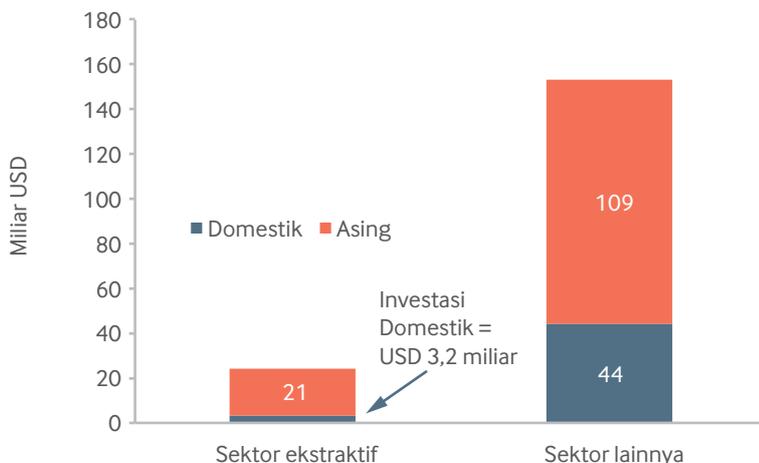
## MANFAAT DARI DIVESTASI MUNGKIN SULIT DICAPAI

Mewajibkan perusahaan-perusahaan asing untuk melakukan divestasi menawarkan tiga potensi manfaat bagi masyarakat Indonesia. Penelitian kami menunjukkan bahwa manfaat ini kemungkinan besar sulit untuk dicapai.

### Pembelian domestik atas saham akan memerlukan peningkatan hutang luar negeri atau mengalihkan jumlah investasi domestik yang besar dari sektor-sektor lain

Sebagian besar investasi di Indonesia berasal dari investor asing, bukan domestik. Hanya seperempat dari hampir USD 180 miliar (Rp 2.394 triliun) yang diinvestasikan setiap tahun di Indonesia berasal dari investor dalam negeri. Aturan divestasi bertujuan untuk mengubah ini dan memberikan kesempatan kepada masyarakat Indonesia untuk memiliki saham yang lebih besar di sektor pertambangan.

Selama lima tahun terakhir, sektor ekstraktif menarik USD 21 miliar (Rp 279 triliun) investasi asing. Ini merupakan hampir setengah dari seluruh investasi dari masyarakat Indonesia di semua sektor ekonomi lainnya. Selanjutnya, aturan divestasi mengharuskan perusahaan asing untuk mendivestasikan setidaknya 51 persen dari ekuitas modal mereka—jumlah saham yang mungkin berkali-kali lipat lebih besar dari arus investasi tahunan rata-rata yang ditunjukkan pada gambar 4. Jika, dalam kondisi saat ini, masyarakat Indonesia membeli lebih dari 51 persen dari ekuitas masing-masing perusahaan, jumlah yang diperlukan kemungkinan besar berasal dari porsi yang signifikan dari investasi Indonesia di industri lainnya.



Gambar 4. Investasi langsung domestik dan asing di sektor ekstraktif Indonesia dan keseluruhan sektor lainnya dalam miliar USD (rata-rata tahunan selama 2011-2015)

Sumber: Badan Koordinasi Penanaman Modal. "Statistics." Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www3.bkpm.go.id/en/investing-in-indonesia/statistic> dan perhitungan penulis

Dengan kata lain, aturan divestasi secara efektif mengharuskan investor domestik untuk menjalankan peran yang sekarang dijalankan investor asing. Namun, data-data ini menunjukkan bahwa investor domestik kurang berinvestasi untuk bisa mengambil peran investor asing. Investor Indonesia terus berinvestasi dalam jumlah yang sama seperti saat ini untuk sektor-sektor ekonomi lainnya. Perbedaannya sangat besar sehingga untuk membeli saham perusahaan tambang asing masyarakat Indonesia memiliki empat opsi:

- Mengurangi investasi mereka atau menjual aset mereka di sektor lain dalam perekonomian Indonesia kepada pihak asing, dan menukar kepemilikan Indonesia atas manufaktur, pertanian dan jasa untuk saham tambang.
- Pinjam dari kreditor asing atau mengundang investor asing untuk membeli saham di perusahaan Indonesia, dan memperoleh saham tambang, tetapi juga mendapatkan liabilitas asing.

- Mendivestasikan aset asing mereka, dan dengan demikian memegang portofolio yang sangat rentan terhadap resiko komoditas.
- Mengandalkan pemerintah untuk membeli saham tambang, dan oleh karenanya juga memaksa pemerintah untuk berhutang ke pihak asing, menaikkan pajak atau mengurangi belanja untuk infrastruktur dan proyek-proyek lainnya yang lebih menguntungkan secara sosial. Lihat bagian 2.2 untuk pembahasan masalah ini.

Konsekuensi dari setiap pilihan ini barangkali tidak begitu memuaskan untuk semua masyarakat Indonesia. Ini juga bisa berarti bahwa membeli saham tambang tak lebih dari kemenangan yang hampa.

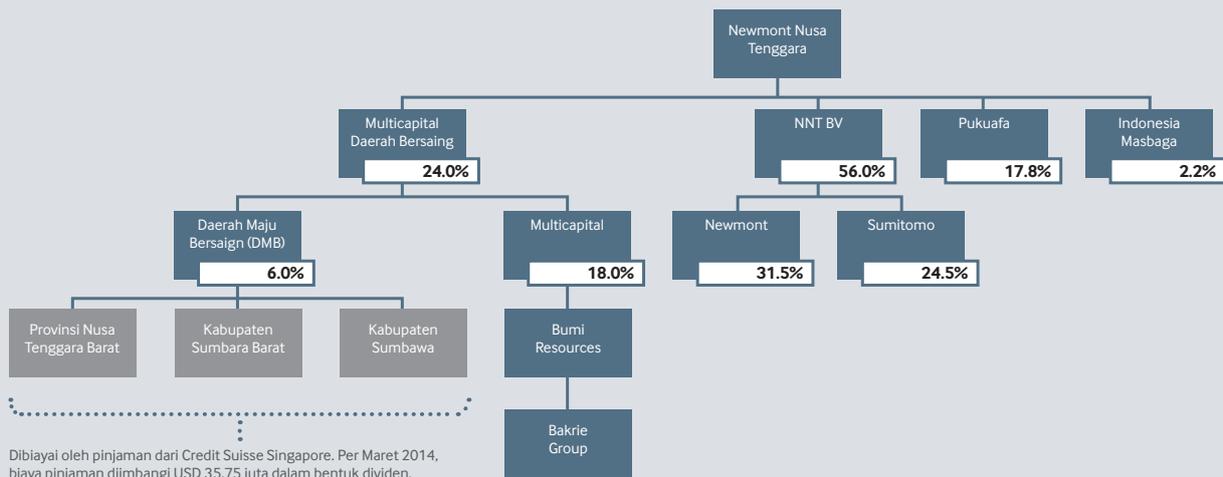
### **Imbal hasil dividen dari investasi mungkin di bawah dari yang diharapkan**

Memiliki saham di perusahaan tambang memberikan kesempatan kepada masyarakat Indonesia atau BUMN untuk mendapatkan dividen. Namun, dividen yang sebenarnya diterima oleh pemilik saham Indonesia dapat mengecewakan karena dua alasan. Pertama, dalam banyak kasus, entitas Indonesia mungkin tidak memiliki dana untuk membeli saham dan justru harus meminjam. Pasal 2 (7) dari Permen ESDM 9/2017 mencegah perusahaan asing meminjamkan dana untuk pembelian saham (seperti umumnya di negara-negara lain di mana negara ingin memiliki saham di perusahaan tambang). Tentu saja, ini berarti pembeli Indonesia akan meminjam dari sumber yang lain. Kotak 1 menggambarkan tiga pemerintah daerah di Provinsi Nusa Tenggara Barat yang karena utangnya, mereka tak memperoleh hasil dari pembelian saham mereka. Ini juga merupakan contoh bagaimana kepentingan pihak swasta dapat terjerat dalam proses yang kompleks untuk membeli saham di perusahaan tambang—situasi yang suatu hari memungkinkan praktik korupsi. (Lihat bagian 2.2.)

**Box 1. Lack of financial capacity leads to abusive practices<sup>9</sup>**

One example of how the divestment rule may not yield benefits for Indonesians comes from the purchase of Newmont Nusa Tenggara (NNT) shares in the province of West Nusa Tenggara. As part of a contract signed between the government of Indonesia and NNT in 1986, almost a third of NNT shares had to be divested to Indonesian entities. In 2009, Daerah Maju Bersaing (DMB)—a joint stock company owned by the provincial government, two district governments in the province and a private company called Multicapital controlled by an Indonesian businessman and politician—acquired a 24 percent stake. Multicapital owned 75 percent of DMB (effectively owning 18 percent of NNT) while the subnational governments owned 25 percent of DMB (6 percent of NNT).

**Figure 5. Ownership structure of Newmont Nusa Tenggara, prior to Newmont’s sale to Amman Mineral Internasional in 2016 (percentage share in NNT)**



Source: Yudhistira, Aria. "Ini Pemilik Saham Newmont Nusa Tenggara." *Kata Data*, 7 July, 2014. Accessed 6 February, 2017. <http://katadata.co.id/berita/2014/07/07/ini-pemilik-saham-newmont-nusa-tenggara>

To purchase 24 percent of NNT shares, the subnational governments and Multicapital had to borrow. This was done by arranging for Multicapital’s owner—a company called Bumi Resources Minerals (BMRS)—to borrow USD 300 million (IDR 3.9 trillion) from Credit Suisse in Singapore. In order to repay this loan, the arrangement stipulated BMRS repays the loan from the dividends from its stake in NNT. This has meant that as of 2014, the subnational governments in West Nusa Tenggara had not received money from the arrangement despite NNT paying out USD 35.75 million (IDR 475 billion) in dividends.

Walaupun pembelian saham tidak memerlukan akumulasi utang besar, praktik akuntansi oleh pemegang saham mayoritas yang berfungsi untuk mengurangi imbal hasil bagi pemilik minoritas dapat mengakibatkan pembayaran dividen yang mengecewakan untuk pemegang saham Indonesia. Ketika ada pemegang saham dominan dan monitoring yang lemah oleh pemegang saham lainnya, resiko penyelewengan pun muncul. Perusahaan memiliki berbagai kesempatan untuk membatasi pembagian dividen dari anak perusahaan mereka di Indonesia, dan sebaliknya tidak secara langsung mengirimkan uang tunai kepada pemegang saham global mereka sendiri. Misalnya, mengembalikan utang adalah kewajiban utama sebelum membayarkan dividen kepada pemilik saham. Pemegang saham pengendali dapat memastikan bahwa perusahaan meminjam dana dari pemegang saham terkait (seperti perusahaan induk) atau entitas yang sejenis dan dapat mengalihkan pendapatan dari pemegang saham lainnya seperti pemegang saham Indonesia kepada perusahaan yang berafiliasi dengannya.

9 Aria Yudhistira. "Ini Pemilik Saham Newmont Nusa Tenggara." *Kata Data*, 7 Juli 2014. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://katadata.co.id/berita/2014/07/07/ini-pemilik-saham-newmont-nusa-tenggara> dan Abraham Galagilo. "Saham Divestasi Newmont Terancam Disita Credit Suisse." *Dunia Energi*, 10 September 2012. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.dunia-energi.com/saham-divestasi-newmont-terancam-disita-credit-suisse/>

## **Tidak seperti yang diharapkan, kepemilikan Indonesia dapat menyebabkan jumlah tenaga kerja Indonesia yang lebih sedikit dan peluang usaha yang lebih sedikit untuk orang Indonesia**

Ketika pemilik Indonesia menjadi pemegang saham mayoritas usaha pertambangan, hal ini memungkinkan bahwa mereka akan berhasil mengarahkan perusahaan untuk menghasilkan lebih banyak pekerjaan dan peluang bisnis untuk orang Indonesia dari pada jika perusahaan tambang tinggal di bawah kendali perusahaan asing. Ini bisa berasal dari penciptaan lapangan pekerjaan perusahaan pertambangan bagi masyarakat Indonesia, atau dari perusahaan tambang milik Indonesia yang berkontrak dengan perusahaan jasa Indonesia dari pada perusahaan-perusahaan internasional. Jaringan bisnis lokal cenderung lebih kuat di antara perusahaan pertambangan milik Indonesia. Secara teoritis, transfer kepada kepemilikan mayoritas Indonesia setelah tahun kesepuluh produksi (diamanatkan dalam aturan) akan membantu koneksi domestik berkembang.

Namun, transisi kepada kepemilikan mayoritas Indonesia kemungkinan besar memiliki dampak yang lebih sedikit terhadap peluang tersebut, berbeda seperti yang diharapkan oleh pemerintah.

Pertama, sebagian besar biaya proyek pertambangan dikeluarkan selama fase pengembangan proyek dan 10 tahun pertama produksi, ketika sebuah perusahaan asing memegang saham pengendali.

Kedua, proyek akan membentuk sebuah jaringan pemasok selama tahun-tahun tersebut. Pemilik Indonesia mungkin masih ingin tetap menggunakan jaringan ini jika itu berarti operasi yang lebih efisien. Sementara itu, perusahaan asing mungkin tidak ingin menghapus akses ke rantai pasokan ini untuk menjaga imbal hasil atas ekuitas yang tersisa, dan pasokan yang berlanjut juga dapat menghasilkan bisnis baru bagi perusahaan asing.

Ketiga, tenaga kerja lokal di sektor pertambangan kemungkinan besar tidak meningkat secara signifikan sebagai akibat dari perubahan dalam kepemilikan perusahaan. Misalnya, per 2015, PT. Freeport Indonesia mempekerjakan sekitar 32.400 karyawan Indonesia dan 152 “ekspatriat,” sekitar 1,3 persen dari total pekerja, dan kemungkinan mereka dibayar dengan baik.<sup>10</sup> Walau demikian, perubahan kepemilikan tidak menjamin bagi meningkatnya jumlah pekerja Indonesia. Akan tetapi, jika aturan divestasi menjadi faktor penghambat bagi investasi baru—seperti yang kami kemukakan di bagian 2.2 di bawah—lapangan pekerjaan untuk masyarakat Indonesia bisa benar-benar menurun.

10 PT Freeport Indonesia. Ketenagakerjaan. Accessed 6 February 2017. [http://ptfi.co.id/media/files/fact/57c932e96e1d1\\_3-ketenagakerjaan.pdf](http://ptfi.co.id/media/files/fact/57c932e96e1d1_3-ketenagakerjaan.pdf). This is similar to the three percent figure for expatriate employment given in: Berly Martawardaya. “Tegangnya Relaksasi Ekspor Mineral”. Kompas, 24 January 2017. Accessed 6 February 2017. <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2017/01/24/192954726/tegangnya.relaksasi.ekspor.mineral>

## MEWAJIBKAN DIVESTASI MUNGKIN MEMBEBANKAN BIAYA YANG SIGNIFIKAN BAGI INDONESIA

Dalam pandangan kami, manfaat aturan divestasi berpotensi lebih rendah dari yang diharapkan pemerintah. Penelitian kami juga mengidentifikasi tiga biaya yang signifikan yang akan bebankan pada Indonesia akibat aturan divestasi.

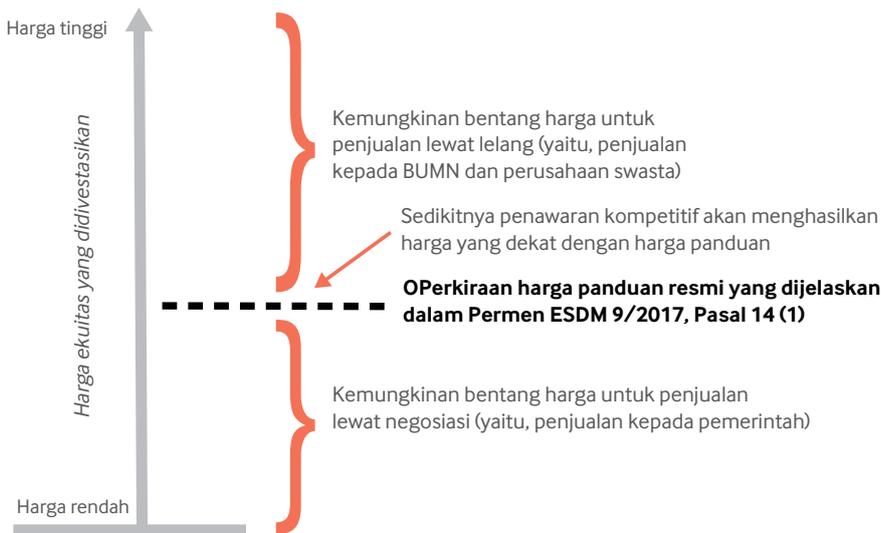
### **Aturan divestasi dapat menghalangi investasi asing dan dengan demikian juga perkembangan keseluruhan sektor pertambangan**

Aturan divestasi memaksa perusahaan untuk menjual ekuitas dengan potensi diskon yang signifikan. Mungkin tampak berlawanan dengan intuisi untuk khawatir tentang berapa banyak yang investor harapkan dari investasi mereka. Tetapi jika investor tidak bisa mengharapkan apapun untuk menerima imbal hasil yang cukup untuk membayar biaya dan kreditor, dan memuaskan pemegang saham, maka kemungkinan besar mereka tidak akan berinvestasi. Walaupun aturan divestasi akan memungkinkan Indonesia untuk membeli saham murah dari perusahaan yang ada, namun jika investasi masa depan jatuh, maka akan ada saham yang lebih sedikit untuk dibeli masyarakat Indonesia. Dan jika jumlah investor domestik tidak sepadan dengan penurunan investasi asing, ada kemungkinan berkurangnya penerimaan pajak dan penciptaan lapangan kerja di Indonesia.

Jika kita melihat pertambangan yang besar dan sukses seperti Grasberg Freeport kita tidak melihat bahwa selain itu ada sejumlah besar proyek yang akhirnya gagal. Industri ini sangat beresiko. Pada banyak kesempatan, investor tidak menerima imbal hasil dari investasinya dan kadang kehilangan semua investasi mereka. Untuk dapat menjalankan bisnis, investor perlu menghasilkan cukup kesuksesan untuk mengkompensasi kegagalan. Aturan divestasi mewajibkan perusahaan untuk kemudian menjual sahamnya jika investasi berhasil, tanpa adanya pembayaran oleh investor Indonesia jika terjadi kegagalan: proyek-proyek tersebut tidak akan pernah mencapai tahap divestasi.

Namun, ekuitas kemungkinan akan dihargai di bawah jumlah yang diperlukan untuk mengkompensasi investor untuk risiko yang mereka hadapi. Hal ini dikarenakan dua alasan.

Gambar 6 menggambarkan alasan pertama. Adalah sangat mungkin bahwa harga yang dihasilkan dalam proses divestasi akan mendekati atau di bawah apa yang kita sebut sebagai “harga panduan” (dalam Pasal 14 (1) Permen ESDM 9/2017 ditetapkan sebagai definisi dari “nilai pasar yang wajar”). Sementara lelang dapat mengakibatkan harga yang lebih tinggi, jika tidak ada cukup tawaran yang kompetitif di setiap lelang, ekuitas hanya akan dijual dengan harga terendah—atau tidak sama dijual sama sekali.



Gambar 6. Berbagai potensi harga yang dapat dihasilkan dari negosiasi dan lelang dalam proses divestasi

Sumber: Penafsiran penulis atas Permen ESDN 9/2017

Menentukan harga panduan sangatlah penting. Ini merupakan alasan kedua mengapa aturan divestasi tidak mungkin cukup untuk mengkompensasi investor. Permen ESDM 9/2017 menggantikan pendekatan “biaya penggantian” (*replacement cost*) yang sebelumnya digunakan untuk menilai ekuitas dengan pendekatan nilai pasar wajar (*fair market value*). Namun, peringatan penting adalah bahwa nilai pasar wajar ini tidak dapat menyertakan nilai cadangan proyek pada saat divestasi.<sup>11</sup>

Penggunaan nama “nilai pasar wajar” menunjukkan adanya perbaikan dalam pandangan perusahaan dan investor. Namun dalam kasus ini, interpretasi awal kami terhadap Permen ESDM 9/2017 adalah dasar valuasi harga saham ini hampir setara dengan “biaya penggantian” sebagaimana didefinisikan dalam aturan sebelumnya.

Secara teoritis, nilai saham yang diharapkan oleh para pialang untuk diperdagangkan di pasar akan mencakup nilai yang dihasilkan perusahaan dari menjual produksi yang akan datang, dikurangi pajak (yang setara dengan nilai cadangan dikurangi biaya dan pajak). Namun, Pasal 14 (1) dari Permen ESDM 9/2017 menghilangkan kemungkinan produksi kedepannya digunakan untuk menaksir nilai saham. Penilaian yang diperbolehkan adalah aset di atas tanah yang dimiliki sebuah perusahaan tambang saat ini—infrastruktur dan modal yang telah dikembangkan, dikurangi penyusutan aset-aset tersebut. Nilai ini setara dengan “biaya penggantian” yang didefinisikan di dalam aturan sebelumnya.

Meskipun investor tidak harus menerima secara penuh penghasilan pajak bersih dari produksi masa depan untuk berinvestasi, mereka biasanya akan mengharapkan imbal hasil yang sebanding dengan penggunaan modal mereka. Tidak ada angka yang didefinisikan untuk ini, tetapi analisis sektor pertambangan cenderung menggunakan patokan dekat dengan imbal hasil 12,5 persen.<sup>12</sup> Namun, dengan tidak diperbolehkannya perusahaan untuk memasukkan keuntungan masa depan sebagai bagian dari perhitungan harga panduan, ada kemungkinan bahwa untuk banyak proyek, hasil yang diharapkan akan jatuh di bawah patokan tersebut. Dalam model keuangan kami untuk tambang tembaga hipotetis di Indonesia, yang harus mendivestasi saham menggunakan penafsiran harga berdasarkan aturan divestasi,

11 Pasal 14 (1) dari Permen ESDM 9/2017

12 A survey of petroleum company analysts suggests a 10 percent nominal rate as a benchmark, on to which a “country risk premium” is added. We assume this to be 2.5 percent in this case. Source: Wood Mackenzie. *Upstream Valuation Survey 2015*. (2016)

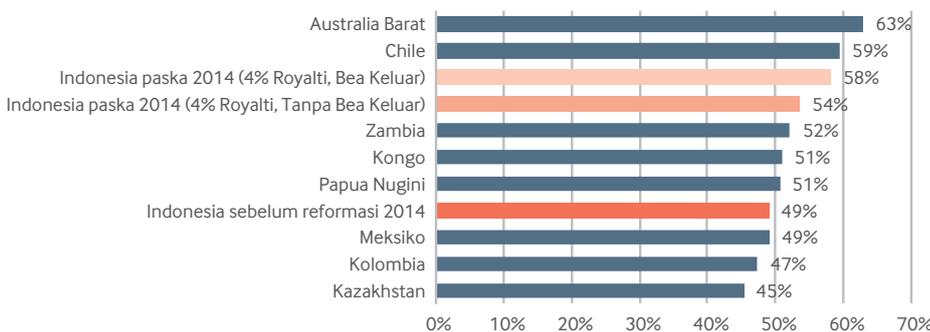
kami memperkirakan bahwa untuk proyek pertambangan tanpa divestasi akan memperoleh imbal hasil sebesar 12.5 persen, namun dengan mengikuti aturan divestasi maka imbal hasilnya hanya mencapai 9 persen. Analisis ini menunjukkan bahwa beberapa proyek di Indonesia tidak akan menarik investasi jika mengikuti aturan divestasi. (Lihat kotak 2 untuk ringkasan.)

**Kotak 2. Pemodelan dampak penilaian berdasarkan aturan divestasi**

Kami menggunakan model arus kas diskonto dari tambang tembaga biasa di Indonesia yang memproduksi USD 207 juta (Rp 2,8 triliun) tembaga rata-rata per tahun selama 15 tahun. Setelah lima tahun produksi, biaya akumulasi bersih dari proyek (seperti yang didefinisikan oleh “biaya penggantian”) berjumlah USD 157 juta (Rp 2,1 triliun). Menurut aturan divestasi, perusahaan harus melakukan divestasi 20 persen dari ekuitas. Dengan asumsi bahwa mereka menerima penilaian biaya penggantian untuk ekuitas ini, perusahaan akan menerima USD 31 juta (Rp 412 miliar) dari tahap pertama ekuitas.

Namun, dengan menggunakan “pendekatan berbasis pendapatan” untuk penilaian, perusahaan akan menerima USD 74 juta (Rp 984 milyar) dari penjualan. Pendekatan ini mendekati jumlah yang diperlukan untuk memastikan investor perusahaan akan menerima 12,5 persen imbal hasil—patokan yang sering ditetapkan oleh investor ketika memutuskan sejak awal apakah akan berinvestasi—terhadap modal mereka. Jumlah ini juga merupakan estimasi dasar tentang apa yang perusahaan mungkin terima dari penjualan di pasar modal, karena investor cenderung melihat imbal hasil masa depan sebagai penentu utama harga ekuitas. Menggunakan metode yang sama untuk menilai jumlah yang di terima perusahaan dari divestasi berikutnya, kami menghitung bahwa pada saat divestasi mencapai 51 persen, investor hanya akan memperoleh imbal hasil sebesar 9 persen, di bawah patokan imbal hasil yang dapat diterima investor yakni sebesar 12,5 persen.

Selain itu, aturan divestasi juga turut menambah beban fiskal yang sudah tinggi sejak 2014 dengan ditetapkannya bea ekspor. Beban fiskal yang besar ini juga sebenarnya tetap tinggi meskipun aturan terkait bea ekspor ini dihapus. Ini mungkin bermanfaat untuk Indonesia, dengan menghasilkan pendapatan pajak yang lebih besar bagi pemerintah. Namun, pajak yang lebih tinggi dan aturan divestasi kemungkinan terlalu besar bagi beberapa investor untuk ditanggung. Resiko paling besar adalah bagi proyek-proyek pertambangan baru akan dilihat terlampaui berisiko karena margin keuntungan yang terlampaui kecil. Ini adalah contoh proyek-proyek yang tidak akan dimulai karena tak ada investasi.



Gambar 7. Rata-rata tarif pajak efektif untuk sebuah model tambang tembaga

Source: Perhitungan penulis. Model dilakukan dengan USD 2,27 per pon tembaga (USD 5.000 per metrik ton) biaya tunai C1 dari USD 1.57 per pon.

**Aturan divestasi menciptakan peluang untuk korupsi**

Penjualan saham pertambangan bisa menciptakan peluang bagi para pejabat publik untuk mendapatkan keuntungan dengan mengorbankan masyarakat dan menciptakan resiko penyusutan, konflik kepentingan, kepentingan politik menyandera kebijakan ini dan favoritisme. Misalnya, pejabat publik dapat mengatur penjualan kepada perusahaan swasta atau BUMN di mana mereka, keluarga atau

kerabat dekat mereka adalah pemilik yang sebenarnya (*beneficial owners*). Para pejabat ini dapat berada pada posisi untuk mengatur penjualan saham dengan harga diskon untuk sebuah perusahaan, yang memungkinkan pejabat terkait untuk memperoleh aset dengan harga yang rendah. Demikian pula, para pejabat publik bisa mengatur penjualan saham kepada sebuah BUMN yang dibiayai oleh kepentingan swasta yang terkait dengan pejabat-pejabat tersebut. Praktek-praktek seperti ini sangat umum terjadi, khususnya di sektor ekstraktif di seluruh dunia. (Lihat kotak 3.)

Maraknya kasus korupsi di sektor pertambangan dapat menjadi penghambat bagi investasi dan karena itu harus dicegah.

### Kotak 3. Praktek penyelewengan di Angola

Sebuah contoh dari Angola menyoroiti resiko ketika para pejabat mengadakan perjanjian di antara perusahaan di mana mereka memiliki hak atas manfaat aset (*beneficial interest*). Pada tahun 2012, *Financial Times* melaporkan bahwa perusahaan minyak AS Cobalt International Energy sedang diselidiki oleh otoritas AS di bawah UU Tindakan Korupsi Asing (*Foreign Corrupt Practices Act*). Kepala perusahaan milik negara, Sonangol, dan dua mantan jenderal angkatan darat memiliki saham di sebuah perusahaan Angola yang bernama Nazaki Oil and Gas, yang bermitra dengan Cobalt International Energy dalam memenangkan dan mengembangkan wilayah lisensi lepas pantai Angola.<sup>13</sup> Hal ini melanggar hukum terkait pemilik sebenarnya terhadap perusahaan (*beneficial ownership*) Angola sendiri. Kemungkinan besar pengaturan semacam ini menghasilkan keuntungan yang cukup besar untuk tiga pejabat Angola, sementara negara Angola berpotensi kehilangan uang—bonus penandatanganan untuk proyek Cobalt-Nazaki tersebut sepersepuluh dari jumlah yang dibayarkan untuk lisensi serupa.<sup>14</sup> Skandal ini mengakibatkan gugatan kelas (*class action*) terhadap perusahaan (masih berlangsung)<sup>15</sup> dan diliput oleh pers internasional, sehingga merusak reputasi Cobalt International Energy.

### Membeli saham di sektor pertambangan adalah kesempatan yang hilang untuk berinvestasi di sektor perekonomian lain Indonesia

Presiden Joko Widodo telah menargetkan pembangunan infrastruktur di Indonesia. Jelas, ini membutuhkan dana publik atau pinjaman.<sup>16</sup> Demikian pula, pembelian pemerintah atau BUMN yang dibiayai pemerintah atas saham pertambangan membutuhkan dana publik atau pinjaman. Namun, membeli saham pertambangan berarti lebih sedikit dana yang tersedia untuk membangun infrastruktur publik. Salah satu cara untuk memilih area investasi yang lebih baik adalah dengan membandingkan tingkat imbal hasil sosial yang diharapkan. Pada akhirnya, total manfaat dari sebuah proyek tidak hanya untuk pemerintah, tetapi juga masyarakat. Imbal hasil sosial dari investasi di tambang dapat mencakup dividen, lapangan pekerjaan yang lebih besar dan memperluas peluang bisnis lokal (bergantung pada tantangan yang dijelaskan dalam bagian 2.1). Imbal hasil sosial dari infrastruktur akan mencakup bayaran dari para pengguna fasilitas publik seperti biaya jalan tol, biaya listrik, pelabuhan dan sebagainya serta memberi mamfaat untuk masyarakat

13 Tom Burgis dan Cynthia O'Murcu. "Angola official held hidden oil stakes". *Financial Times*, 15 April 2012. Diakses pada 6 Februari 2017. <https://www.ft.com/content/effd6a98-854c-11e1-a394-00144feab49a>

14 IHS Markit. "Sinopec Offers US\$1-bil. Signature Bonus in New Licensing Round in Angola". 5 Desember 2006. Diakses pada 6 Februari 2017. <https://www.ihs.com/country-industry-forecasting.html?ID=106599357>

15 Rosen Law Firm. "Cobalt International Energy, Inc". Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.rosenlegal.com/cases-327.html>

16 Dave McRae. Dr Yose Rizal Damuri – *Jokowi's economic policies*. Indonesia at Melbourne podcast, 20 Oktober 2016. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://indonesiaatmelbourne.unimelb.edu.au/jokowis-economic-policies/>

Indonesia yang menggunakan fasilitas-fasilitas publik tersebut termasuk untuk membangun usaha mereka.

Kami tidak memiliki perkiraan terkait imbal hasil seperti ini. Selain itu, sulit juga untuk membuat perkiraan tersebut.<sup>17</sup> Namun para pengambil kebijakan harus berpikir tentang biaya dan manfaat dari penggunaan dana publik yang pada akhirnya lebih menguntungkan masyarakat banyak.

Selanjutnya, walaupun pemerintah memilih untuk tidak membeli saham secara langsung, ada risiko bahwa pembelian BUMN akan membutuhkan dana pemerintah. Pemerintah telah mengisyaratkan bahwa BUMN pertambangan atau perusahaan BUMN *holding* akan memperoleh sebagian besar saham dan sebagian besar akan dibiayai oleh sektor swasta. Dengan cara ini, pembelian BUMN atas saham yang didivestasikan, secara efektif, memungkinkan pemerintah untuk berbagi resiko pembelian saham dengan investor yang lain, dari pada seluruhnya menggunakan dana publik (APBN misalnya). Namun, belum diketahui secara pasti bagaimana struktur pembiayaan seperti itu akan bekerja, atau apakah pemodal akan bersedia untuk mendanai BUMN. Jika modal dalam negeri tidak mencukupi, seperti yang dipaparkan analisis kami di bagian 2.1, kemungkinan besar pemerintah akan gagal untuk menemukan pembiayaan sektor swasta atau membutuhkan investasi asing untuk membantu. (Ini akan secara efektif memungkinkan modal asing kembali masuk ke sektor pertambangan.) Hal ini berisiko pada digunakannya dana publik untuk mendukung BUMN daripada membangun infrastruktur dan proyek-proyek lainnya yang berpotensi memberikan manfaat yang lebih besar untuk Indonesia.

## MEMPERKUAT ATAU MENGHAPUS ATURAN DIVESTASI

Indonesia memiliki sejarah panjang dimana operator asing menggali sumber daya mineral negaranya. Sehingga dapat dipahami bahwa banyak orang Indonesia mendukung kebijakan yang mencoba untuk mengamankan kedaulatan yang lebih besar atas sumber daya tersebut. Namun, kesejahteraan dan kemakmuran rakyat bisa dikatakan lebih penting. Analisis kami menunjukkan bahwa aturan divestasi tidak dapat memberikan semua manfaat yang mungkin diharapkan, sembari membebankan biaya yang signifikan.

Secara krusial, memaksakan aturan ini bisa berlawanan dengan tujuan membangun infrastruktur dan mengembangkan ekonomi di luar sektor pertambangan.

Kami tidak mengambil posisi terkait tujuan apa yang terbaik untuk Indonesia.

Namun, kami bisa memberikan pandangan terkait sejauh mana aturan divestasi membantu atau menghalangi tujuan tersebut. Jika pemerintah ingin meningkatkan produktivitas dan daya saing maka pemerintah seharusnya memastikan bahwa modal diinvestasikan ke sektor seperti infrastruktur dan manufaktur.

Aturan divestasi berpotensi untuk mengalihkan modal dari investasi di bidang infrastruktur ke sektor pertambangan. Oleh karena itu, kami berpendapat bahwa dengan modal dalam negeri yang relatif kecil mustahil pemerintah dapat mencapai dua tujuan itu sekaligus. Memaksakan aturan ini berisiko bagi berkurangnya investasi pemerintah di sektor yang lebih produktif.

17 Antonio Estache dan Marianne Fay. *Current Debates on Infrastructure Policy*. The World Bank Policy Research Working Paper 4410 (2007).

### **Rekomendasi 1: Pertimbangkan menghilangkan aturan divestasi dan mengeksplorasi pendekatan lain untuk sektor pertambangan yang dipimpin negara.**

Mengingat konflik untuk mencapai kedua tujuan tersebut, kami merekomendasikan bahwa pemerintah dan DPR menghapus aturan divestasi seluruhnya dan berkonsentrasi pada kebijakan yang lebih sesuai dengan tujuan keseluruhan pemerintah untuk meningkatkan kehidupan masyarakat banyak di Indonesia. Hal ini tentu tidak berarti menutup kemungkinan bagi pemerintah untuk mengembangkan kapasitas negara lewat BUMN untuk lebih berperan di sektor pertambangan seperti halnya di Cile.

Namun, jika pemerintah dan DPR memutuskan untuk melanjutkan aturan tersebut, kami memiliki tujuh rekomendasi lanjutan yang dimaksudkan untuk menjamin agar aturan divestasi ini dapat membawa manfaat yang lebih besar dan resiko yang lebih kecil.

### **Rekomendasi 2: Membatasi pembelian pemerintah atas saham pertambangan dan membatasi dana public (APBN) digunakan untuk membiayai investasi BUMN.**

Mengingat bahwa investasi publik di bidang pertambangan bisa berarti berkurangnya investasi publik di infrastruktur dan manufaktur, kami merekomendasikan agar pemerintah Indonesia membatasi jumlah saham pertambangan yang mereka beli dan membatasi jumlah dana publik untuk membiayai BUMN.

### **Rekomendasi 3: Mengurangi persyaratan divestasi 51 persen.**

Sebelum Permen ESDM 9/2017, perusahaan asing diwajibkan untuk melakukan divestasi sesuai tiga jadwal. Peraturan menteri yang baru tersebut menghilangkan semuanya kecuali jadwal pertama, yang mengharuskan perusahaan untuk mendivestasikan maksimal 51 persen saham mereka pada tahun kesepuluh produksi. Hal ini memperbaiki sekaligus memperburuk versi aturan divestasi sebelumnya. Berkurangnya jumlah jadwal divestasi menyederhanakan aturannya, menghilangkan ketidakadilan dan menghilangkan potensi untuk mempermainkan sistem. Namun, sekarang kepemilikan mayoritas harus diberikan pada tahun kesepuluh produksi. Hal ini bermasalah jika aspek-aspek lain dari aturan divestasi tidak berubah, khususnya bagaimana nilai saham dihargai. Aturan ini pada dasarnya menempatkan beban fiskal yang tinggi pada perusahaan yang cenderung menghambat investasi. Semakin besar jumlah saham yang di-divestasikan, semakin tinggi beban fiskal untuk perusahaan.

Selain itu, jika pemerintah berencana agar BUMN membeli sebagian besar saham pertambangan yang didivestasikan dengan demikian BUMN memiliki peran yang lebih besar, pemerintah perlu memastikan agar BUMN tersebut dapat mengelola proyek-proyek yang baru diperoleh. (Lihat rekomendasi 8.)

### **Rekomendasi 4: Menetapkan aturan yang lebih jelas untuk proses negosiasi dan lelang, dan menunjuk pihak ketiga untuk mengelola prosesnya.**

Adalah penting bahwa baik perusahaan asing maupun calon pembeli saham memiliki kepercayaan terhadap proses divestasi agar bisa menarik investasi asing dan juga membatasi korupsi. Pemerintah harus mempertimbangkan untuk menetapkan aturan tentang bagaimana negosiasi dan lelang dikelola. Termasuk dalam hal ini mungkin aturan untuk memastikan bahwa calon penawar dalam

lelang secara teknis memenuhi syarat. Hal ini bisa dilakukan dengan cara yang sama seperti proses negosiasi dan lelang proyek di sektor migas di Indonesia.

Kami juga merekomendasikan agar sebuah lembaga ditunjuk sebagai otoritas yang mengelola negosiasi dan lelang. Lembaga ini tidak harus independen, atau sebuah badan baru, karena biaya untuk mendirikannya mungkin besar. Namun, lembaga tersebut sebaiknya menyewa ahli eksternal untuk menjalankan aspek-aspek tertentu dari proses divestasi—misalnya Pasal 5 (2) dari Permen ESDM 9/2017 memungkinkan Kementerian ESDM untuk mencari seorang ahli penilai independen.

### **Rekomendasi 5: Mewajibkan perusahaan yang membeli saham pertambangan untuk mengungkapkan secara terbuka pemilik perusahaan yang sebenarnya (*beneficial owners*).**

Transparansi *beneficial owners* tersebut selaras dengan komitmen pemerintah Indonesia lewat *Extractive Industries Transparency Initiative* yang mewajibkan semua anggotanya untuk membuka kepada publik pemilik sebenarnya dari perusahaan migas dan minerba pada tahun 2019<sup>18</sup>

### **Rekomendasi 6: Memberikan perusahaan pilihan untuk menjual saham melalui IPO.**

Kami mendukung Permen ESDM 9/2017 menambahkan aturan penjualan saham lewat Bursa Efek Indonesia. Ini adalah opsi terakhir jika seluruh proses divestasi baik lewat negosiasi ataupun lelang tidak berhasil. Divestasi melalui bursa efek secara umum cenderung menjadi metode yang lebih transparan untuk menjual saham dari pada negosiasi atau lelang, sehingga mengurangi resiko korupsi. Kedua, menjual saham kepada publik lewat bursa saham memberikan peluang yang lebih besar kepada para pembeli awal untuk menjual lagi sahamnya secara cepat. Hal ini mengurangi resiko yang mereka hadapi dan memungkinkan mereka untuk mendapatkan keuntungan modal, jika tersedia. Ketiga, penjualan kepada publik lewat pasar saham dapat menghasilkan “harga pasar” yang menurut teori ekonomi menjadi pendekatan terbaik dari nilai saham.<sup>19</sup> Harga pasar ini kemudian dapat digunakan sebagai harga panduan untuk divestasi selanjutnya oleh perusahaan yang sama (dan mungkin sebagai panduan untuk divestasi oleh perusahaan lain).

Biaya penawaran umum perdana (IPO) tergolong tinggi. Penelitian menunjukkan bahwa IPO di Amerika Serikat menelan biaya antara 5 sampai 7 persen dari total dana yang terkumpul dalam IPO, yang sebagian besar yang dibayarkan kepada penasihat hukum dan keuangan.<sup>20</sup> Biaya tersebut akan menjadi masalah bagi setiap perusahaan tambang yang tidak mampu membayar biaya IPO.<sup>21</sup>

Berdasarkan paparan terkait manfaat dan biaya mengenai proses divestasi saham lewat IPO di atas, kami merekomendasikan agar pemerintah terus mengeksplorasi cara untuk bagaimana menggunakan opsi IPO demi mencapai tujuan divestasi.

18 Lihat Indonesia EITI. Indonesia – beneficial ownership roadmap. (2016). Diakses pada 6 Februari 2017. <https://eiti.org/document/indonesia-beneficial-ownership-roadmap>

19 Teori ekonomi tersebut disebut “hipotesa pasar efisien”. Untuk penjelasan dari buku teks, lihat Hal Varian. *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach*, Edition kedelapan. New York: W.W. Norton & Co. (2010).

20 PwC. *Consider an IPO? The cost of going and being public may surprise you* (2012), 5. And Ritter, Jay. “Why is Going Public So Costly?” *Forbes*, 19 Juni 2014. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.forbes.com/sites/jayritter/2014/06/19/why-is-going-public-so-costly/#1bf31e7f56dd>

21 Berdasarkan data yang ditunjukkan pada gambar 1. Sumber: Perhitungan penulis dan S&P Global. SNL Platform. Diakses pada 6 Februari 2017.

### **Rekomendasi 7: Mempertimbangkan kembali dan mendefinisikan lebih lanjut pendekatan untuk menilai saham.**

Pada bagian 2.2, kami berpendapat bahwa pendekatan saat ini untuk valuasi saham pertambangan divestasi kemungkinan besar akan menghambat investasi asing di Indonesia. Penafsiran kami atas Permen ESDM 9/2017 menunjukkan pendekatan valuasi nilai saham baik lewat “biaya penggantian” maupun “nilai pasar wajar” hasilnya sama.

Untuk mengatasi masalah ini, kami sarankan hal-hal berikut ini.

- Paling utama, memasukan komponen biaya modal ekuitas perusahaan asing sebagai bagian dari penilaian.<sup>22</sup> Tanpa perubahan ini, aturan divestasi ini secara efektif akan menjadi beban fiskal yang cukup besar bagi investor, yang kemungkinan besar menyebabkan penurunan investasi dari waktu ke waktu.
- Pertimbangkan untuk menggunakan beberapa pendekatan valuasi—metode yang berdasarkan pemasukan ( arus kas diskonto) ataupun biaya penggantian, misalnya. Hal ini memastikan bahwa pemerintah tidak bergantung pada satu pendekatan yang mungkin tidak sesuai untuk konteks tertentu. Ini mengikuti praktek umum di industri pertambangan.<sup>23</sup>
- Ikuti aturan penilaian internasional dalam setiap kasus. Beberapa negara penghasil mineral sudah memiliki aturan yang baku dan rinci terkait valuasi aset pertambangan.<sup>24</sup> Dengan mengadopsi salah satu aturan ini akan mengurangi potensi konflik antar berbagai pihak terkait dan mengurangi ketidakpastian dalam valuasi nilai saham pertambangan.

### **Rekomendasi 8: Mengembangkan kebijakan yang sesuai untuk mengelola BUMN pertambangan.**

Apakah pemerintah memutuskan untuk melanjutkan atau menghilangkan aturan divestasi, tetap diperlukan kebijakan yang sesuai untuk memandu pengembangan BUMN atau BUMN *holding* yang sedang direncanakannya. Tanpa BUMN yang dikelola dengan baik, resikonya adalah bahwa BUMN:

- Gagal untuk menarik pembiayaan sektor swasta, dan membuka peluang bagi pemerintah mengalihkan dana dari infrastruktur dan belanja publik lainnya untuk membiayai BUMN (Lihat rekomendasi 2.)
- Tidak memiliki sumber daya yang cukup untuk memantau pemegang saham mayoritas untuk perusahaan-perusahaan dimana BUMN memegang saham minoritas, dan oleh karenanya kehilangan dividen
- Salah urus perusahaan tambang di mana BUMN memiliki kendali operasional, membatasi imbal hasil investasi dan gagal untuk meningkatkan lapangan kerja dan peluang bisnis dalam negeri

22 Mendefinisikan bagaimana hal ini akan bekerja merupakan sesuatu diluar cakupan dari laporan ini. Namun, salah satu pendekatan adalah dengan menggunakan metode yang serupa untuk mengukur biaya modal di industri yang diatur di UK dan AS. Lihat, misalnya: Tim Jenkinson “*Regulation and the Cost of Capital*” dalam *International Handbook on Economic Regulation*, ed. Michael Crew and David Parker (London: Elgar, 2006).

23 Montek Mayal. *How (and Why) to Value a Coal Mine*. FTI Consulting (2015). Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.ftijournal.com/article/how-and-why-to-value-a-coal-mine>

24 Misalnya, VALMIN (the Australian Institute of Mining and Metallurgy), CIMVAL (Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum) dan SAMVAL (South African Mining associations). Sebuah aturan yang bisa diaplikasikan secara internasional, yang didasarkan pada tiga aturan ini, saat ini sedang dirancang oleh International Valuation Standards Council, lihat International Valuation Standards Council. Diakses pada 6 Februari 2017. <https://www.ivsc.org/>

- Mendirikan sebuah BUMN pada akhirnya dapat memberikan manfaat besar untuk Indonesia. Akan tetapi mengharuskan perusahaan tambang asing untuk melakukan divestasi saham mereka sebelum pemerintah tahu bagaimana saham tersebut akan dikelola, berisiko menghambat investasi asing dan membuang kesempatan untuk menciptakan sektor pertambangan yang layak dipimpin negara. Pada akhirnya, hal ini akan melemahkan dorongan untuk meningkatkan produktivitas dan membatasi masa depan ekonomi masyarakat Indonesia.

## REFERENSI

- Badan Koordinasi Penanaman Modal. "Statistics." Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www3.bkpm.go.id/en/investing-in-indonesia/statistic>
- Burgis, Tom and Cynthia O'Murchu. "Angola official held hidden oil stakes." *Financial Times*, 15 April 2012. Diakses pada 6 Februari 2017. <https://www.ft.com/content/effd6a98-854c-11e1-a394-00144feab49a>
- Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum. "Standards and Guidelines for Valuation of Mineral Properties." Diakses pada 6 Februari 2017. <http://web.cim.org/standards/MenuPage.cfm?sections=177&menu=178>
- Estache, Antonio dan Marianne Fay. *Current Debates on Infrastructure Policy*. World Bank Policy Research Working Paper 4410, 2007.
- IHS Markit. "Sinopec Offers US\$1-bil. Signature Bonus in New Licensing Round in Angola." 5 Desember 2006. Diakses pada 6 Februari 2017. <https://www.ihs.com/country-industry-forecasting.html?ID=106599357>.
- Indonesia EITI. *Indonesia – beneficial ownership roadmap*. 2016.
- Indonesia Investments. "Holding Company for Indonesia's State-Owned Miners Ready in Q1-2017." 20 Januari 2017. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.indonesia-investments.com/news/todays-headlines/holding-company-for-indonesia-s-state-owned-miners-ready-in-q1-2017/item7541>
- International Valuation Standards Council. Diakses pada 6 Februari 2017. <https://www.ivsc.org/>
- Jenkinson, Tim. "Regulation and the Cost of Capital" dalam *International Handbook on Economic Regulation*, edited. Michael Crew dan David Parker. London: Elgar, 2006.
- Kurnianingru, Trias. *Bagian i kajian hukum atas divestasi saham bidang pertambangan di Indonesia (Studi kasus PT Newmont Nusa Tenggara dan PT Freeport Indonesia)*. Tersedia di [http://berkas.dpr.go.id/puslit/files/buku\\_lintas\\_tim/buku-lintas-tim-8.pdf](http://berkas.dpr.go.id/puslit/files/buku_lintas_tim/buku-lintas-tim-8.pdf)
- Lagaligo, Abraham. "Saham Divestasi Newmont Terancam Disita Credit Suisse". *Dunia Energi*, 10 September 2012. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.dunia-energi.com/saham-divestasi-newmont-terancam-disita-credit-suisse/>
- Martawardaya, Berly. "Tegangnya Relaksasi Ekspor Mineral". *Kompas*, 24 Januari 2017. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2017/01/24/192954726/tegangnya.relaksasi.ekspor.mineral>
- Mayal, Montek. *How (and Why) to Value a Coal Mine*. FTI Consulting, 2015. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.ftijournal.com/article/how-and-why-to-value-a-coal-mine>
- McRae, Dave. *Dr Yose Rizal Damuri – Jokowi's economic policies*. Indonesia at Melbourne Podcast, 20 Oktober 2016. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://indonesiaatmelbourne.unimelb.edu.au/jokowis-economic-policies/>
- PricewaterhouseCoopers. *Consider an IPO? The cost of going and being public may surprise you*. 2012. Diakses pada 6 Februari 2017. <https://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-cost-of-ipo.pdf>
- PT Freeport Indonesia. *Ketenagakerjaan*. Diakses pada 6 Februari 2017. [http://ptfi.co.id/media/files/fact/57c932e96e1d1\\_3-ketenagakerjaan.pdf](http://ptfi.co.id/media/files/fact/57c932e96e1d1_3-ketenagakerjaan.pdf)
- Ritter, Jay. "Why is Going Public So Costly?" *Forbes*, 19 Juni 2014. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.forbes.com/sites/jayritter/2014/06/19/why-is-going-public-so-costly/#1bf31e7f56dd>

---

Rosen Law Firm. "Cobalt International Energy, Inc." Diakses pada 6 Februari 2017. <http://www.rosenlegal.com/cases-327.html>

S&P Global. Data SNL Platform Proprietary, tersedia dari S&P Global Market Intelligence: <https://www.snl.com>

Varian, Hal. *Intermediate Microeconomics: A modern approach*, Edisi kedelapan. New York: W.W. Norton & Co. 2010.

Wood Mackenzie. *Upstream Valuation Survey 2015*. 2016.

Yudhistira, Aria. "Ini Pemilik Saham Newmont Nusa Tenggara." *Kata Data*, 7 Juli, 2014. Diakses pada 6 Februari 2017. <http://katadata.co.id/berita/2014/07/07/ini-pemilik-saham-newmont-nusa-tenggara>

*David Manley merupakan analis ekonomi senior di NRG. Emanuel Bria adalah Manajer Indonesia di NRG.*

*Para penulis mengucapkan terima kasih kepada Nathaniel Adams, Philip Daniel, Patrick Heller, Thomas Lassourd, Amir Shafaie, Rani Febrianti dan Eve Warburton untuk saran dan masukannya yang membantu.*

The Natural Resource Governance Institute, an independent, non-profit organization, helps people to realize the benefits of their countries' oil, gas and mineral wealth through applied research, and innovative approaches to capacity development, technical advice and advocacy.  
**Learn more at [www.resourcegovernance.org](http://www.resourcegovernance.org)**