



KEMENTERIAN KOORDINATOR
BIDANG PEREKONOMIAN
REPUBLIK INDONESIA

RIGHTS ISSUE
2021-2022



LESSON LEARNED
PRIVATISASI
BUMN

RIGHTS ISSUE 2021-2022

LESSON LEARNED
PRIVATISASI 6 BUMN



**Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian
Republik Indonesia**

RIGHTS ISSUE 2021-2022

LESSON LEARNED PRIVATISASI 6 BUMN

PENGARAH:

Montty Girianna

*Deputi Bidang Koordinasi Pengembangan Usaha
Badan Usaha Milik Negara, Riset, dan Inovasi*

PENANGGUNG JAWAB:

Agus Wibowo

*Asisten Deputi Jasa Keuangan dan Industri Informasi/
Plt. Asisten Deputi Niaga dan Transportasi*

Sunandar

Asisten Deputi Utilitas dan Industri Manufaktur

PENULIS:

M. Aulia Putra Saragih

Marentyas Miftakhul Khoiroh

Akthia Lazzuar Mantari

Joseph Gilmore

Evan Ferazzy Ikhsan

Putri Wella Handayani

Evangela Carolina

Dessyana Adhiazki

Khoirun Nisa Nurul Aprilia

Diah Ayu Septiani

Fatwatul Mabdi

Cetakan 1: Januari 2023

ISBN: 978-979-3754-33-8

Diterbitkan pertama kali dalam
Bahasa Indonesia oleh:



Kementerian Koordinator
Bidang Perekonomian
Republik Indonesia

©Hak Cipta dilindungi undang-undang. Dilarang mengutip dan memperbanyak sebagian atau seluruh isi buku ini tanpa seizin tertulis dari penerbit.



RINGKASAN EKSEKUTIF

Privatisasi adalah penjualan saham Perseroan, baik sebagian maupun seluruhnya, kepada pihak lain dalam rangka meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat bagi negara dan masyarakat, serta memperluas pemilikan saham oleh masyarakat. Privatisasi bertujuan untuk meningkatkan kinerja dan nilai tambah perusahaan serta meningkatkan peran serta masyarakat dalam kepemilikan saham Persero. Salah satu bentuk privatisasi adalah penawaran umum saham atau dikenal juga sebagai *rights issue*.

Selama periode 2021-2022, terdapat 6 (enam) BUMN yang melakukan *rights issue* yaitu BRI, Waskita, Adhi, SIG, Garuda Indonesia, dan BTN dengan tujuan yang berbeda-beda, yaitu pembentukan *holding*, meningkatkan kapasitas usaha dan memperbaiki struktur permodalan, pelaksanaan penugasan pemerintah, serta pelaksanaan kesepakatan homologasi. Total penambahan modal yang diperoleh dari 6 (enam) BUMN tersebut sebesar Rp130,42 triliun atau 93,80% dari jumlah yang ditawarkan sebesar Rp139,03 triliun. Dalam menentukan harga pelaksanaan *rights issue* sebanyak 5 (lima) BUMN menggunakan *discount to TERP* dengan rata-rata 13,50%, sedangkan Garuda Indonesia menggunakan nilai pasar wajar yang dihitung oleh KJPP.

Hasil pelaksanaan *rights issue* bervariasi pada setiap BUMN dimana *rights issue* yang dilakukan oleh BRI, BTN, dan SIG dapat terserap optimal oleh pasar, sedangkan pada Waskita, Adhi, dan Garuda Indonesia kurang optimal. Adapun faktor yang mempengaruhi tingkat keberhasilan *rights issue* antara lain kinerja keuangan, momentum pelaksanaan, dan prospek usaha korporasi. Dari hasil pelaksanaan *rights issue* diperoleh pembelajaran (*lesson learned*) yaitu penetapan harga pelaksanaan: sektor usaha, kondisi usaha, fundamental, sentimen pasar, dan *discount to TERP*; sensitivitas investor asing terhadap BUMN konstruksi yang mendapat penugasan; demografi kepemilikan saham, waktu pelaksanaan, komunikasi publik, dan koordinasi antar *stakeholders*; *rights issue* bagian dari kesepakatan homologasi; penundaan pelaksanaan *rights issue*.

Buku ini diharapkan memberi pelajaran bagi *rights issue* BUMN ke depannya sehingga memberikan hasil yang optimal baik dari sisi penyerapan maupun kinerja perusahaan pasca *rights issue*.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kita panjatkan ke hadirat Tuhan YME atas selesainya penyusunan buku terkait *rights issue* 2021-2022 *lesson learned* privatisasi 6 (enam) BUMN yang merupakan catatan perjalanan dan dinamika proses privatisasi selama 2 (dua) tahun terakhir. Buku ini menggambarkan perjalanan *rights issue* BUMN sebagai upaya pendanaan BUMN yang telah *go public* melalui mobilisasi dana dari penambahan penyertaan modal negara dan partisipasi publik. Selain itu, juga sebagai dokumentasi, pengalaman dan evaluasi kebijakan bagi pemerintah, BUMN, dan seluruh pemangku kepentingan.

Selama periode tahun 2021 sampai tahun 2022, terdapat 6 (enam) BUMN yang telah melaksanakan proses privatisasi atau *rights issue*, yaitu BRI, Waskita, Adhi, SIG, Garuda Indonesia, dan BTN. Privatisasi dilakukan selain bertujuan untuk menambah kapasitas permodalan, juga dilakukan dalam rangka mendukung program-program pemerintah seperti: privatisasi BRI untuk meningkatkan inklusi keuangan masyarakat, khususnya pada segmen ultra mikro; BTN untuk pembiayaan perumahan khususnya bagi masyarakat berpenghasilan rendah; SIG untuk penguatan industri semen nasional; Waskita dan Adhi untuk menyelesaikan proyek strategis nasional antara lain jalan tol dan sistem penyediaan air minum; serta Garuda Indonesia untuk restrukturisasi keuangan dan memenuhi kesepakatan homologasi agar tetap dapat beroperasi.

Sebelum BUMN melakukan *rights issue*, dibutuhkan arahan dan keputusan dari Komite Privatisasi yang dalam hal ini diketuai oleh Bapak Menteri Koordinator Bidang Perekonomian. Selanjutnya, kami selaku Ketua Tim Pelaksana Privatisasi bersama para anggota dari Kementerian terkait membantu Komite Privatisasi dalam merumuskan dan menetapkan kebijakan umum dan syarat pelaksanaan privatisasi, serta memberikan dukungan teknis dalam rangka pembahasan dan pemberian jalan keluar atas permasalahan strategis yang timbul dalam proses privatisasi.

Banyak dinamika yang terjadi selama proses privatisasi, masing-masing BUMN memiliki keunikan dalam pelaksanaannya. Hasil *rights issue* yang dicapai pun bervariasi mencerminkan kondisi perekonomian dan kinerja perusahaan. Koordinasi yang baik antar pemangku kepentingan menjadi salah satu faktor yang menentukan keberhasilan *rights issue*.

Pada kesempatan ini kami mengucapkan terima kasih kepada Kementerian BUMN, Kementerian Keuangan, Manajemen BRI, Waskita, Adhi, SIG, Garuda Indonesia dan BTN serta Mandiri Sekuritas, BRI Danareksa Sekuritas dan BNI Sekuritas yang telah berkontribusi dalam penyusunan buku ini. Kami juga menyampaikan apresiasi kepada Tim Penulis dan seluruh pihak yang telah membantu penerbitan karya ini. Akhir kata, semoga tulisan ini dapat memberikan manfaat bagi para pemangku kepentingan dan masyarakat secara luas.

Jakarta, Januari 2023



Ir. Montty Girianna, M.Sc., MCP., Ph.D

Deputi Bidang Koordinasi Pengembangan Usaha BUMN, Riset, dan Inovasi



DAFTAR ISI

RINGKASAN EKSEKUTIF	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
DAFTAR ISI	vi
DAFTAR GAMBAR.....	viii
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR GRAFIK.....	ix
GLOSARIUM	x
A. PENDAHULUAN	1
1. <i>Rights Issue</i> dalam Kerangka Privatisasi: Tujuan dan Tata Cara	2
2. Penambahan Modal dengan HMETD, Tanpa HMETD, dan Dasar Hukumnya....	4
3. Metode Penentuan Harga	7
4. Proses <i>Rights Issue</i>	10
B. <i>RIGHTS ISSUE</i> BUMN	15
1. PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.....	16
1.1 Latar Belakang dan Tujuan <i>Rights Issue</i>	16
1.2 Kinerja Keuangan sebelum <i>Rights Issue</i>	17
1.3 Metode <i>Rights Issue</i> dan Penentuan Harga	18
1.4 Hasil Pelaksanaan <i>Rights Issue</i>	20
1.5 Indikator Kinerja Utama.....	23
2. PT Waskita Karya (Persero) Tbk	24
2.1 Latar Belakang dan Tujuan <i>Rights Issue</i>	24
2.2 Kinerja Keuangan sebelum <i>Rights Issue</i>	26
2.3 Metode <i>Rights Issue</i> dan Penentuan Harga	26
2.4 Hasil Pelaksanaan <i>Rights Issue</i>	28
2.5 Indikator Kinerja Utama.....	30
3. PT Adhi Karya (Persero) Tbk.....	32
3.1 Latar Belakang dan Tujuan <i>Rights Issue</i>	32
3.2 Kinerja Keuangan Sebelum <i>Rights Issue</i>	33
3.3 Metode <i>Rights Issue</i> dan Penentuan Harga	34

3.4 Hasil Pelaksanaan <i>Rights Issue</i>	35
3.5 Indikator Kinerja Utama	37
4. PT Semen Indonesia (Persero) Tbk	38
4.1 Latar Belakang dan Tujuan <i>Rights Issue</i>	38
4.2 Kinerja Keuangan Sebelum <i>Rights Issue</i>	39
4.3 Metode <i>Rights Issue</i> dan Penentuan Harga	40
4.4 Hasil Pelaksanaan <i>Rights Issue</i>	41
4.5 Indikator Kinerja Utama	43
5. PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk	44
5.1 Latar Belakang dan Tujuan <i>Rights Issue</i>	44
5.2 Kinerja Keuangan Sebelum <i>Rights issue</i>	46
5.3 Metode <i>Rights Issue</i> dan Penentuan Harga	47
5.4 Hasil Pelaksanaan <i>Rights Issue</i>	49
5.5 Indikator Kinerja Utama	51
6. PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	52
6.1 Latar Belakang dan Tujuan <i>Rights Issue</i>	52
6.2 Kinerja Keuangan Sebelum <i>Rights Issue</i>	53
6.3 Metode <i>Rights Issue</i> dan Penentuan Harga	54
6.4 Hasil Pelaksanaan <i>Rights Issue</i>	56
6.5 Indikator Kinerja Utama	59
C. <i>LESSON LEARNED</i>	61
1. Penetapan Harga Pelaksanaan: Sektor Usaha, Kondisi Usaha, Fundamental, Sentimen Pasar, dan <i>Discount to TERP</i>	62
2. Sensitivitas Investor Asing Terhadap BUMN Konstruksi yang Mendapat Penugasan	64
3. Demografi Kepemilikan Saham, Waktu Pelaksanaan, Komunikasi Publik, dan Koordinasi Antar <i>Stakeholders</i>	65
4. <i>Rights Issue</i> Sebagai Bagian dari Kesepakatan Homologasi	67
5. Penundaan Pelaksanaan <i>Rights Issue</i>	68
D. PENUTUP	71
DAFTAR RUJUKAN	75

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Cara Privatisasi Perusahaan Perseroan.....	3
Gambar 2. Proses Pelaksanaan HMETD.....	4
Gambar 3. Penambahan Modal Tanpa/Non HMETD.....	5
Gambar 4. Ilustrasi Harga Sebelum dan Setelah <i>Rights Issue</i>	8
Gambar 5. Pendekatan Valuasi Perusahaan.....	9
Gambar 6. Proses <i>Rights Issue</i>	10
Gambar 7. Susunan Organisasi Komite Privatisasi.....	11
Gambar 8. Tugas Komite Privatisasi.....	11
Gambar 9. Dokumen Pendaftaran ke OJK.....	13
Gambar 10. <i>Highlight</i> Kinerja Keuangan BRI Tahun 2019 s.d. Maret 2021.....	18
Gambar 11. Proses <i>Rights Issue</i> BRI.....	20
Gambar 12. Partisipasi <i>Exercise Rights Issue</i> BRI Berdasarkan Wilayah.....	21
Gambar 13. Struktur Kepemilikan Saham BRI Sebelum dan Setelah <i>Rights Issue</i>	22
Gambar 14. Indikator Kinerja Utama Prioritas <i>Holdering</i> Ultra Mikro.....	23
Gambar 15. <i>Highlight</i> Kinerja Keuangan Waskita Tahun 2019 s.d. Juni 2021.....	26
Gambar 16. Proses <i>Rights Issue</i> Waskita.....	28
Gambar 17. Struktur Kepemilikan Saham Waskita Sebelum dan Setelah <i>Rights Issue</i>	29
Gambar 18. Indikator Kinerja Utama Prioritas <i>Rights Issue</i> Waskita.....	31
Gambar 19. <i>Highlight</i> Kinerja Keuangan Adhi Tahun 2019 s.d. 2021.....	33
Gambar 20. Proses <i>Rights Issue</i> Adhi.....	35
Gambar 21. Struktur Kepemilikan Saham Adhi Sebelum dan Setelah <i>Rights Issue</i>	36
Gambar 22. Indikator Kinerja Utama Prioritas <i>Rights Issue</i> Adhi.....	37
Gambar 23. <i>Highlight</i> Kinerja Keuangan SIG Tahun 2020 s.d. Juni 2022.....	39
Gambar 24. Proses <i>Rights Issue</i> SIG.....	41
Gambar 25. Struktur Kepemilikan Saham SIG Sebelum dan Setelah <i>Rights Issue</i>	42

Gambar 26. Indikator Kinerja Utama Prioritas <i> Holding</i> Sub-Klaster Semen	43
Gambar 27. Ketentuan Restrukturisasi dan Skema Penyelesaian	45
Gambar 28. Komparasi Utang Garuda Indonesia <i> Pre</i> dan <i> Post</i> PKPU	46
Gambar 29. <i>Highlight</i> Kinerja Keuangan Garuda Indonesia Tahun 2020 s.d. Juni 2022.....	47
Gambar 30. Proses <i> Rights Issue</i> Garuda Indonesia	49
Gambar 31. Struktur Kepemilikan Saham GIAA Sebelum dan Setelah <i> Rights Issue</i>	50
Gambar 32. Indikator Kinerja Utama Prioritas <i> Rights Issue</i> Garuda Indonesia	51
Gambar 33. <i>Highlight</i> Kinerja Keuangan BTN Tahun 2019 s.d. 2021.....	54
Gambar 34. Proses <i> Rights Issue</i> BTN	55
Gambar 35. Partisipasi <i> Exercise Rights Issue</i> BTN Berdasarkan Wilayah	57
Gambar 36. Struktur Kepemilikan Saham BTN Sebelum dan Setelah <i> Rights Issue</i>	57
Gambar 37. Indikator Kinerja Utama Prioritas <i> Rights Issue</i> BTN.....	59

DAFTAR TABEL

Tabel 1. Nilai Inbreng Pemerintah RI.....	18
Tabel 2. Preseden <i> Rights Issue</i> BUMN.....	63

DAFTAR GRAFIK

Grafik 1. Historis Harga Saham BBRI Periode Juli s.d. Oktober 2021.	23
Grafik 2. Historis Harga Saham WSKT Periode Oktober 2021 s.d. Januari 2022.....	30
Grafik 3. Historis Harga Saham ADHI Periode Agustus s.d. Desember 2022.....	37
Grafik 4. Historis Harga Saham SMGR Periode Oktober s.d. Desember 2022	43
Grafik 5. Historis Harga Saham GIAA Periode Juni 2022 s.d. 10 Januari 2023.....	51
Grafik 6. Historis Harga Saham BBTN Periode September 2022 s.d. 10 Januari 2023.....	58

GLOSARIUM

ADHI	: kode emiten saham PT Adhi Karya (Persero) Tbk.
Adhi	: PT Adhi Karya (Persero) Tbk.
Aksi arbitrase	: suatu kombinasi penyesuaian transaksi atas dua pasar keuangan di mana keuntungan yang diperoleh adalah berasal dari selisih antara harga pasar yang satu dengan yang lainnya
Aksi korporasi	: segala tindakan dan kegiatan yang dilakukan oleh korporasi baik yang berpengaruh terhadap harga dan jumlah saham atau tidak
Aset	: semua kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan baik yang berwujud maupun tidak berwujud
BBRI	: kode emiten saham PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.
BRI	: PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.
BBTN	: kode emiten saham PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.
BTN	: PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.
Capital Adequacy Ratio (CAR)	: rasio hasil perbandingan antara modal terhadap aset tertimbang menurut risiko

Current Ratio (CR)	: rasio yang mencerminkan kemampuan aset lancar perusahaan untuk menutupi kewajiban jangka pendek
Debt to Equity Ratio (DER)	: rasio yang mengukur besaran utang dibandingkan dengan jumlah modal
Discount to Last Price	: potongan terhadap harga saham saat penutupan transaksi perdagangan di bursa pada suatu periode
Earning After Tax (EAT)	: laba perusahaan setelah dikurangi pajak penghasilan
Earning per Share (EPS)	: rasio untuk mengukur keuntungan yang diterima dari setiap lembar saham
EBITDA	: laba sebelum dikurangi bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi
Ekuitas	: bagian hak pemilik dalam perusahaan yaitu selisih antara aset dan kewajiban yang ada
Ex-date	: tanggal dimana investor sudah tidak mendapatkan HMETD dari suatu saham
Garuda Indonesia	: PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.
GIAA	: kode emiten saham PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.
Harga teoretis	: pembentukan harga saham baru setelah melakukan <i>rights issue</i>
Homologasi	: pengesahan oleh hakim atas persetujuan antara debitur dan kreditur untuk mengakhiri kepailitan

- Investor** : mitra strategis dan/atau investor finansial, baik sendiri maupun konsorsium yang berasal dari dalam dan/atau luar negeri yang ikut serta dalam Privatisasi Persero yang memenuhi syarat yang ditetapkan
- Liabilitas** : kewajiban kini entitas yang timbul dari peristiwa masa lalu, yang penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya entitas yang mengandung manfaat ekonomi
- Likuiditas** : kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya
- Loan to Deposit Ratio (LDR)*** : rasio yang digunakan dalam menilai likuiditas bank dengan membandingkan antara jumlah kredit yang diberikan terhadap dana pihak ketiga yang dihimpun pada periode tertentu
- Net profit margin*** : rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu
- Pasar modal** : kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek
- Price Book to Value (PBV)*** : rasio yang menunjukkan hasil perbandingan antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham
- Price to Earning Ratio (PER)*** : rasio yang menggambarkan harga saham perusahaan terhadap laba per lembar saham

Return on Asset (ROA)	: rasio yang menilai hasil atas suatu jumlah aktiva yang digunakan dalam suatu perusahaan
Return on Equity (ROE)	: rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan ekuitas yang dimiliki
SIG	: PT Semen Indonesia (Persero) Tbk.
SMGR	: kode emiten saham PT Semen Indonesia (Persero) Tbk.
Solvabilitas	: kemampuan perusahaan dalam membayar seluruh kewajibannya, baik jangka pendek maupun jangka panjang
Standby buyer	: pihak yang akan membeli baik sebagian maupun seluruh sisa saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya yang tidak diambil oleh pemegang HMETD
Sum-Of-The-Part (SOTP)	: metode yang digunakan untuk valuasi perusahaan induk dengan menjumlahkan total valuasi anak perusahaan
Suspensi	: penangguhan atau pemberhentian sementara perdagangan saham
Tier saham	: pembagian level saham menjadi tiga level yaitu <i>first liner</i> , <i>second liner</i> , dan <i>third liner</i> yang biasa digunakan kalangan investor
Waskita	: PT Waskita Karya (Persero) Tbk.
WSKT	: kode emiten saham PT Waskita Karya (Persero) Tbk.





A

PENDAHULUAN





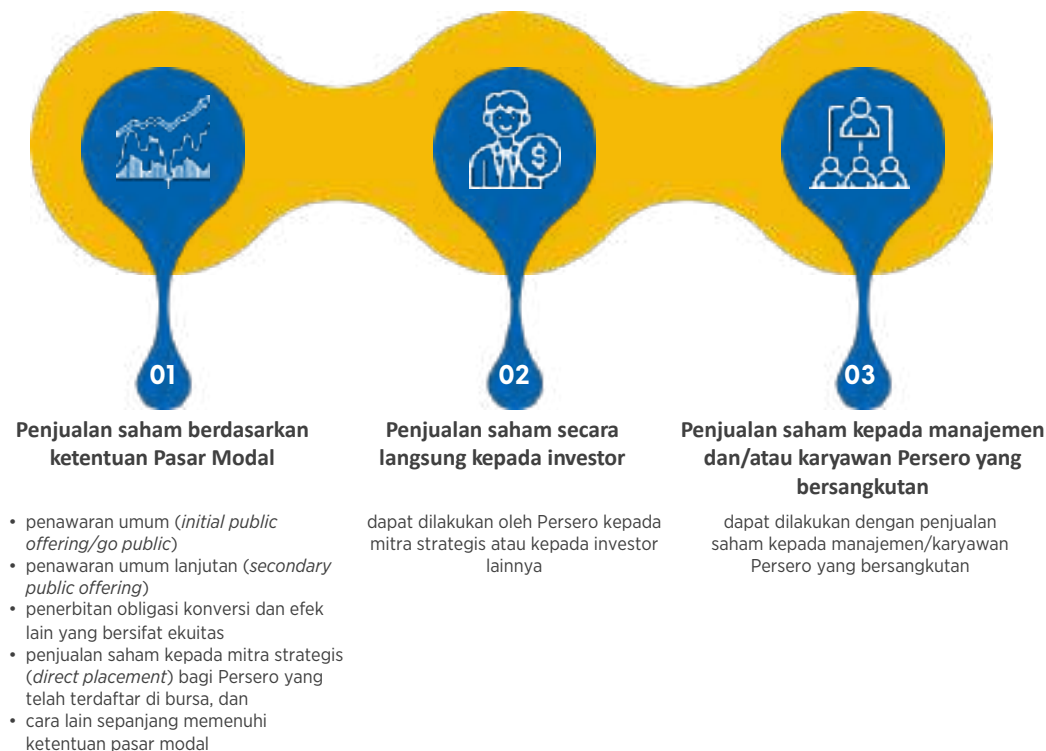
1. *Rights Issue* dalam Kerangka Privatisasi: Tujuan dan Tata Cara

Privatisasi menurut Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara adalah penjualan saham Persero, baik sebagian maupun seluruhnya, kepada pihak lain dalam rangka meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat bagi negara dan masyarakat, serta memperluas pemilikan saham oleh masyarakat. Privatisasi bertujuan untuk meningkatkan kinerja dan nilai tambah perusahaan serta meningkatkan peran serta masyarakat dalam kepemilikan saham Persero. Sedangkan maksud dilakukannya privatisasi yaitu: (1) memperluas kepemilikan masyarakat atas Persero; (2) meningkatkan efisiensi dan produktivitas perusahaan; (3) menciptakan struktur keuangan dan manajemen keuangan yang baik/kuat; (4) menciptakan struktur industri yang sehat dan kompetitif; (5) menciptakan Persero yang berdaya saing dan berorientasi global; dan (6) menumbuhkan iklim usaha, ekonomi makro, dan kapasitas pasar.

Privatisasi Persero memberikan manfaat antara lain: (1) mengurangi defisit anggaran negara; (2) mengembangkan pasar modal; (3) menarik investasi asing (Pinori, 2015). Adapun hal yang perlu menjadi perhatian dalam proses privatisasi adalah tata kelola perusahaan yang baik serta sesuai dengan ketentuan perundang-undangan untuk menghindari terjadinya *market failure* (*inefficiency, assymetric information, dan social cost*).

Terdapat 3 (tiga) cara privatisasi sebagaimana diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 33 Tahun 2005 tentang Tata Cara Privatisasi Perusahaan Perseroan (Persero) yaitu penjualan saham berdasarkan ketentuan Pasar Modal, penjualan saham secara langsung kepada investor, dan penjualan saham kepada manajemen dan/atau karyawan Persero yang bersangkutan. Ketiga cara privatisasi tersebut dapat dilihat pada Gambar 1.

Gambar 1. Cara Privatisasi Perusahaan Perseroan



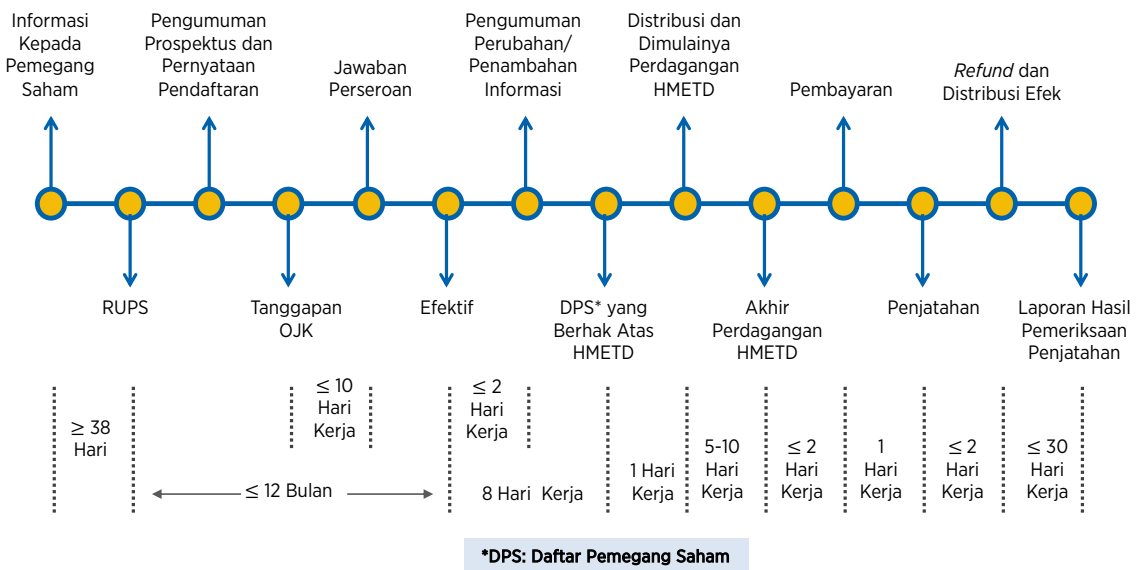
Sumber: Peraturan Pemerintah Nomor 33 Tahun 2005

Penjualan saham berdasarkan ketentuan pasar modal merupakan cara privatisasi yang umum dilakukan oleh BUMN. Melalui penjualan saham di pasar modal, pemerintah dapat memberikan kesempatan kepada publik untuk ikut membeli saham-saham BUMN (Wuryandani, 2015). Setelah melakukan penjualan saham ke pasar modal, BUMN akan menjadi perusahaan terbuka yang tunduk pada regulasi perusahaan terbuka. Dalam hal perusahaan terbuka akan melakukan penambahan modal, perusahaan dapat melakukan aksi korporasi melalui penerbitan saham baru atau dikenal dengan istilah *rights issue*.

2. Penambahan Modal dengan HMETD, Tanpa HMETD, dan Dasar Hukumnya

Penambahan modal dengan penerbitan saham baru, harus mendapat persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan ditawarkan terlebih dahulu kepada pemegang saham terdahulu sebagaimana ketentuan pasal 43 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Penawaran ini dikenal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD), dimana pemegang saham yang namanya tercantum dalam daftar pemegang saham perseroan memiliki hak untuk membeli dahulu saham yang ditawarkan, namun pemegang saham boleh untuk tidak menggunakan haknya. Jika pemegang saham terdahulu tidak menggunakan haknya, maka perusahaan dapat menjual HMETD yang tidak diambil kepada investor lain/*standby buyer* setelah periode HMETD berakhir. Proses pelaksanaan HMETD dapat dilihat pada Gambar 2.

Gambar 2. Proses Pelaksanaan HMETD



Sumber: POJK Nomor 32/POJK.04/2015 jo. POJK Nomor 14/POJK.04/2019

Ketentuan tentang HMETD ini lebih lanjut diatur dalam Peraturan OJK Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu sebagaimana telah diubah terakhir dengan Peraturan OJK Nomor 14/POJK.04/2019.

Namun demikian, perusahaan terbuka dapat melakukan penambahan modal tanpa memberikan HMETD kepada setiap pemegang saham (*private placement*). Sehingga pihak yang tidak memiliki saham perusahaan sebelumnya tetap dapat berpartisipasi dalam *rights issue*. Jika HMETD merupakan tindakan korporasi wajib, maka penambahan modal non-HMETD merupakan tindakan korporasi sukarela (Saepudin et al., 2022).

Penambahan modal tanpa HMETD diperbolehkan jika dilakukan dalam rangka: a) perbaikan posisi keuangan; b) selain perbaikan posisi keuangan; dan c) penerbitan saham bonus sebagaimana digambarkan dalam Gambar 3.

Gambar 3. Penambahan Modal Tanpa/Non HMETD



Sumber: POJK Nomor 14 Tahun 2019

Dasar hukum pelaksanaan penambahan modal perusahaan terbuka melalui penerbitan saham antara lain:

- 1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal;
- 2) Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (BUMN);
- 3) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas;
- 4) Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal;
- 5) Peraturan Pemerintah Nomor 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal;
- 6) Peraturan Pemerintah Nomor 33 Tahun 2005 jo. Peraturan Pemerintah Nomor 59 Tahun 2009 tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah Nomor 33 Tahun 2005 Tentang Tata Cara Privatisasi Perusahaan Perseroan Persero;
- 7) Peraturan Pemerintah Nomor 44 Tahun 2005 jo. Peraturan Pemerintah Nomor 72 Tahun 2016 tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah Nomor 44 Tahun 2005 tentang Tata Cara Penyertaan Dan Penatausahaan Modal Negara Pada Badan Usaha Milik Negara Dan Perseroan Terbatas;
- 8) Peraturan OJK Nomor 32/POJK.04/2014 tentang Rencana dan Penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham Perusahaan Terbuka;
- 9) Peraturan OJK Nomor 38/POJK.04/2014 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka tanpa Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu;
- 10) Peraturan OJK Nomor 32/POJK.04/2015 jo. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 tentang Perubahan Atas Peraturan OJK Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu;
- 11) Peraturan OJK Nomor 29/POJK.04/2016 tentang Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik;
- 12) Peraturan OJK Nomor 35/POJK.04/2020 tentang Penilaian dan Penyajian Laporan Penilaian Bisnis di Pasar Modal;
- 13) PMK Nomor 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek;
- 14) Surat Keputusan Direksi PT BEI Nomor Kep-00108/BEI/12-2020 Perihal Perubahan Peraturan Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas; dan
- 15) Surat Keputusan Direksi PT BEI Nomor Kep-00101/BEI/12-2021 Perihal Perubahan Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham Yang Diterbitkan Oleh Perusahaan Tercatat.



3. Metode Penentuan Harga

Harga pelaksanaan bagi perusahaan yang melakukan aksi korporasi berupa penambahan modal melalui HMETD tidak diatur secara khusus oleh peraturan bursa maupun OJK. Perusahaan menentukan harga berdasarkan standar pasar/*best practice*. Pada umumnya, perusahaan akan mendasarkan penentuan harga pelaksanaan pada harga teoretis hasil tindakan korporasi yang diberikan diskon (*discount to Theoretical Ex-Right Price/TERP*). Diskon ini sebagai insentif agar saham yang diterbitkan pada saat *rights issue* menarik bagi investor, sehingga jumlah saham yang diterbitkan dapat diserap seluruhnya.

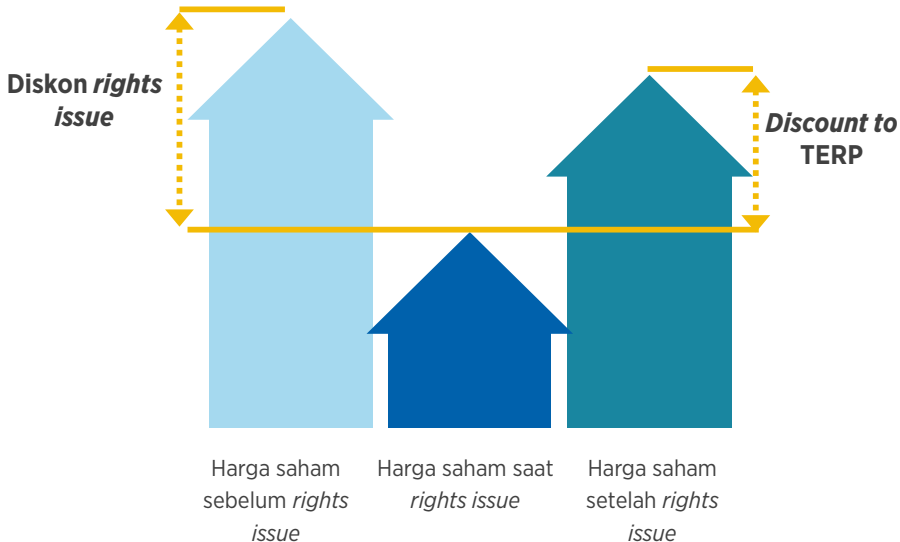
Penentuan diskon/insentif ini perlu diperhitungkan secara matang agar tidak merugikan pemegang saham terdahulu dan mendorong turunnya harga saham. Harga saham di pasar setelah *rights issue* akan disesuaikan menjadi TERP oleh bursa pada tanggal *Ex-date* pasar reguler dan negosiasi. TERP sendiri merupakan harga teoretis yang menunjukkan harga saham setelah *rights issue*. Formula untuk menghitung harga teoretis saham adalah:

$$\text{Theoretical Ex-Rights Price} = \frac{(\text{price new} \times \text{shares new}) + (\text{price old} \times \text{shares old})}{\text{total shares (old+new)}}$$

Secara teori, harga saham di pasar akan mengalami penurunan setelah adanya *rights issue*. Harga saham akan lebih rendah dibandingkan harga pasar saham sebelum

rights issue, tetapi tidak lebih rendah dari harga pelaksanaan *rights issue* (Rusith, n.d.). Persentase dari selisih antara harga pelaksanaan dan TERP menunjukkan besaran *discount to TERP* sebagaimana diilustrasikan pada Gambar 4.

Gambar 4. Ilustrasi Harga Sebelum dan Setelah *Rights Issue*



Sumber: *How to Calculate Theoretical Ex-Rights Price (TERP)* (learnbusinessconcepts.com)

Bagi investor, perhitungan TERP digunakan untuk membandingkan harga baru dan harga lama sehingga dapat dilihat saham tersebut lebih murah atau mahal. Jika harga *rights issue* berada di bawah harga teoretis maka harga saham tersebut relatif murah, namun jika harganya di atas harga teoretis dapat dikatakan bahwa harga saham tersebut relatif mahal (Arbar, 2022).

Dalam kondisi tertentu perusahaan dapat menggunakan nilai pasar wajar yang ditetapkan oleh penilai usaha sebagai acuan dalam penentuan harga pelaksanaan *rights issue*. Ketentuan nilai pasar wajar diatur dalam Peraturan OJK 35/POJK.04/2020. Dalam melakukan penilaian, minimal harus menggunakan 2 (dua) pendekatan¹. Pendekatan yang dimaksud lebih rinci terlihat pada Gambar 5 berikut.

¹ Dikecualikan untuk perusahaan dengan kriteria *non operating holding company* dan/atau perusahaan yang memiliki aset tetapi tidak beroperasi, boleh menggunakan paling sedikit 1 pendekatan penilaian namun disertai dengan alasan.

Gambar 5. Pendekatan Valuasi Perusahaan



1

PENDEKATAN ASET

Metode yang digunakan yaitu:

- metode penyesuaian aset bersih (*adjusted net asset method*), *adjusted book value method*, *net asset valuation method*, dan *assets accumulation method*);
- metode kapitalisasi kelebihan pendapatan (*excess earning method*).



2

PENDEKATAN PASAR

Metode yang digunakan yaitu:

- metode pembandingan perusahaan tercatat di bursa efek (*guideline publicly traded company method*);
- metode pembandingan perusahaan merger dan akuisisi (*guideline merged and acquired company method*);
- metode transaksi sebelumnya (*prior transactions method*).



3

PENDEKATAN PENDAPATAN

Metode yang digunakan yaitu:

- metode diskonto arus kas (*Discounted Cashflow Method/DCF*);
- metode kapitalisasi pendapatan.

Sumber: POJK Nomor 35/POJK.04/2020

Pemilihan metode penilaian disesuaikan dengan kondisi masing-masing perusahaan. Pada tulisan ini pembahasan terbatas pada metode pembandingan perusahaan tercatat di bursa efek (pendekatan pasar) dan metode diskonto arus kas (pendekatan pendapatan) yang sering digunakan dalam penilaian, sebagai berikut:

a. **Metode pembandingan perusahaan tercatat di bursa efek (*guideline publicly traded company method*)**

Perusahaan yang digunakan sebagai perusahaan pembandingan adalah perusahaan yang telah memiliki harga pasar yang terjadi dalam jangka waktu tidak lebih dari 6 (enam) bulan sebelum tanggal penilaian. Kriteria perusahaan pembandingan antara lain:

- 1) industri, kegiatan usaha, produk, dan risiko usaha yang sejenis;
- 2) karakteristik pertumbuhan dan struktur permodalan yang sebanding;
- 3) kinerja keuangan selama 5 (lima) tahun terakhir yang sebanding;
- 4) ukuran perusahaan yang sebanding; dan
- 5) pangsa pasar yang sebanding.

Dari kriteria tersebut, apabila terpenuhi semua, maka jumlah perusahaan pembandingan paling sedikit 5 (lima) perusahaan, sementara apabila hanya 3 s.d. 4 kriteria yang terpenuhi, maka jumlah perusahaan pembandingan yang digunakan paling sedikit 8 (delapan).

b. Metode diskonto arus kas (*Discounted Cashflow Method/DCF*)

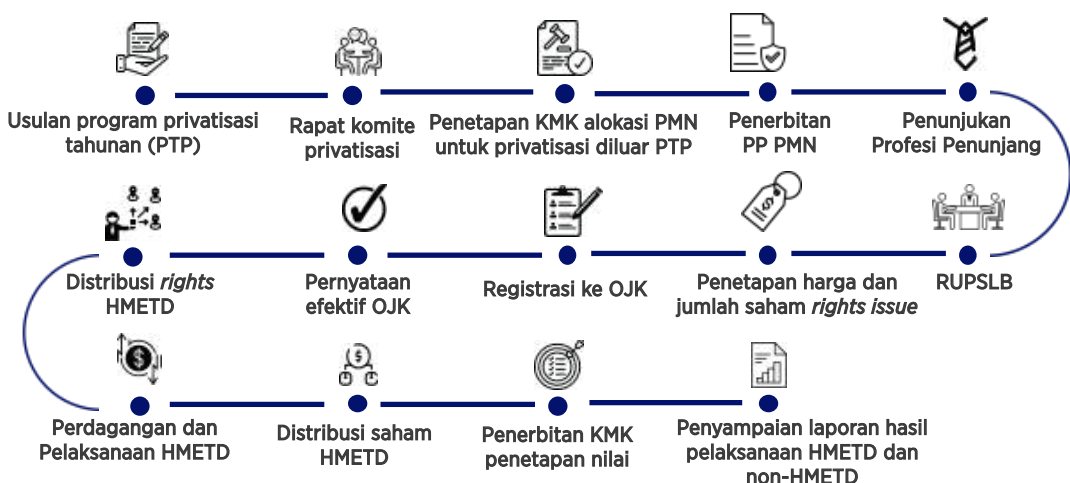
DCF hanya dapat digunakan untuk menilai perusahaan yang telah melakukan kegiatan operasional selama satu tahun atau lebih, atau kurang dari satu tahun namun merupakan perusahaan yang dibentuk untuk menjalankan kontrak penjualan atau penyediaan jasa dengan pihak ketiga. Metode ini dihitung menggunakan pendekatan pendapatan dengan formula:

$$DCF = \frac{\text{ arus kas}}{\text{tingkat diskonto}}$$

Metode DCF dapat diterapkan dengan model ekuitas dan model modal yang diinvestasikan. Jika menggunakan model ekuitas maka arus kas yang didiskontokan adalah arus kas yang tersedia untuk pemegang saham biasa (*equity*) dan tingkat diskonto yang digunakan adalah tingkat imbal balik atau biaya atas ekuitas (*cost of equity*). Tetapi jika model yang digunakan adalah modal yang diinvestasikan, maka arus kas yang digunakan adalah arus kas yang tersedia untuk semua penyedia modal dan tingkat diskonto mencerminkan biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*) yang digunakan untuk menghasilkan arus kas.

4. Proses *Rights Issue*

Gambar 6. Proses *Rights Issue*



Rights issue pada BUMN diawali dengan inventarisasi BUMN yang diusulkan melalui Program Tahunan Privatisasi (PTP) oleh Menteri BUMN. Selanjutnya usulan tersebut disampaikan kepada Komite Privatisasi untuk memperoleh arahan dan Menteri Keuangan untuk memperoleh rekomendasi selambat-lambatnya pada akhir tahun anggaran sebelumnya. Komite Privatisasi adalah wadah koordinasi yang dibentuk untuk membahas dan memutuskan kebijakan privatisasi sehubungan dengan kebijakan lintas sektoral. Keanggotaan Komite Privatisasi ditunjukkan oleh Gambar 7.

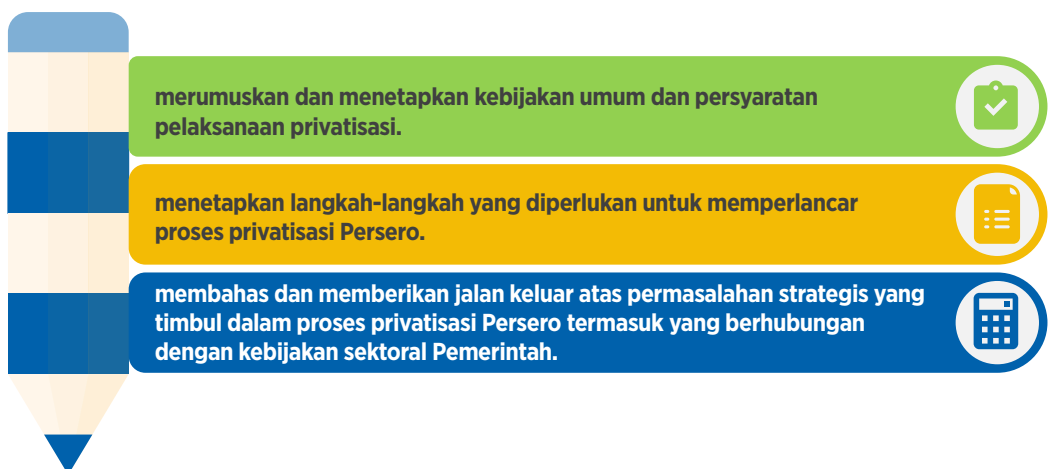
Gambar 7. Susunan Organisasi Komite Privatisasi



Sumber: Keputusan Presiden Nomor 47 Tahun 2014 jo. Keputusan Presiden Nomor 2 Tahun 2021

Dalam menjalankan perannya, Komite Privatisasi melaksanakan tugas sebagaimana terlihat dalam Gambar 8.

Gambar 8. Tugas Komite Privatisasi



Sumber: Keputusan Presiden Nomor 47 Tahun 2014 jo. Keputusan Presiden Nomor 2 Tahun 2021

Setelah mendapatkan arahan/persetujuan, Menteri BUMN berkewajiban mengkonsultasikan PTP kepada DPR-RI. Dalam kondisi tertentu², Menteri BUMN juga dapat melaksanakan program privatisasi di luar PTP setelah diputuskan oleh Komite Privatisasi dan dikonsultasikan dengan DPR-RI. Jika privatisasi dilakukan melalui *rights issue* dengan penambahan Penyertaan Modal Negara (PMN), maka perlu terlebih dahulu ditetapkan PP PMN sebelum proses perdagangan di bursa.

Setelah mendapatkan persetujuan dari pemerintah, BUMN melakukan pengadaan profesi penunjang. Sebelum pelaksanaan *rights issue*, BUMN juga harus mendapatkan persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) untuk menetapkan jumlah maksimal lembar saham yang akan diterbitkan. Sedangkan rentang jumlah saham yang akan diterbitkan, rentang harga pelaksanaan, dan harga pelaksanaan final ditetapkan melalui Surat Menteri BUMN.

Selain itu, BUMN yang akan melakukan penambahan modal dengan HMETD wajib memberikan keterbukaan informasi kepada pemegang saham paling lambat bersamaan dengan pengumuman RUPSLB yang paling sedikit memuat:

1. Jumlah maksimal rencana pengeluaran saham dengan memberikan HMETD termasuk efek yang menyertainya;
2. Perkiraan periode pelaksanaan penambahan modal apabila sudah dapat ditentukan;
3. Analisis mengenai pengaruh penambahan modal terhadap kondisi keuangan dan pemegang saham;
4. Perkiraan garis besar penggunaan dana; dan
5. Informasi tentang penyetoran saham dalam bentuk lain selain uang.

Setelah RUPSLB dilaksanakan dan memutuskan penerbitan saham baru dengan metode HMETD, selanjutnya rencana *rights issue* didaftarkan ke Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dengan menyampaikan dokumen sebagaimana termuat dalam Gambar 9.

² Yang dimaksud dengan "kondisi tertentu" adalah adanya perubahan situasi perekonomian yang fundamental, dan kondisi pasar yang kurang mendukung terhadap Persero yang telah diprogramkan dalam rencana tahunan privatisasi, sementara kebutuhan pemenuhan APBN sangat mendesak.

Gambar 9. Dokumen Pendaftaran ke OJK



Sumber: POJK Nomor 32/POJK.04/2015 jo. POJK Nomor 14/POJK.04/2019

Setelah dipenuhinya semua persyaratan, termasuk keterbukaan informasi maka OJK akan menyatakan pendaftaran telah efektif. Pernyataan efektif OJK menandai dapat dimulainya proses perdagangan dan pelaksanaan HMETD, selanjutnya hasil perdagangan akan diperiksa kewajarannya oleh akuntan dan dilaporkan kepada OJK.

³ Laporan keuangan interim yang telah diaudit oleh Akuntan dengan ketentuan, 1) jika jangka waktu antara laporan keuangan terakhir yang disampaikan ke OJK dengan tanggal efektif OJK sudah lebih dari 6 bulan dan 2) jangka waktu antara tanggal laporan keuangan interim yang diaudit akuntan dan efektifnya pendaftaran tidak lebih dari 6 bulan.





B

RIGHTS ISSUE
BUMN





1. PT BANK RAKYAT INDONESIA (PERSERO) TBK.

1.1 Latar Belakang dan Tujuan *Rights Issue*

Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah (UMKM) menopang ~60% perekonomian nasional. Pada 2018, sebanyak 57 juta pelaku UMKM berada pada kategori Ultra Mikro (UMi). Diestimasikan dari jumlah tersebut terdapat sekitar 45 juta masih membutuhkan pendanaan tambahan, namun hanya 15 juta unit bisnis yang sudah mendapatkan akses ke sumber pembiayaan formal sedangkan sisanya masih mengandalkan sumber dana informal atau bahkan tidak terlayani sama sekali. Maka pemerintah berupaya meningkatkan dan memperluas akses finansial kepada pengusaha segmen UMi dengan membentuk *Holding* Ultra Mikro sehingga dapat berkontribusi lebih besar kepada perekonomian nasional.

Oleh karena itu, pemerintah menyetujui dilakukannya *rights issue* BRI dalam rangka pembentukan *holding* yang bertujuan mendorong akselerasi pengembangan segmen UMi dengan memberikan solusi finansial yang lebih lengkap dan terintegrasi. *Holding* Ultra Mikro terdiri dari 3 (tiga) entitas yaitu BRI sebagai Induk *Holding* BUMN Ultra Mikro, sedangkan PT Pegadaian (Pegadaian) dan PT Permodalan Nasional Madani

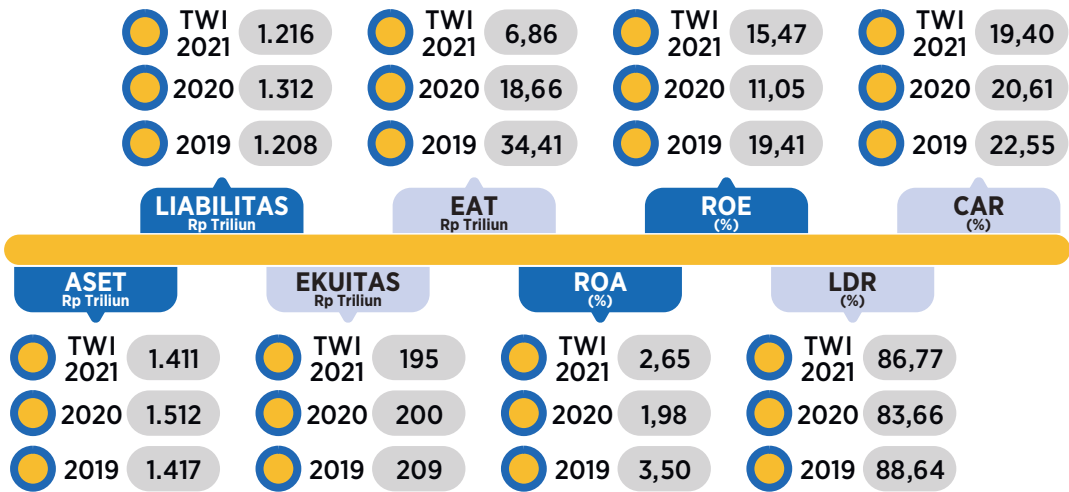


(PNM) sebagai anggota *holding*. Ketiga perusahaan tersebut memiliki model bisnis yang saling melengkapi untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan segmen UMi. Pembentukan *Holding* Ultra Mikro akan memberi layanan produk yang lebih lengkap dan lebih murah kepada ~29 juta unit usaha UMi di tahun 2024 dengan tetap mempertahankan model bisnis dan peran entitas di dalamnya.

1.2 Kinerja Keuangan sebelum *Rights Issue*

BRI merupakan bank terbesar di Indonesia dengan kinerja keuangan sebagaimana terlihat pada Gambar 10. Pada triwulan I 2021, total aset mencapai Rp1.411 triliun dengan aset produktif berupa kredit yang diberikan sebesar Rp914 triliun. Liabilitas BRI mencapai Rp1.216 triliun yang 86% diantaranya merupakan simpanan nasabah (dana pihak ketiga) berbiaya murah atau *Current Account Saving Account* (CASA). BRI juga secara konsisten mencatat laba bersih, meskipun pada tahun 2020 sempat mengalami penurunan sebesar 45,77% (y-on-y) yang disebabkan oleh pandemi Covid-19.

Gambar 10. *Highlight* Kinerja Keuangan BRI Tahun 2019 s.d. Maret 2021



Sumber: Laporan Keuangan PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.

1.3 Metode *Rights Issue* dan Penentuan Harga

Komite Privatisasi menyetujui rencana *rights issue* BRI dalam rangka pembentukan *Holding* BUMN Ultra Mikro melalui Penambahan Modal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (PMHMETD). Pemerintah berpartisipasi penuh melalui inbreg saham seri B milik Negara di Pegadaian dan PNM. Sebelum dilakukan inbreg saham, dilakukan penilaian nilai pasar wajar saham Pegadaian dan PNM oleh Kantor Jasa Penilai Publik (KJPP). Hasil penilaian oleh KJPP menunjukkan nilai pasar wajar 100% saham seri B Pegadaian sebesar Rp48,67 triliun dan PNM sebesar Rp6,10 triliun, sehingga total nilai inbreg saham seri B milik Negara sebesar Rp54,77 triliun. Pelaksanaan inbreg diatur melalui Peraturan Pemerintah Nomor 73 Tahun 2021 tentang Penambahan Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia ke Dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan (Persero) PT Bank Rakyat Indonesia Tbk.

Tabel 1. Nilai Inbreg Pemerintah RI

Objek Inbreg	Nilai Pasar Wajar 100% Saham Seri B
Pegadaian	48.670.527.621.242
PNM	6.100.068.061.095
Total	54.770.595.682.337

Sumber: Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor 282/KMK.06/2021 tentang Penetapan Nilai Penambahan PMN RI ke Dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan (Persero) PT Bank Rakyat Indonesia Tbk

RUPSLB menyetujui jumlah saham yang akan diterbitkan sebanyak-banyaknya 28,67 miliar lembar saham seri B, dengan pertimbangan: (i) memberikan *buffer* yang memadai untuk memperhitungkan potensi volatilitas pasar dan penurunan harga saham BBRI; (ii) memperhatikan preseden transaksi di Indonesia dan Asia yang rata-rata menggunakan *discount to TERP* 9,75 s.d. 12%; (iii) berdasarkan preseden *rights issue* di Indonesia, akhir jumlah saham yang diterbitkan akan lebih sedikit dibandingkan dengan maksimal jumlah saham yang disampaikan pada keterbukaan informasi; (iv) teknikal *book value* dan *moving average* 200 hari menunjukkan *support level* harga BBRI sebesar ±Rp4.000, serta (v) valuasi Pegadaian dan PNM sebesar Rp54,77 triliun merefleksikan nilai inbreng (56,75% porsi pemerintah), sehingga *size rights issue* diperkirakan sebesar -Rp96 triliun.

Selanjutnya ditetapkan rentang jumlah lembar saham yang diterbitkan sebanyak 27,02 miliar s.d. 28,63 miliar lembar saham dengan rentang harga pelaksanaan sebesar Rp3.350 s.d. Rp3.550⁴. Penentuan rentang harga tersebut dilakukan berdasarkan *discount to TERP* yang direkomendasikan sebesar 8% s.d. 12%. Memperhatikan pergerakan harga saham BBRI, akhirnya ditetapkan jumlah saham yang diterbitkan sebanyak-banyaknya 28,21 miliar lembar saham dengan harga pelaksanaan sebesar Rp3.400 per lembar saham⁵ berdasarkan *discount to TERP* 10,11%.

Penetapan rentang dan harga pelaksanaan mempertimbangkan: (i) *pricing feedback* dari beberapa investor sebesar Rp3.345 (*discount to TERP* >10%); (ii) preseden *discount to TERP rights issue* BUMN yang pernah dilakukan sebelumnya berkisar 4% s.d. 16%; (iii) harga penutupan BBRI 6 Agustus 2021 sebesar Rp3.930 (penentuan rentang harga) dan harga penutupan pada 13 Agustus 2021 sebesar Rp3.870 (penentuan harga pelaksanaan); (iv) harga pelaksanaan masih berada di rentang harga yang telah ditetapkan sebelumnya, serta (v) jumlah saham yang akan diterbitkan masih di bawah hasil putusan RUPSLB.

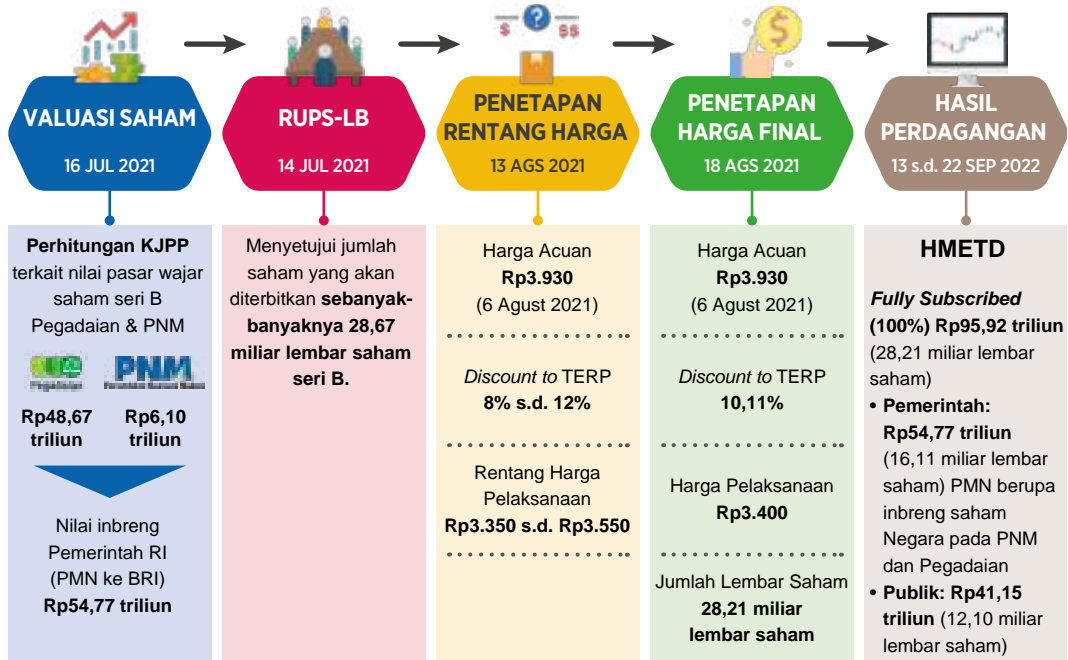
Atas hal tersebut *rights issue* BRI menawarkan sebanyak-banyaknya 28,21 miliar lembar saham seri B senilai Rp95,92 triliun. Sebanyak 16,1 miliar lembar saham

⁴ Surat Menteri BUMN Nomor SR-576/MBU/08/2021 tentang Penetapan Rentang Harga Pelaksanaan, Rentang Jumlah Lembar Saham yang Diterbitkan dan Rentang Rasio Penambahan Modal dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk tanggal 13 Agustus 2021.

⁵ Surat Menteri BUMN Nomor SR-558/MBU/08/2021 tentang Penetapan Jumlah Saham dan Harga Pelaksanaan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk tanggal 18 Agustus 2021.

merupakan alokasi HMETD bagian pemerintah senilai Rp54,77 triliun dan 12,1 miliar lembar saham merupakan alokasi HMETD bagian publik senilai Rp41,15 triliun. HMETD diperdagangkan mulai 13 s.d. 22 September 2021.

Gambar 11. Proses *Rights Issue* BRI



Sumber: Buku Putih Pembentukan Holding BUMN Ultra Mikro

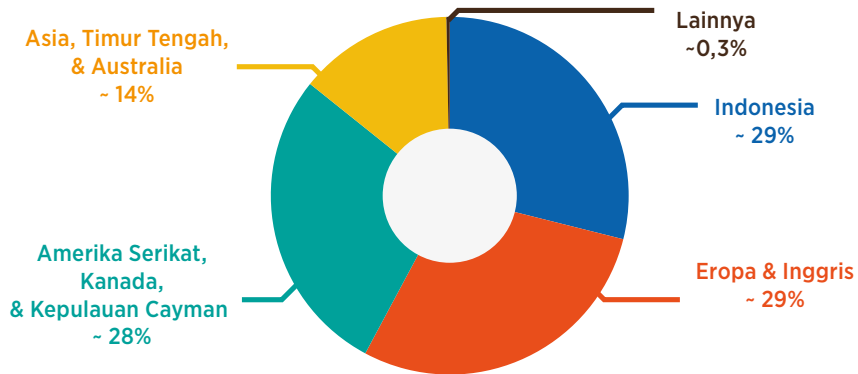
1.4 Hasil Pelaksanaan *Rights Issue*

Rights issue BRI merupakan yang terbesar ketiga di kawasan Asia Tenggara dan ketujuh di dunia. Seluruh saham yang ditawarkan dalam *rights issue* BRI berhasil diserap secara penuh (*fully subscribed*) dengan total *proceed* hingga Rp95,92 triliun. Selain itu, terjadi *oversubscribe* sebanyak 431 juta lembar saham atau 1,53% terhadap jumlah saham baru yang diterbitkan.

Persentase *exercise* menunjukkan investor retail domestik mencatat jumlah tertinggi yaitu 256,26%, dilanjutkan dengan institusi domestik 104,82%, dan pemegang saham asing 88,67%. Namun berdasarkan nilai *proceed*, pemegang saham dari institusi asing mengeksekusi sebesar Rp29,2 triliun. Selain itu, persentase *exercise* tertinggi

berdasarkan wilayah yaitu Indonesia, Eropa, dan Inggris. Partisipasi *exercise rights issue* BRI berdasarkan wilayah dapat dilihat pada Gambar 12.

Gambar 12. Partisipasi *Exercise Rights Issue* BRI Berdasarkan Wilayah



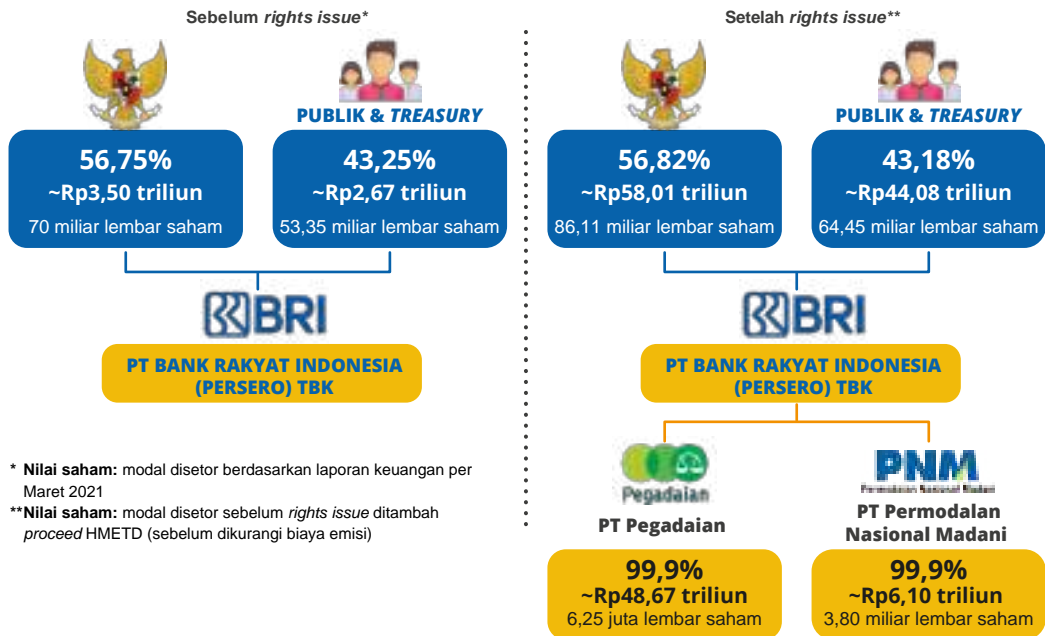
Sumber: Buku Putih Pembentukan Holding BUMN Ultra Mikro

Rights issue meningkatkan jumlah saham yang diterbitkan BRI dari 123,3 miliar lembar menjadi 151,5 miliar lembar. Terjadi peningkatan porsi kepemilikan Negara dari 56,75% menjadi 56,82% dan porsi kepemilikan publik dari 42,64% menjadi 42,69%. Sementara *Treasury Stock* dari 0,61% menjadi 0,49%. Melalui *rights issue* ini, maka BRI memperoleh kepemilikan 99,99% saham seri B pada Pegadaian dan PNM



senilai Rp54,77 triliun sehingga terbentuk *Holding* Ultra Mikro, serta modal tunai dari partisipasi publik sebesar Rp41,15 triliun. Struktur kepemilikan saham BRI sebelum dan setelah *rights issue* dapat dilihat pada Gambar 13.

Gambar 13. Struktur Kepemilikan Saham BRI Sebelum dan Setelah *Rights Issue*



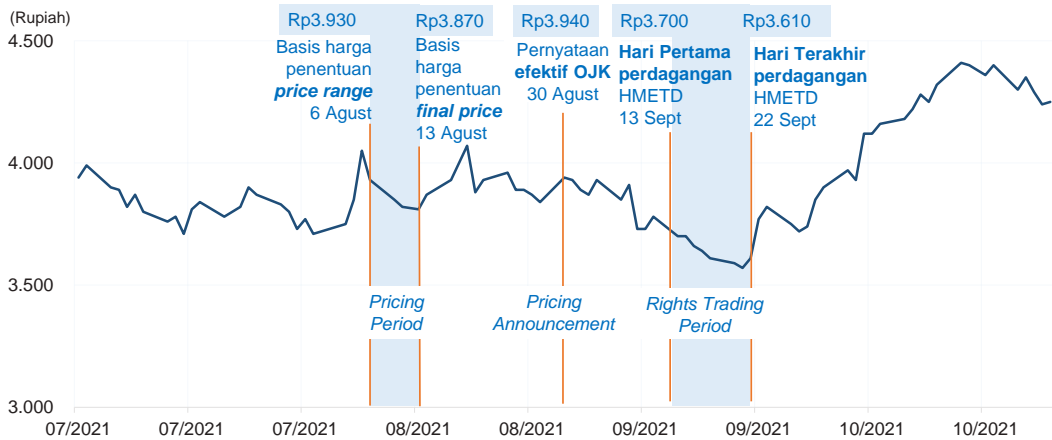
* Nilai saham: modal disetor berdasarkan laporan keuangan per Maret 2021

**Nilai saham: modal disetor sebelum *rights issue* ditambah *proceed* HMETD (sebelum dikurangi biaya emisi)

Sumber: Laporan Keuangan PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk., diolah

Sejak penetapan harga pelaksanaan pada 18 Agustus 2021, harga saham BBRI mengalami penurunan pada tanggal diterimanya pernyataan efektif dari OJK menjadi Rp3.940. Harga saham BBRI terus turun hingga periode perdagangan HMETD, yaitu harga penutupan pada hari pertama perdagangan menjadi Rp3.700. Jika dibandingkan dengan basis harga perhitungan untuk menetapkan harga pelaksanaan, maka terlihat bahwa terjadi penurunan harga saham BBRI sebesar 4,39% pada hari pertama perdagangan. Namun harga pelaksanaan HMETD masih menarik bagi pemegang saham untuk mengeksekusi haknya karena terdapat selisih Rp300 lebih rendah dibandingkan harga penutupan saat hari pertama perdagangan HMETD. Setelah periode perdagangan HMETD, harga saham BBRI mulai kembali meningkat dengan harga penutupan tertinggi pada Oktober 2021 sebesar Rp4.410. Pergerakan harga saham BBRI dapat dilihat pada Grafik 1.

Grafik 1. Historis Harga Saham BBRI Periode Juli s.d. Oktober 2021

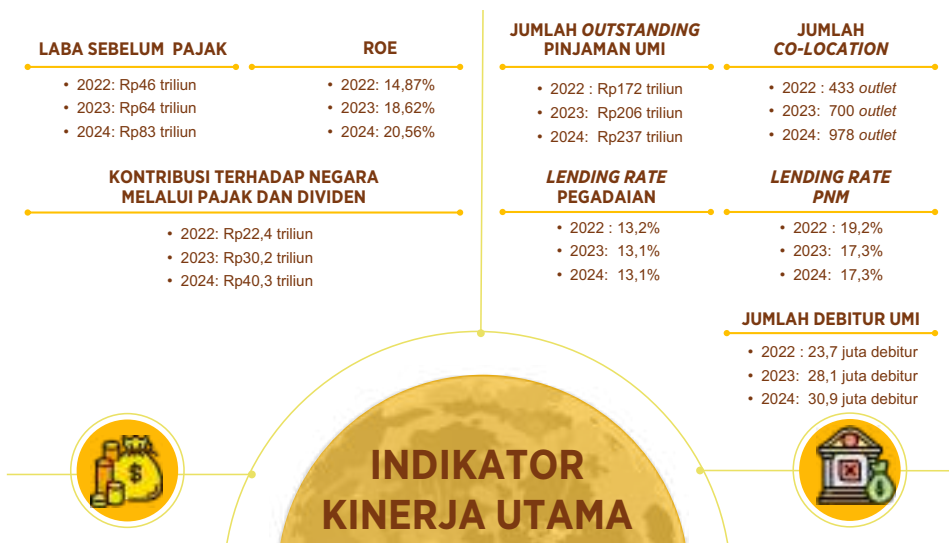


Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah

1.5 Indikator Kinerja Utama

Setelah dilakukan penambahan modal pada BRI maka ditetapkan indikator kinerja utama yang harus dicapai oleh BRI antara lain profitabilitas, kontribusi penerimaan negara, jumlah debitur dan pinjaman, serta penurunan suku bunga. Indikator kinerja utama prioritas *Holding Ultra Mikro* dapat dilihat pada Gambar 14.

Gambar 14. Indikator Kinerja Utama Prioritas *Holding Ultra Mikro*



Sumber: Kajian Bersama Penambahan Modal Negara ke dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. dalam Rangka Pembentukan Holding BUMN Ultra Mikro



2. PT WASKITA KARYA (PERSERO) TBK.

2.1 Latar Belakang dan Tujuan *Rights Issue*

Secara umum, Waskita telah berkontribusi terhadap pembangunan 39 Proyek Strategis Nasional (PSN) yang tersebar di berbagai wilayah Indonesia antara lain pembangunan 22 proyek jalan tol strategis nasional, 3 proyek transmisi di Sumatera, 10 proyek bendungan, 2 proyek kereta api, dan 2 proyek bandara yang termasuk dalam daftar PSN berdasarkan Peraturan Presiden Nomor 3 Tahun 2016 tentang Percepatan Pelaksanaan PSN. Sampai dengan November 2021, Waskita memiliki hak konsesi atas 13 ruas jalan tol diantaranya 11 ruas jalan tol berada di Pulau Jawa dan 2 ruas jalan tol berada di Pulau Sumatera.

Pada tahun 2020, Waskita mengalami penurunan kinerja operasional akibat pandemi Covid-19 dimana operasional proyek dan lalu lintas jalan tol terhambat oleh penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB). Di samping itu, pandemi juga menurunkan penjualan unit properti dan okupansi hotel secara signifikan pada anak perusahaan. Sehingga pada tahun 2020, Waskita membukukan rugi bersih sebesar Rp9,28 triliun karena Waskita harus tetap menanggung biaya tetap (*fixed cost*) yang besar.



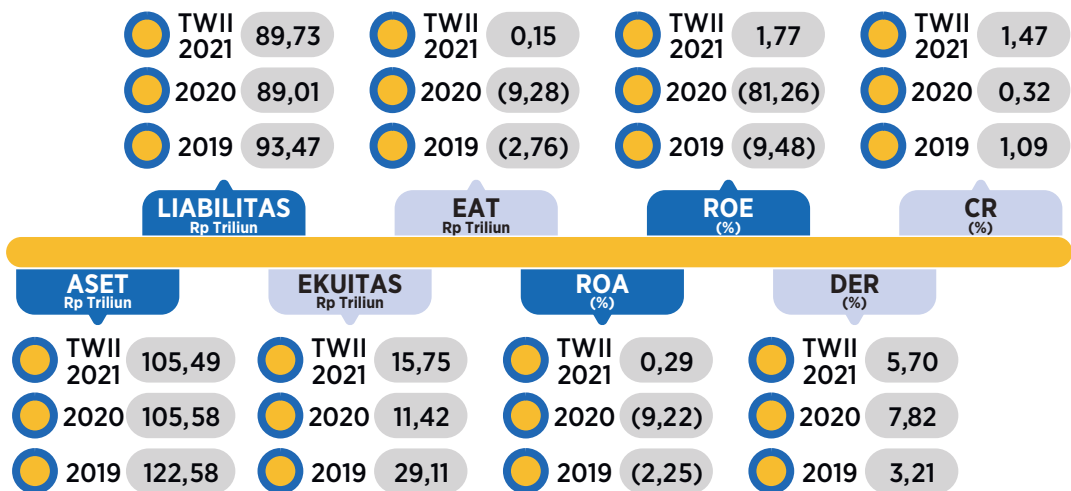
Jalan Tol Kayu Agung-Palembang-Betung (Sumber: Dokumentasi PT Waskita Karya (Persero) Tbk.)

Untuk memperbaiki kinerja Waskita, pemerintah melakukan upaya restrukturisasi keuangan secara menyeluruh melalui 8 (delapan) *stream* penyehatan keuangan, yang salah satunya melalui penambahan modal. Oleh karena itu, pemerintah menyetujui dilakukannya penambahan modal kepada Waskita melalui *rights issue* sebesar Rp11,96 triliun dan pemerintah mengambil seluruh bagian sahamnya dengan PMN sebesar Rp7,90 triliun. *Rights issue* Waskita bertujuan untuk memperbaiki struktur permodalan, meningkatkan kapasitas usaha Perseroan, dan mempercepat terselesaikannya pembangunan PSN di bidang jalan tol antara lain ruas tol Kayu Agung-Palembang-Betung, ruas tol Bekasi-Cawang-Kampung Melayu, ruas tol Cimanggis-Cibitung, ruas tol Ciawi-Sukabumi, ruas tol Krian-Legundi-Bunder-Manyar, ruas tol Pasuruan-Probolinggo, dan ruas tol Pejagan-Pemalang.

2.2 Kinerja Keuangan sebelum *Rights Issue*

Waskita merupakan BUMN konstruksi dengan kapitalisasi pasar terbesar dengan kinerja keuangan sebelum *rights issue* sebagaimana terlihat pada Gambar 15. Pada triwulan II 2021, total aset mencapai Rp105,49 triliun dengan hak pengusahaan jalan tol sebesar Rp55,38 triliun. Liabilitas Waskita mencapai Rp89,73 triliun, yang 59% diantaranya merupakan utang bank. Pada semester pertama Tahun 2021, kinerja keuangan Waskita telah menunjukkan perbaikan dan mampu membukukan laba bersih sebesar Rp155 miliar.

Gambar 15. *Highlight* Kinerja Keuangan Waskita Tahun 2019 s.d. Juni 2021



Sumber: Laporan Keuangan PT Waskita Karya (Persero) Tbk., diolah

2.3 Metode *Rights Issue* dan Penentuan Harga

Komite Privatisasi menyetujui *rights issue* Waskita sebesar Rp11,96 triliun melalui PMHMETD. Pemerintah mengambil seluruh bagian sahamnya melalui penambahan PMN sebesar Rp7,90 triliun. RUPSLB menyetujui jumlah saham baru yang akan diterbitkan sebanyak-banyaknya 24,56 miliar lembar saham seri B. Selanjutnya ditetapkan rentang jumlah lembar saham yang diterbitkan sebanyak 10,27 miliar s.d. 19,93 miliar lembar saham dengan rentang harga pelaksanaan sebesar Rp600



Jalan Tol Pejagan-Pemalang

s.d. Rp1.164⁶. Penentuan rentang harga tersebut dilakukan berdasarkan *discount (premium) to TERP* yang direkomendasikan sebesar 17% s.d. 26%. Memperhatikan pergerakan harga saham WSKT, akhirnya ditetapkan jumlah saham yang diterbitkan sebanyak-banyaknya 19,29 miliar lembar saham dengan harga pelaksanaan sebesar Rp620 per lembar saham⁷ dengan *discount to TERP* sebesar 15%.

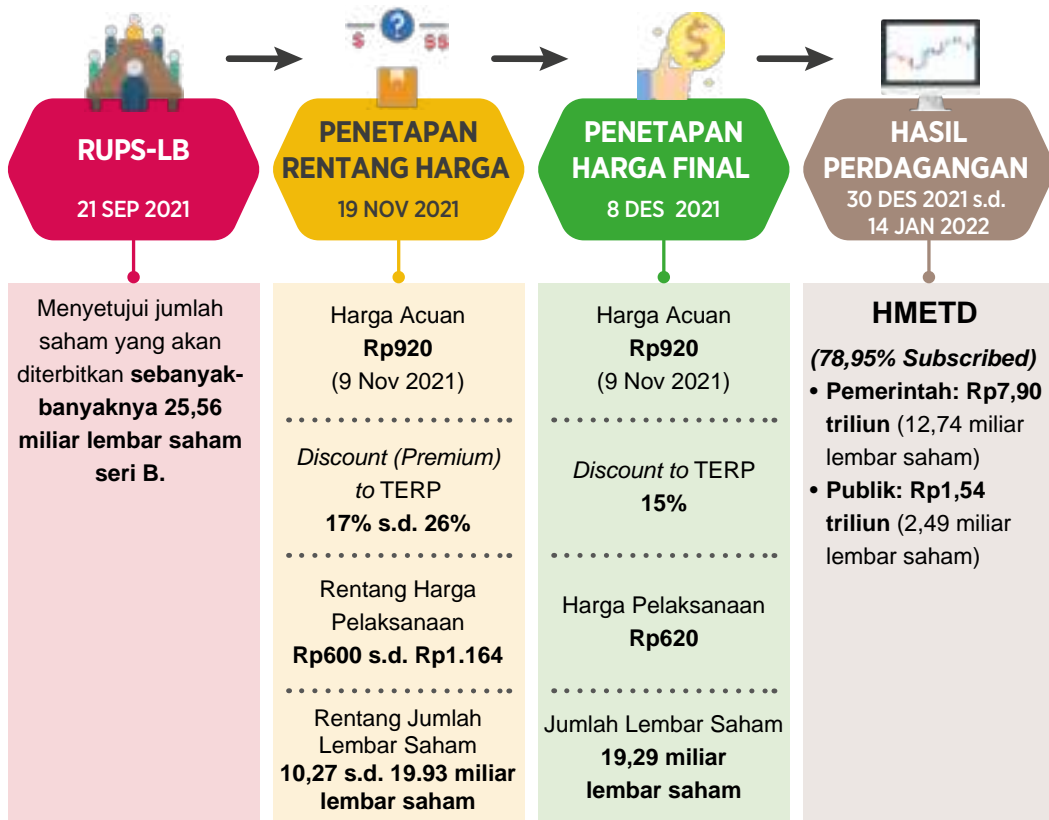
Penetapan rentang dan harga pelaksanaan mempertimbangkan: (i) *pricing feedback* dari beberapa investor sebesar Rp620 (*discount to TERP* 15%); (ii) preseden *discount to TERP rights issue* BUMN yang pernah dilakukan sebelumnya berkisar 4% s.d. 16%; (iii) penentuan rentang harga dan harga pelaksanaan berdasarkan harga penutupan WSKT 9 November 2021 sebesar Rp920; (iv) harga pelaksanaan masih berada di rentang harga yang telah ditetapkan sebelumnya; serta (v) jumlah saham yang akan diterbitkan masih di bawah hasil putusan RUPSLB.

⁶ Surat Menteri BUMN Nomor 5-880/MBU/11/2021 tentang Penetapan Jenis, Rentangan Jumlah Saham, dan Rentangan Harga Pelaksanaan *Rights Issue* PT Waskita Karya (Persero) Tbk. tanggal 19 November 2021.

⁷ Surat Menteri BUMN Nomor S-930/113U/12/2021 tentang Penetapan Jumlah Saham, Harga Pelaksanaan, dan Rasio Saham *Rights Issue* PT Waskita Karya (Persero) Tbk. tanggal 8 Desember 2021 .

Atas hal tersebut *rights issue* Waskita menawarkan sebanyak-banyaknya 19,29 miliar lembar saham seri B senilai Rp11,96 triliun. Sebanyak 12,74 miliar lembar saham merupakan alokasi HMETD bagian pemerintah senilai Rp7,90 triliun dan 6,55 miliar lembar saham merupakan alokasi HMETD bagian publik senilai Rp4,06 triliun. HMETD diperdagangkan mulai 30 Desember 2021 s.d. 14 Januari 2022.

Gambar 16. Proses *Rights Issue* Waskita



Sumber: Laporan *Rights Issue* PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Tahun 2021, diolah

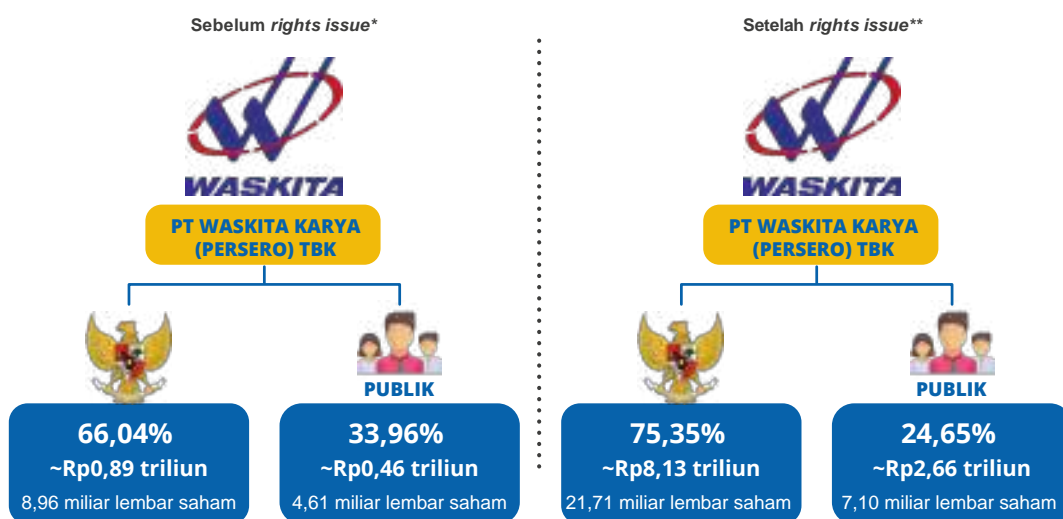
2.4 Hasil Pelaksanaan *Rights Issue*

Saham yang ditawarkan dalam *rights issue* Waskita hanya berhasil diserap 78,95% dari target dengan total *proceed* sebesar Rp9,44 triliun antara lain melalui PMN

sebesar Rp7,90 triliun serta penyerapan publik sebesar Rp1,54 triliun. Partisipasi pemegang saham dalam transaksi *rights issue* berdasarkan persentase didominasi oleh investor retail domestik sebesar 53,19%, selanjutnya pemegang saham asing sebesar 19,15%, *mutual fund* sebesar 12,75%, dan institusi lainnya sebesar 14,91%. Berdasarkan *proceed* yang diterima, investor retail domestik menempati posisi tertinggi yaitu sebesar Rp821,46 miliar.

Rights issue meningkatkan jumlah saham yang diterbitkan Waskita dari 13,57 miliar lembar menjadi 28,81 miliar lembar. Terjadi peningkatan porsi kepemilikan Negara dari 66,04% menjadi 75,35% dan penurunan porsi kepemilikan publik dari 33,96% menjadi 24,65%.

Gambar 17. Struktur Kepemilikan Saham Waskita Sebelum dan Setelah *Rights Issue*



* Nilai saham: modal disetor berdasarkan laporan keuangan per Juni 2021

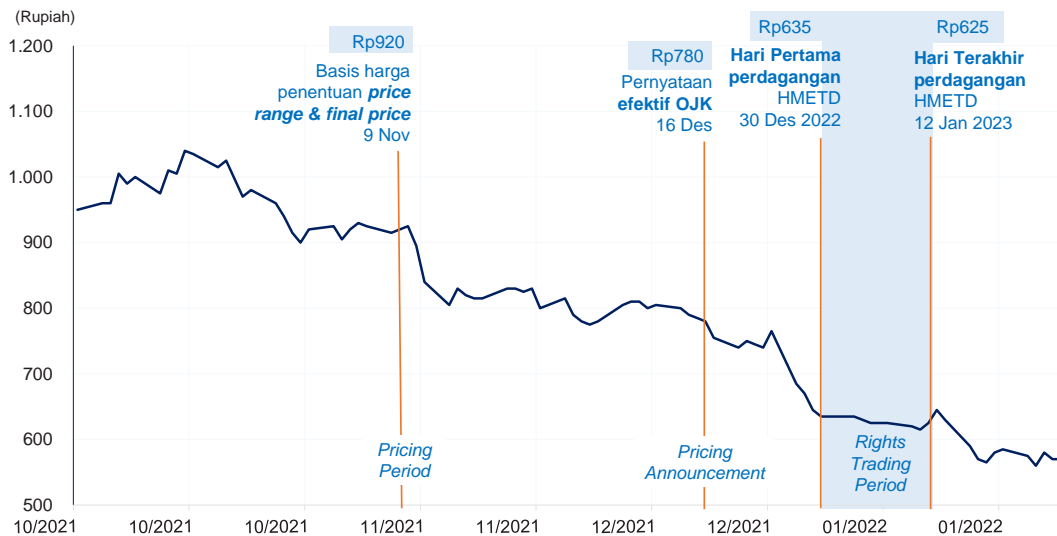
**Nilai saham: modal disetor sebelum *rights issue* ditambah *proceed* HMETD (sebelum dikurangi biaya emisi)

Sumber: Laporan Keuangan PT Waskita Karya (Persero) Tbk., diolah

Sejak penetapan harga pelaksanaan pada 8 Desember 2021, harga saham WSKT mengalami penurunan pada tanggal diterimanya pernyataan efektif dari OJK menjadi

Rp780. Harga saham WSKT terus turun hingga periode perdagangan HMETD, yaitu harga penutupan pada hari pertama perdagangan menjadi Rp635. Jika dibandingkan dengan basis harga perhitungan untuk menetapkan harga pelaksanaan, maka terlihat bahwa terjadi penurunan harga saham WSKT sebesar 30,9% pada hari pertama perdagangan. Namun harga pelaksanaan HMETD sebesar Rp620 masih lebih rendah dibandingkan harga penutupan saat hari pertama perdagangan HMETD sebesar Rp635 dengan selisih Rp15. Setelah periode perdagangan HMETD, harga saham WSKT terus mengalami penurunan dengan harga penutupan terendah pada 25 Januari 2022 sebesar Rp560. Pergerakan harga saham WSKT dapat dilihat pada Grafik 2.

Grafik 2. Historis Harga Saham WSKT Periode Oktober 2021 s.d. Januari 2022



Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah

2.5 Indikator Kinerja Utama

Indikator kinerja utama yang menjadi penilaian setelah dilakukannya *rights issue* antara lain terealisasinya program penyehatan keuangan Waskita, profitabilitas, *cash deficiency support*, dan kembalinya pendapatan usaha ke kapasitas normal. Untuk lebih rinci dapat dilihat pada Gambar 18.

Gambar 18. Indikator Kinerja Utama Prioritas *Rights Issue* Waskita



Sumber: Kajian Bersama Usulan PMN pada Perusahaan Perseroan PT Waskita Karya (Persero) Tbk. TA 2021





3. PT ADHI KARYA (PERSERO) TBK.

3.1 Latar Belakang dan Tujuan *Rights Issue*

Adhi sebagai salah satu BUMN konstruksi yang turut berpartisipasi dalam membangun PSN dan non-PSN seperti jalan tol, bendungan, sistem penyediaan air minum, dan proyek infrastruktur lainnya. Adhi dan konsorsium sedang membangun 3 (tiga) PSN yaitu Tol Solo-Yogyakarta-Kulon Progo, Tol Yogyakarta-Bawen, dan Sistem Penyediaan Air Minum (SPAM) Karian Serpong (Timur), serta 3 (tiga) non-PSN yaitu Preservasi Jalan Lintas Timur Sumatera Selatan, Fasilitas Pengolahan Limbah dan Sampah, dan Tol JORR *Elevated* Ruas Cikunir-Ulujami. Proyek-proyek tersebut dikerjakan melalui skema Kerja Sama Pemerintah dan Badan Usaha (KPBU).

Di sisi lain, Adhi dihadapkan pada penurunan kondisi keuangan yang diperparah dengan adanya pandemi Covid-19. Untuk mendukung kontinuitas dan penyelesaian pembangunan infrastruktur secara umum dan PSN secara khusus, dibutuhkan peningkatan ekuitas atau penambahan dana melalui penerbitan saham baru (*rights issue*) dengan tujuan untuk meningkatkan *leverage* perusahaan, kapasitas usaha, dan

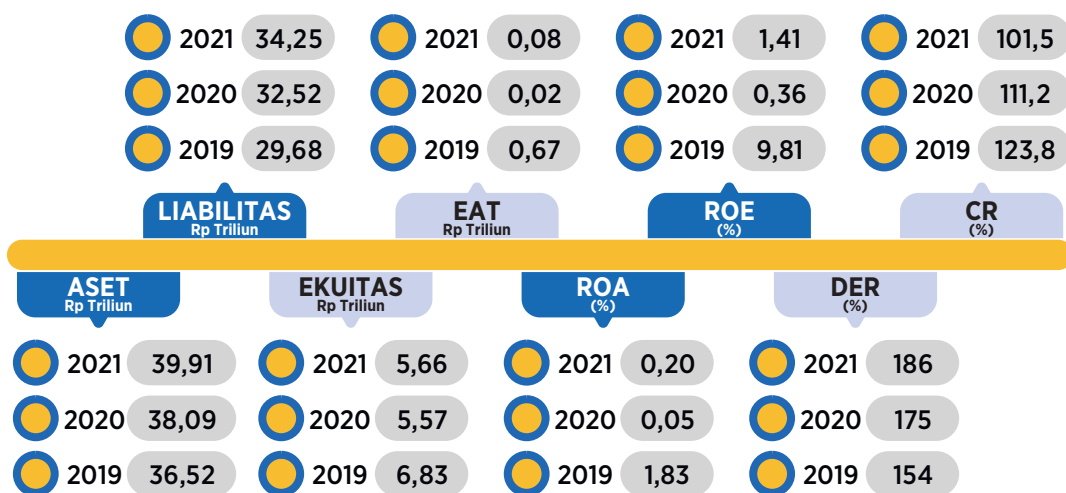
terjaganya keberlangsungan pendanaan proyek investasi. *Rights issue* dibutuhkan untuk meningkatkan kemampuan keuangan Adhi dalam membiayai dan mendapatkan pendanaan untuk proyek investasi lainnya.

3.2 Kinerja Keuangan sebelum *Rights Issue*

Adhi merupakan perusahaan BUMN konstruksi pertama yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan kinerja keuangan sebagaimana terlihat pada Gambar 19. Pada tahun 2021, total aset tercatat sebesar Rp39,91 triliun dengan 79,20% merupakan aset lancar. Sementara liabilitas Perseroan tercatat sebesar Rp34,25 triliun, dan mengalami peningkatan utang lancar sebesar Rp4,04 triliun dari tahun sebelumnya. Ekuitas Perseroan meningkat sebesar Rp82,89 miliar atau naik 1,5% dari tahun sebelumnya menjadi sebesar Rp5,66 triliun yang berasal dari saldo laba. Adhi berhasil membukukan laba sebesar Rp86,50 miliar atau meningkat 264,9% dari tahun sebelumnya.

Rasio solvabilitas Perseroan cenderung bergerak negatif dibandingkan tahun sebelumnya, dengan DER yang meningkat dari 175% menjadi 186% pada tahun 2021. Sementara rasio profitabilitas Perseroan menunjukkan hasil yang positif yang diindikasikan oleh meningkatnya EBITDA *Margin*, ROE, dan ROA.

Gambar 19. *Highlight* Kinerja Keuangan Adhi Tahun 2019 s.d. 2021



Sumber: Laporan Keuangan PT Adhi Karya (Persero) Tbk.



Tol Yogyakarta-Bawen (Sumber: Dokumentasi PT Adhi Karya (Persero) Tbk.)

3.3 Metode *Rights Issue* dan Penentuan Harga

Komite Privatisasi menyetujui rencana *rights issue* Adhi sebesar Rp3,87 triliun melalui PMHMETD. Pemerintah mengambil seluruh bagian sahamnya dengan penambahan PMN sebesar Rp1,98 triliun. Pada RUPS Tahunan (RUPST) Adhi terkait *rights issue* menyetujui penerbitan saham baru sebanyak-banyaknya 7,12 miliar lembar saham seri B. Selanjutnya ditetapkan rentang jumlah lembar saham yang akan diterbitkan sebanyak 5,96 miliar s.d. 7,11 miliar lembar saham dengan rentang harga pelaksanaan sebesar Rp545 s.d. Rp650 per lembar saham⁸. Penentuan harga pelaksanaan dilakukan berdasarkan *discount to TERP* yang direkomendasikan sebesar 8,19% s.d. 13,73%. Memperhatikan pergerakan harga saham ADHI, akhirnya ditetapkan jumlah saham yang diterbitkan pada *rights issue* sebanyak-banyaknya 7,04 miliar lembar saham dan harga pelaksanaan sebesar Rp550 per lembar saham⁹. Harga tersebut berdasarkan penghitungan *discount to TERP* sebesar 13,47%.

Penetapan rentang harga dan harga pelaksanaan mempertimbangkan: (i) preseden transaksi *rights issue* BUMN selama 2015 s.d. Oktober 2022 rata-rata menggunakan *discount to TERP* sebesar 15,39% atau rentang 8,8% s.d. 25,2%; (ii) *discount to TERP* yang direkomendasikan masih dalam kisaran yang umumnya diberikan pada *rights issue* di Indonesia; (iii) *feedback* investor dari hasil *roadshow* mengenai rentang harga

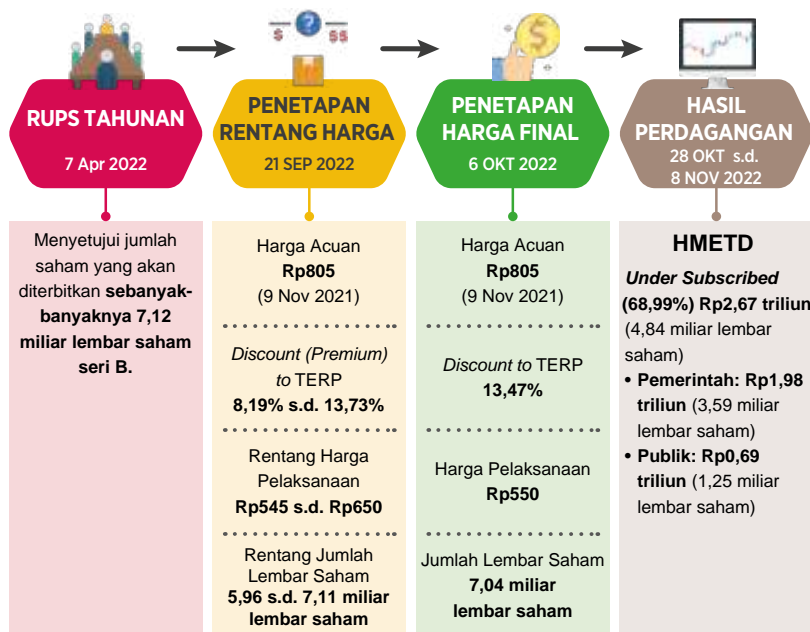
⁸ Surat Menteri BUMN Nomor S-597/MBU/09/2022 tentang Penetapan Jenis, Rentangan Jumlah Saham, dan Rentangan Harga Pelaksanaan *Rights Issue* PT Adhi Karya (Persero) Tbk. tanggal 21 September 2022.

⁹ Surat Menteri BUMN Nomor S-649/MBU/10/2022 tentang Penetapan Jumlah Saham, Harga Pelaksanaan, dan Rasio Saham *Rights Issue* PT Adhi Karya (Persero) Tbk. tanggal 6 Oktober 2022.

yang dinilai menarik dan relatif murah; (iv) jumlah saham yang akan diterbitkan masih di bawah hasil putusan RUPST yaitu sebanyak-banyaknya 7,12 miliar lembar saham; (v) perhitungan rentang harga berdasarkan harga penutupan ADHI pada 21 September 2022 sebesar Rp805; serta (vi) hasil analisis pasar oleh PPE yang ditunjuk.

Atas hal tersebut, maka *rights issue* menawarkan sebanyak-banyaknya 7,04 miliar lembar saham seri B senilai Rp3,87 triliun. Alokasi HMETD bagian pemerintah sebanyak 3,59 miliar lembar saham senilai Rp1,98 triliun, sementara bagian publik sebanyak 3,45 miliar lembar saham senilai Rp1,89 triliun. Periode perdagangan HMETD dimulai dari 28 Oktober 2022 s.d. 8 November 2022.

Gambar 20. Proses *Rights Issue* Adhi



Sumber: Laporan *Rights Issue* PT Adhi Karya (Persero) Tbk. Tahun 2022, diolah

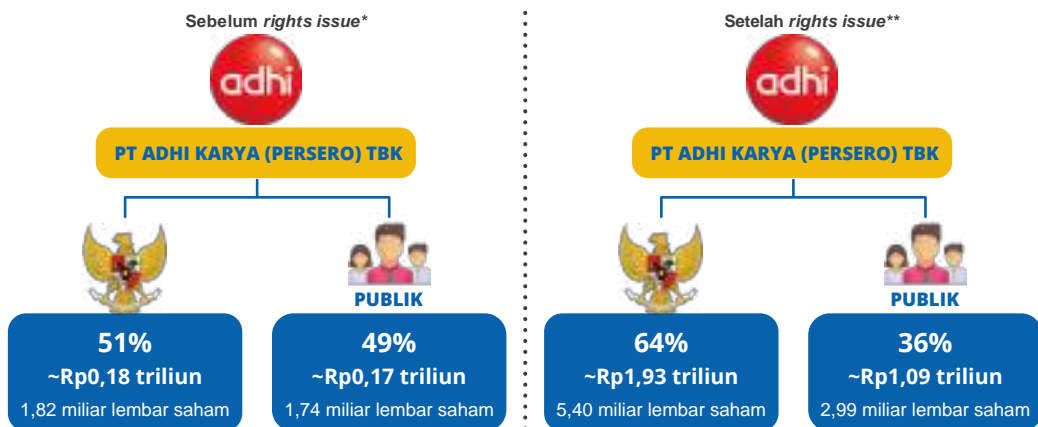
3.4 Hasil Pelaksanaan *Rights Issue*

Pelaksanaan *rights issue* menghasilkan perolehan dana sebesar Rp2,67 triliun dimana Negara mengambil seluruh bagian saham yang menjadi haknya sebanyak 3,59 miliar lembar saham dengan melakukan penambahan PMN sebesar Rp1,98 triliun. Partisipasi publik sebesar 1,25 miliar lembar saham senilai Rp0,69 triliun atau 35,7%. Selain itu, terdapat pemesanan tambahan senilai Rp20,53 juta pada periode penjabatan

saham tambahan. Partisipasi *exercise* menunjukkan investor perorangan domestik mendominasi dalam transaksi *rights issue* dengan persentase sebesar 24,60%, selanjutnya diikuti oleh institusi lokal sebesar 7,30%, institusi asing sebesar 3,80%, dan perorangan asing sebesar 0,10%.

Rights issue meningkatkan jumlah lembar saham yang diterbitkan Adhi dari 3,56 miliar lembar saham menjadi 8,39 miliar lembar saham. Terjadi peningkatan porsi kepemilikan Negara dari 51% menjadi 64% dan penurunan bagian kepemilikan publik dari 49% menjadi 36%.

Gambar 21. Struktur Kepemilikan Saham Adhi Sebelum dan Setelah *Rights Issue*



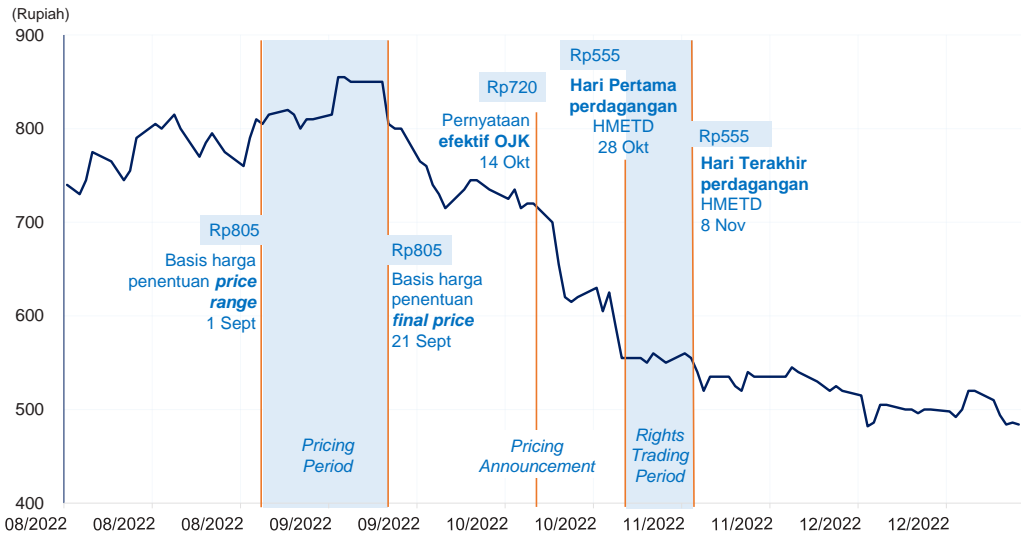
* Nilai saham: modal disetor berdasarkan laporan keuangan Tahun 2021

**Nilai saham: modal disetor sebelum *rights issue* ditambah *proceed* HMETD (sebelum dikurangi biaya emisi)

Sumber: Laporan Keuangan PT Adhi Karya (Persero) Tbk., diolah

Sejak penetapan harga pelaksanaan pada 6 Oktober 2022, harga saham ADHI mengalami fluktuasi, dan pada tanggal diterimanya pernyataan efektif dari OJK menjadi Rp720. Harga penutupan pada hari pertama perdagangan HMETD menjadi Rp555. Jika dibandingkan dengan basis harga perhitungan untuk menetapkan harga pelaksanaan, maka terjadi penurunan harga saham ADHI sebesar 31,06% pada hari pertama perdagangan. Harga pelaksanaan HMETD hanya Rp5 lebih rendah dibandingkan harga penutupan saat hari pertama perdagangan HMETD. Setelah periode perdagangan HMETD, harga saham ADHI menunjukkan tren menurun dengan harga penutupan terendah pada Desember 2022 sebesar Rp482. Pergerakan harga saham ADHI dapat dilihat pada Grafik 3.

Grafik 3. Historis Harga Saham ADHI Periode Agustus s.d. Desember 2022



Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah

3.5 Indikator Kinerja Utama

Indikator kinerja utama yang menjadi penilaian setelah dilakukannya *rights issue* yaitu peningkatan kinerja keuangan, serta penyelesaian pembangunan PSN. Indikator kinerja utama prioritas dapat dilihat pada Gambar 22.

Gambar 22. Indikator Kinerja Utama Prioritas *Rights Issue* Adhi



Sumber: Kajian Bersama Penambahan PMN pada Perusahaan Perseroan PT Adhi Karya (Persero) Tbk. TA 2022



4. PT SEMEN INDONESIA (PERSERO) TBK.

4.1 Latar Belakang dan Tujuan *Rights Issue*

Industri semen mengalami penurunan pendapatan hingga mencapai 2,2% (y-on-y) seiring dengan penurunan permintaan semen sebesar 12,3% akibat terjadinya pandemi Covid-19 pada tahun 2020. Akan tetapi, dengan adanya proyek pembangunan infrastruktur yang kembali berlanjut, industri ini mulai menunjukkan pemulihan di tahun 2021 meskipun belum kembali sepenuhnya. Secara jangka menengah (hingga tahun 2026), industri semen diproyeksikan mengalami pertumbuhan pendapatan sebesar 3,0% per tahun, sejalan dengan permintaan semen nasional yang diproyeksikan akan bertumbuh hingga 5,9% per tahun. Hal ini juga didorong oleh pertumbuhan demografi, meningkatnya kebutuhan perumahan, dan pertumbuhan infrastruktur yang semakin berkembang.

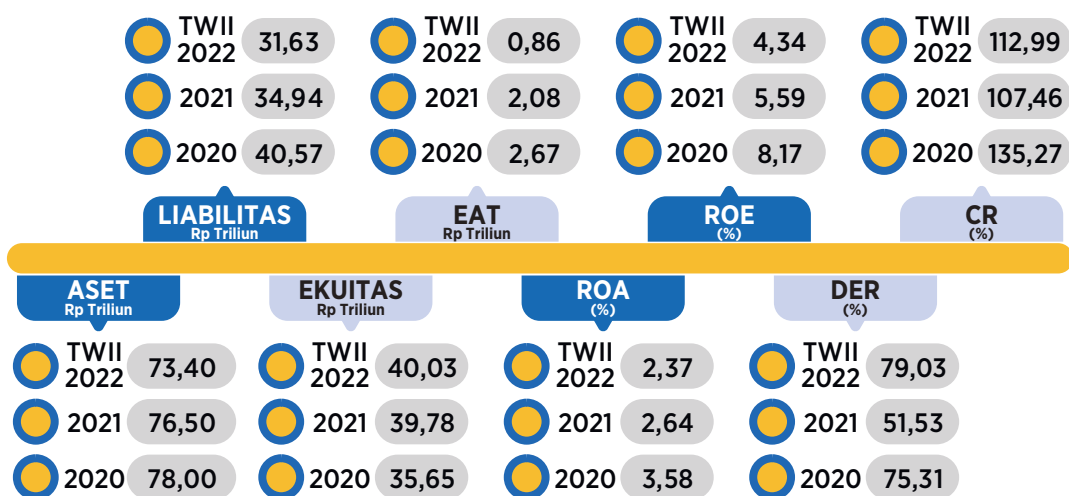
Indonesia memiliki BUMN industri semen terbesar yaitu SIG dan PT Semen Baturaja (Persero) Tbk. (SMBR). Dengan mengintegrasikan kedua BUMN tersebut dalam satu *holding*, maka dapat meningkatkan daya saing BUMN industri semen di pasar global. Selain itu, kompetisi antara SIG dan SMBR sebagai sesama BUMN industri semen juga dapat dihilangkan, khususnya di wilayah Sumatera bagian selatan yang mengalami *oversupply*.

Oleh karena itu, pemerintah menyetujui dilakukannya *rights issue* SIG melalui inbreg saham milik Negara pada SMBR kepada SIG. Integrasi antara SIG dan SMBR akan menciptakan *value creation* senilai Rp1,65 triliun dalam 5 (lima) tahun (2022 s.d. 2026) dengan meningkatnya profitabilitas serta efisiensi berbagai aspek (*marketing* dan penjualan, *supply chain management*, produksi, dan pengadaan).

4.2 Kinerja Keuangan sebelum *Rights Issue*

SIG merupakan *strategic holding company* yang memayungi anak perusahaan di bidang produsen semen, non-semen, dan jasa di seluruh Indonesia dengan kinerja keuangan sebagaimana terlihat pada Gambar 23. Pada triwulan II 2022, total aset mencapai Rp73,40 triliun yang terutama disumbang oleh aset tetap sebesar Rp53,94 triliun, berupa bangunan, jalan, jembatan, pelabuhan, mesin, alat-alat berat dan kendaraan, serta perlengkapan dan peralatan kantor. Total liabilitas mencapai Rp31,63 triliun berkurang Rp3,3 triliun dari tahun 2021. Selama 3 (tiga) tahun terakhir, SIG juga secara konsisten membukukan laba bersih, meskipun pada tahun 2021 sempat turun sebesar Rp592 miliar (y-on-y) yang disebabkan oleh penyesuaian harga jual domestik yang menjadi fokus SIG.

Gambar 23. *Highlight* Kinerja Keuangan SIG Tahun 2020 s.d. Juni 2022



Sumber: Laporan Keuangan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk., diolah



Pabrik PT Semen Gresik (Sumber: Dokumentasi PT Semen Gresik)

4.3 Metode *Rights Issue* dan Penentuan Harga

Komite Privatisasi menyetujui rencana *rights issue* SIG melalui PMHMETD. Pemerintah berpartisipasi melalui inbreng saham seri B milik Negara pada SMBR, sedangkan saham seri A dwiwarna pada SMBR tetap dimiliki oleh Negara. Inbreng saham SMBR memerlukan penilaian nilai pasar wajar saham yang dilakukan oleh KJPP. Dari hasil penilaian KJPP diperoleh nilai pasar wajar saham SMBR sebesar Rp2,84 triliun. Pelaksanaan inbreng diatur melalui Peraturan Pemerintah Nomor 33 Tahun 2022 tentang Penambahan Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia ke Dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan (Persero) PT Semen Indonesia Tbk.

RUPSLB menyetujui jumlah saham yang akan diterbitkan sebanyak-banyaknya 1,07 miliar lembar saham seri B. Selanjutnya ditetapkan rentang jumlah lembar saham yang diterbitkan sebanyak 762 juta s.d. 939 juta lembar saham dengan rentang harga pelaksanaan sebesar Rp5.950 s.d. Rp7.325¹⁰. Penentuan rentang harga pelaksanaan dilakukan berdasarkan *discount to TERP* yang direkomendasikan sebesar 10% s.d. 15%. Memperhatikan pergerakan harga saham SMGR, akhirnya ditetapkan jumlah saham yang diterbitkan sebanyak-banyaknya 846 juta lembar saham dengan harga pelaksanaan sebesar Rp6.600 per lembar saham¹¹ berdasarkan *discount to TERP* 11,90%.

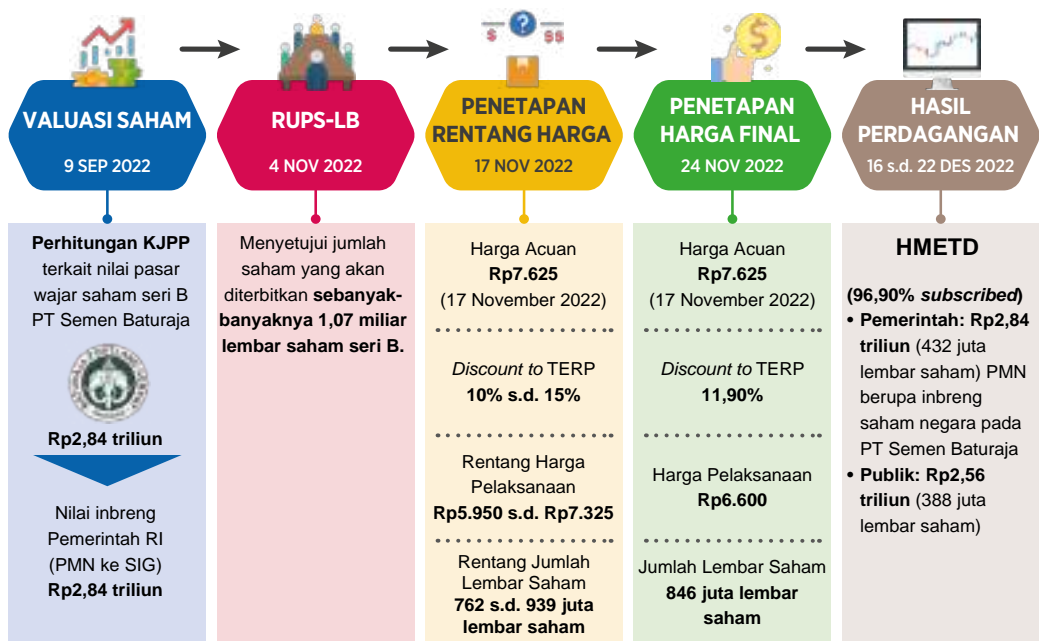
¹⁰ Surat Menteri BUMN Nomor S-745/MBU/11/2022 tentang Penetapan Jenis, Rentangan Jumlah Saham, dan Rentangan Harga Pelaksanaan *Right Issue* PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. tanggal 17 November 2022.

¹¹ Surat Menteri BUMN Nomor S-767/MBU/11/2022 tentang Penetapan Jumlah Saham, Harga Pelaksanaan, dan Rasio Saham *Rights Issue* PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. tanggal 24 November 2022.

Penetapan rentang dan harga pelaksanaan dilakukan dengan pertimbangan: (i) *pricing feedback* dari beberapa investor sebesar Rp6.600 (*discount to TERP* >10%); (ii) preseden *discount to TERP rights issue* BUMN yang pernah dilakukan sebelumnya berkisar 4% s.d. 16%; (iii) penetapan rentang harga dan harga pelaksanaan berdasarkan harga penutupan SMGR 17 November 2022 sebesar Rp7.625, (iv) harga pelaksanaan masih berada di rentang harga yang telah ditetapkan sebelumnya, serta (v) jumlah saham yang akan diterbitkan di bawah hasil putusan RUPSLB.

Atas hal tersebut *rights issue* SIG menawarkan sebanyak-banyaknya 846 juta lembar saham seri B senilai Rp5,58 triliun. Alokasi HMETD bagian pemerintah sebanyak 432 juta lembar saham senilai Rp2,84 triliun, sementara bagian publik sebanyak 414 juta lembar saham senilai Rp2,74 triliun. Periode perdagangan HMETD dimulai dari 16 s.d. 22 Desember 2022.

Gambar 24. Skema Metode *Rights Issue* SIG



Sumber: Laporan *Rights Issue* PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. Tahun 2022, diolah

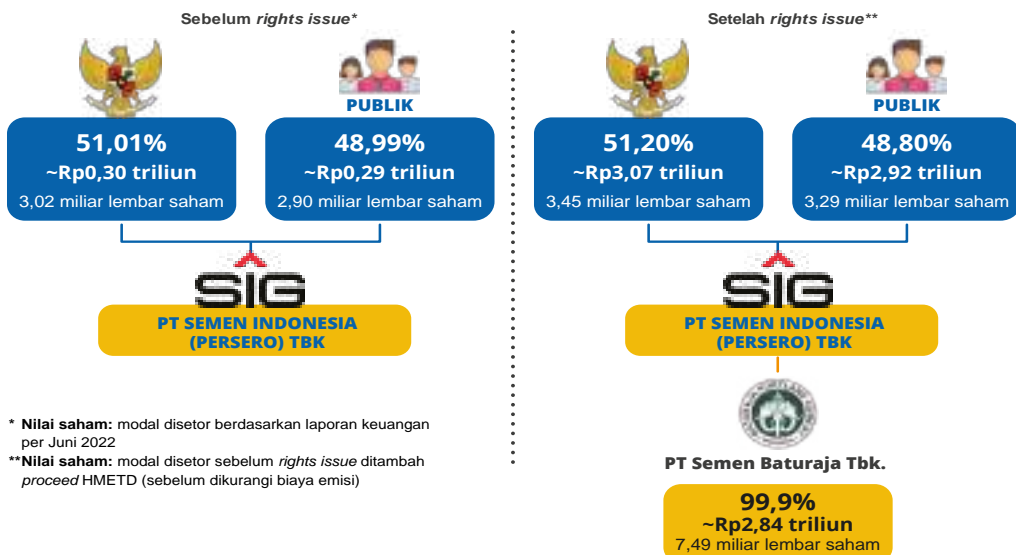
4.4 Hasil Pelaksanaan *Rights Issue*

Saham yang ditawarkan dalam *rights issue* SIG berhasil diserap sebesar 96,90% dengan total *proceed* Rp5,41 triliun dengan rincian eksekusi HMETD bagian pemerintah

sebesar Rp2,84 triliun melalui inbreng saham SMBR, serta partisipasi publik sebesar Rp2,56 triliun. Persentase *exercise* menunjukkan bahwa pemegang saham asing mencatatkan jumlah tertinggi yaitu 64%, dilanjutkan dengan investor domestik 32%, dan pemegang saham lainnya 4%.

Rights issue meningkatkan jumlah saham yang diterbitkan SIG dari 5,92 miliar lembar menjadi 6,74 miliar lembar. Terjadi peningkatan porsi kepemilikan Negara dari 51,01% menjadi 51,20% dan penurunan porsi kepemilikan publik dari 48,99% menjadi 48,80%. Melalui *rights issue* ini, maka SIG memperoleh kepemilikan 99,99% saham seri B pada SMBR senilai Rp2,84 triliun, serta modal tunai dari partisipasi publik sebesar Rp2,56 triliun.

Gambar 25. Struktur Kepemilikan Saham SIG Sebelum dan Setelah *Rights Issue*

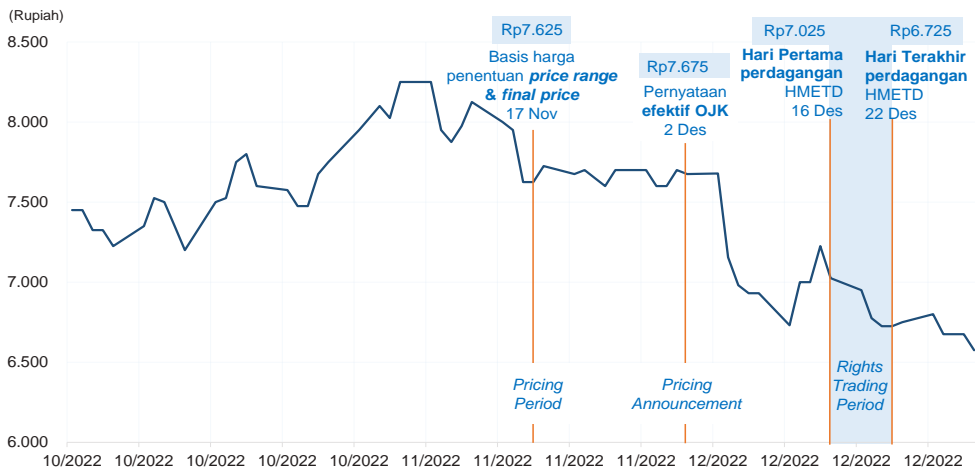


Sumber: Laporan Keuangan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk., diolah

Sejak penetapan harga pelaksanaan pada 24 November 2022, harga saham SMGR mengalami kenaikan menjadi Rp7.675 per 2 Desember 2022 (tanggal pernyataan efektif OJK). Namun harga saham SMGR terus turun hingga periode perdagangan HMETD, menjadi Rp7.025. Jika dibandingkan dengan basis harga perhitungan untuk menetapkan harga pelaksanaan, maka terlihat bahwa terjadi penurunan harga saham SMGR sebesar 7,86% pada hari pertama perdagangan. Namun harga pelaksanaan HMETD masih menarik bagi pemegang saham untuk mengeksekusi haknya karena terdapat selisih Rp425 lebih rendah dibandingkan harga penutupan saat hari pertama perdagangan HMETD. Setelah periode perdagangan HMETD, harga saham SMGR

terus turun dengan harga penutupan terendah pada Desember 2022 sebesar Rp6.575. Pergerakan harga saham SMGR dapat dilihat pada Grafik 4.

Grafik 4. Historis Harga Saham SMGR Periode Oktober s.d. Desember 2022



Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah

4.5 Indikator Kinerja Utama

Setelah dilakukan penambahan modal pada SIG maka ditetapkan indikator kinerja utama yang harus dicapai oleh SIG antara lain profitabilitas, kontribusi penerimaan negara, dan penurunan jumlah pinjaman. Untuk lebih rinci dapat dilihat pada Gambar 26.

Gambar 26. Indikator Kinerja Utama Prioritas Holding Sub-Klaster Semen



Sumber: Kajian Bersama PMN ke Dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. Dalam Rangka Konsolidasi Holding BUMN Semen



5. PT GARUDA INDONESIA (PERSERO) TBK.

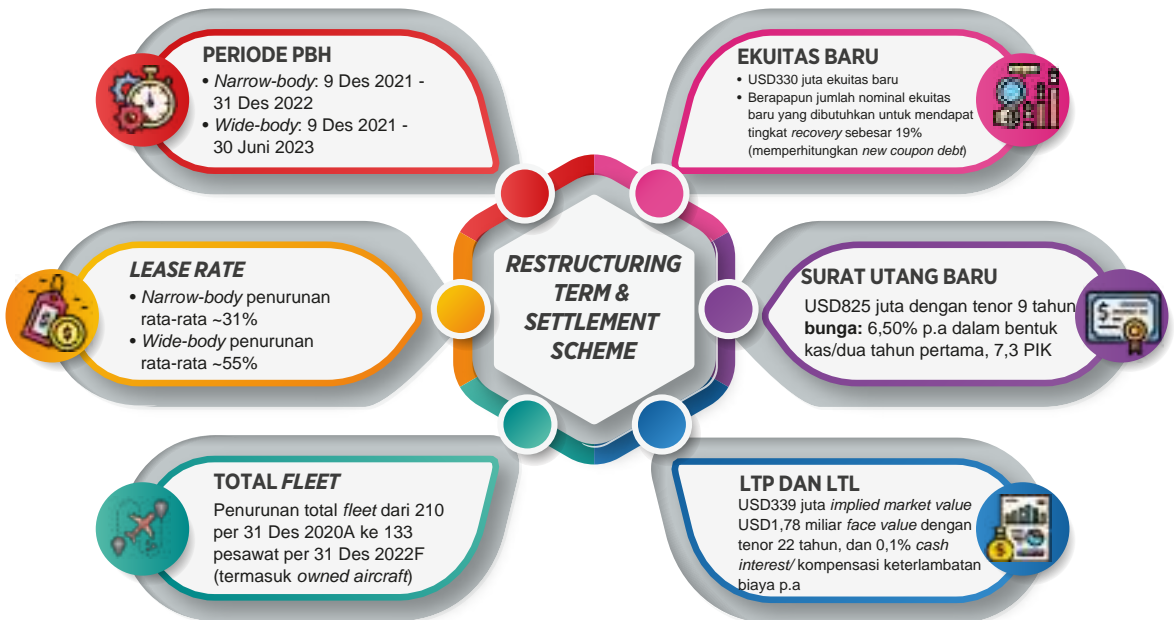
5.1 Latar Belakang dan Tujuan *Rights Issue*

Garuda Indonesia merupakan *national flag carrier* yang melayani penerbangan domestik maupun internasional. BUMN ini cukup menjadi perhatian publik karena kinerja keuangannya terus menunjukkan kerugian dan jumlah utang yang sangat tinggi. Kondisi ini diperparah dengan adanya pandemi Covid-19 yang menurunkan pendapatan menjadi USD1.337 juta per 31 Desember 2021 (-67,4% y-on-y) dan membukukan kerugian sebesar USD4,1 juta yang menyebabkan ekuitas menjadi negatif USD6.110 juta, sementara total kewajiban mencapai USD13.302 juta. Hal ini mencerminkan terjadinya penurunan likuiditas dan solvabilitas, sehingga secara teknis dinyatakan bangkrut (*technically bankrupt*).

Kondisi tersebut, mendorong PT My Indo Airlines mengajukan permohonan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) ke Pengadilan Niaga Jakarta namun ditolak. Gugatan selanjutnya diajukan oleh PT Mitra Buana Korporindo dan dikabulkan pengadilan pada 9 Desember 2021. Dengan demikian, Garuda Indonesia harus menyusun proposal perdamaian untuk dinegosiasikan dengan para kreditur

yang mencakup rencana restrukturisasi perusahaan baik secara operasional maupun keuangan. Proposal tersebut disetujui oleh mayoritas kreditur sehingga menghasilkan kesepakatan perdamaian (homologasi) yang disahkan pada 27 Juni 2022. Kesepakatan homologasi tersebut mencakup: 1) Restrukturisasi utang kreditur yang tertera di Daftar Piutang Tetap (DPT) akan diselesaikan dengan cara: a) tagihan yang dibawah Rp255 juta akan dilunasi melalui arus kas dan b) tagihan di atas Rp255 juta akan memperoleh surat utang dan ekuitas baru; 2) Restrukturisasi *term* kontrak pesawat dengan penurunan *lease rate* dan penerapan *Power By the Hour* (PBH); dan 3) Rencana bisnis baru dengan fokus pada rute-rute *profitable*. Secara rinci ketentuan restrukturisasi dan skema penyelesaian dapat dilihat pada Gambar 27.

Gambar 27. Ketentuan Restrukturisasi dan Skema Penyelesaian



Sumber: PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

Setelah disetujuinya ketentuan restrukturisasi dan skema penyelesaian utang sebagaimana Gambar 27, utang Garuda Indonesia menurun secara signifikan dengan *haircut* sebesar 48,41%. Secara rinci dapat dilihat pada Gambar 28.

Gambar 28. Komparasi Utang Garuda Indonesia *Pre* dan *Post* PKPU

Kreditur	Skema	Pre-PKPU (juta USD)	Post-PKPU (juta USD)
Utang Pajak, Regulator, AirNav (terbatas pada PNBP), <i>Employee Benefit Obligations</i> & Utang Karyawan Vendor Lainnya < Rp 255 juta	Dilunasi secara bertahap melalui arus kas operasional Perseroan (100% <i>recovery</i>)	588	588
OWK, Sukuk, <i>Lessors</i> , MRO <i>Vendors</i> dan Vendor Lainnya > Rp 255 juta	Dikonversi menjadi Ekuitas Baru dan <i>New Coupon Debt</i> / <i>New Sukuk</i> / Tagihan Utang Lokal	7.627	3.621
<i>Finance Lease</i> (EDC)	Penjualan atau pengalihan aset pembiayaan, sisa utang diselesaikan dengan skema pemberian Ekuitas Baru dan <i>New Coupon Debt</i> (jika ada)	49	9
LPEI, Himbara dan Bank Swasta	Dimodifikasi menjadi <i>Long Term Loan</i> (LTL)	1.068	83
Pertamina, AP1, AP2, Airnav, BUMN, anak BUMN lainnya dan AirNav (selain utang PNBP)	Dimodifikasi menjadi <i>Long Term Payables</i> (LTP)	721	39
Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA)	Dimodifikasi dengan <i>payment schedule</i> yang diperpanjang hingga 10 tahun	65	65
TOTAL		10.118	4.405

Sumber: PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk

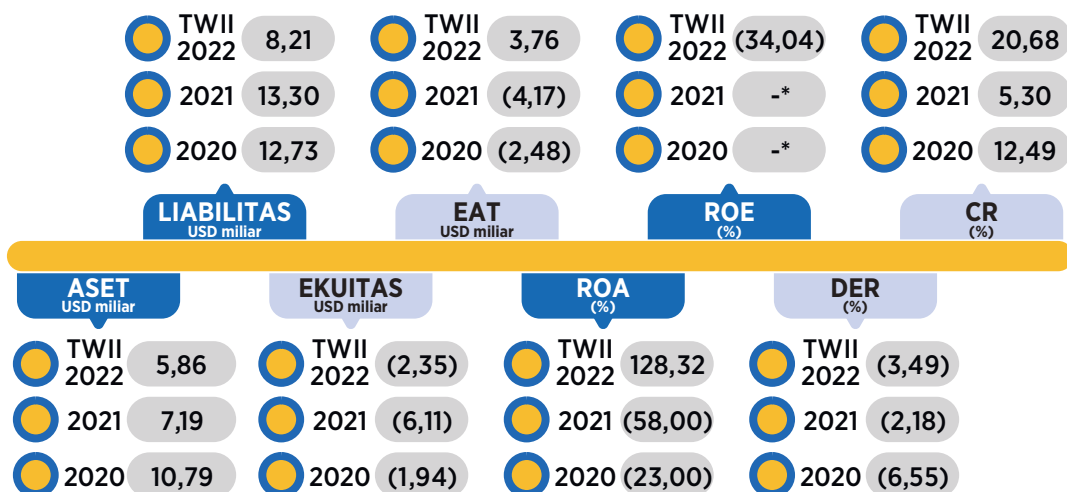
Untuk menjalankan kesepakatan homologasi dan menjaga *going concern* perusahaan selama masa restrukturisasi, Garuda Indonesia membutuhkan dana sebesar USD863 juta. Dana tersebut ditargetkan dipenuhi dari penambahan PMN sebesar USD505 juta dan *strategic investor* (termasuk dana publik) sebesar USD358 juta. Dalam rangka penambahan modal, maka Garuda Indonesia melakukan penerbitan saham baru.

5.2 Kinerja Keuangan sebelum *Rights Issue*

Setelah disahkannya proposal perdamaian/homologasi dalam PKPU, kondisi keuangan Garuda Indonesia mulai membaik. Berdasarkan laporan keuangan triwulan II 2022 yang telah diaudit, Garuda Indonesia membukukan pendapatan usaha sebesar USD878,70 juta, meningkat 26,1% (y-on-y). Selain itu, Garuda Indonesia juga membukukan pendapatan dari restrukturisasi utang sebesar USD2,85 miliar dan

berhasil menurunkan beban operasional terhadap pendapatan sebesar 52% dampak dari penerapan PBH, sehingga perusahaan mampu membukukan laba sebelum pajak sebesar USD4 miliar dan laba bersih tahun berjalan senilai USD3,76 miliar. Total liabilitas sebesar USD8,21 miliar atau turun 62% dari kondisi 31 Desember 2021. Sedangkan ekuitas sebesar negatif USD2,35 miliar atau naik 61,53% dari tahun lalu. Garuda Indonesia juga berhasil meningkatkan kas menjadi USD130,53 miliar. *Highlight* kinerja keuangan Garuda Indonesia dapat dilihat pada Gambar 29.

Gambar 29. *Highlight* Kinerja Keuangan Garuda Indonesia Tahun 2020 s.d. Juni 2022



*) Nilainya tidak dapat diinterpretasikan dengan wajar

Sumber: Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk., diolah

5.3 Metode *Rights Issue* dan Penentuan Harga

Komite Privatisasi menyetujui rencana *rights issue* Garuda Indonesia melalui skema PMHMETD dan PMTHMETD untuk mengonversi utang kepada kreditur dengan nilai tagihan lebih dari Rp255 juta. Harga pelaksanaan *rights issue* sesuai dengan kesepakatan perdamaian/homologasi harus menggunakan nilai pasar wajar yang dihitung oleh penilai independen/KJPP. Metode penilaian menggunakan metode *Sum-of-the-Parts Valuation* (SOTP) untuk mengkonsolidasikan induk perusahaan dan 6 (enam) entitas anak perusahaannya. Masing-masing entitas dinilai dengan pendekatan pendapatan dengan metode diskonto arus kas dengan bobot penilaian 90%, dan pendekatan pasar dengan metode pembandingan perusahaan tercatat dengan bobot 10%.



Sumber: Dokumentasi PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

Pendekatan Pendapatan dengan metode diskonto arus kas (*Discounted Cash Flow*) digunakan karena kegiatan usaha yang dilaksanakan oleh Garuda Indonesia di masa depan masih akan berfluktuasi sesuai proyeksi usaha perusahaan. Sedangkan pendekatan Pasar dengan metode perbandingan perusahaan tercatat di bursa efek (*guideline publicly traded company method*) digunakan untuk memperoleh perbandingan dari perusahaan sejenis.

Dengan menggunakan nilai tertimbang dan diskon marketabilitas¹², diperoleh nilai pasar saham Garuda Indonesia (induk) sebesar USD171,14 juta dan untuk entitas anak sebesar USD184,32 juta, sehingga secara konsolidasian nilai pasar saham Garuda Indonesia sebesar USD355,72 juta atau Rp196 per lembar saham. Berdasarkan nilai tersebut, ditetapkan rentang harga pelaksanaan sebesar Rp182 s.d. Rp210¹³ dan harga nominal final saham sebesar Rp196¹⁴. Harga tersebut akan digunakan sebagai harga pelaksanaan pada HMETD dan tanpa HMETD.

RUPSLB menyetujui jumlah lembar saham yang akan diterbitkan oleh Garuda Indonesia sebanyak-banyaknya 96,54 miliar lembar saham seri C¹⁵ senilai Rp18,92 triliun. Saham ini akan didistribusikan pada PMHMETD sebanyak-banyaknya 68,07

¹² POJK No. 14/POJK.04/2020.

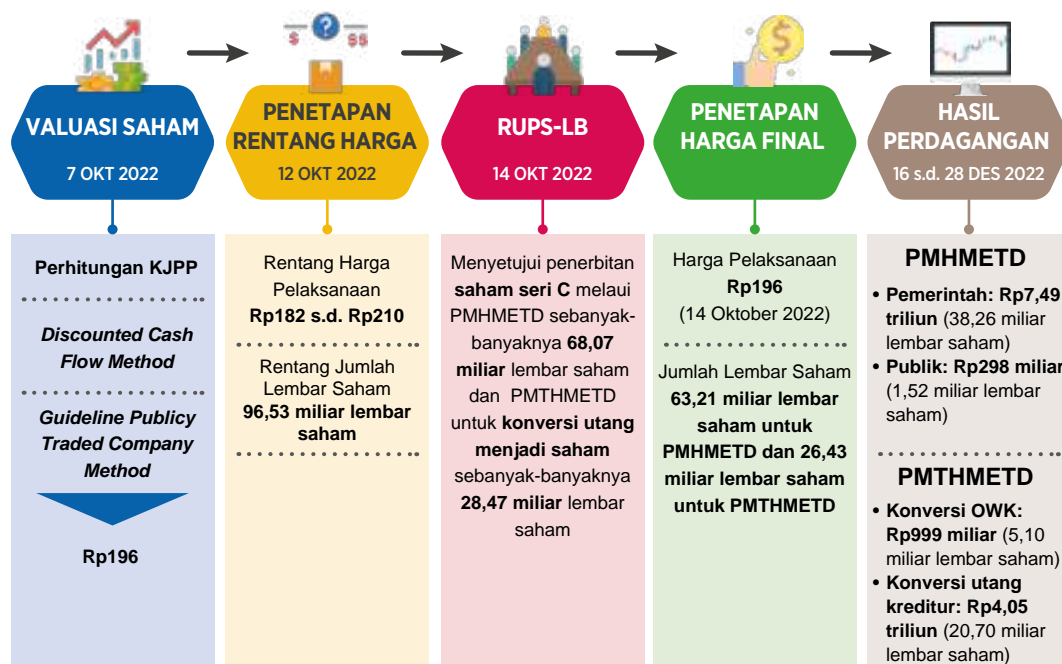
¹³ Surat Menteri BUMN nomor S-654/MBU/10/2022 tanggal 12 Oktober 2022.

¹⁴ Surat nomor Garuda/Dekom-152/2022 tanggal 9 November 2022.

¹⁵ Berdasarkan hasil RUPSLB pada 14 Oktober 2022 dengan agenda menghasilkan persetujuan atas peningkatan modal dasar, modal ditempatkan dan modal disetor perseroan terkait penerbitan saham baru.

miliar lembar senilai Rp13,34 triliun dan pada PMTHMETD sebanyak-banyaknya 28,47 miliar lembar saham senilai Rp5,58 triliun. Pemerintah akan mengambil haknya secara keseluruhan melalui penambahan PMN senilai Rp7,5 triliun¹⁶. Periode perdagangan dengan HMETD dilaksanakan pada 16 s.d. 22 Desember 2022, sedangkan untuk tanpa HMETD pada 28 Desember 2022.

Gambar 30. Proses *Rights Issue* Garuda Indonesia



Sumber: Laporan *Rights Issue* PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Tahun 2022, diolah

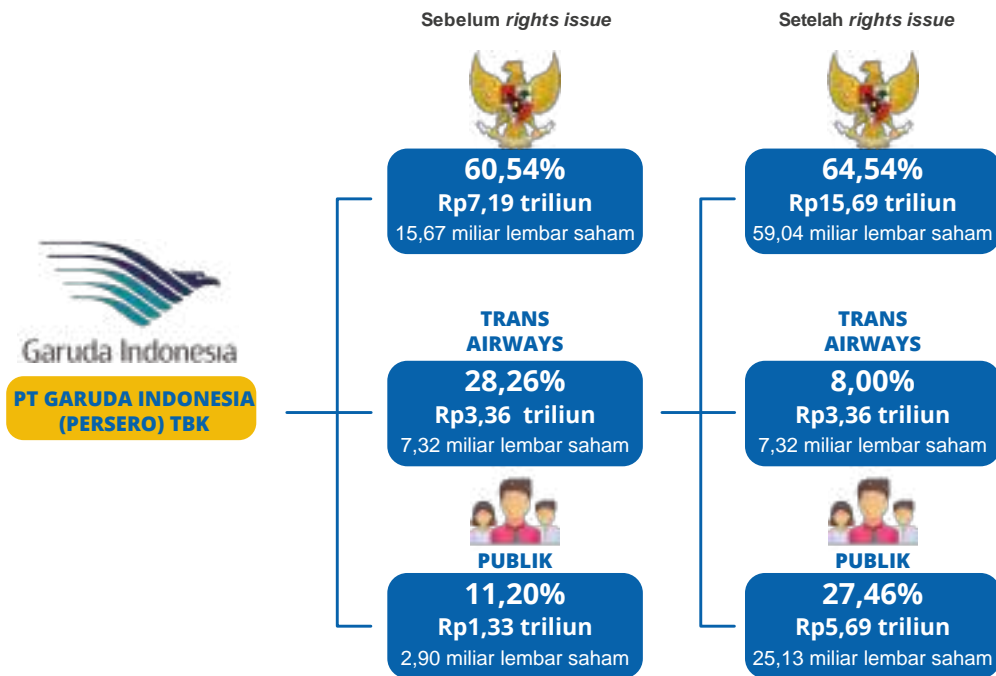
5.4 Hasil Pelaksanaan *Rights Issue*

Pada PMHMETD, pemerintah mengambil seluruh bagian yang menjadi haknya sebanyak 38,27 miliar lembar saham melalui penambahan PMN senilai Rp7,49 triliun, sementara publik berpartisipasi sebanyak 1,52 miliar lembar saham senilai Rp298 miliar. Untuk PMTHMETD dilakukan konversi sebanyak 25,81 miliar lembar saham senilai Rp5,05 triliun terdiri dari Obligasi Wajib Konversi (OWK) sebanyak 5,10 miliar lembar saham senilai Rp1 triliun dan sisanya merupakan konversi utang kreditur. Atas transaksi PMTHMETD, Garuda Indonesia tidak menerima dana secara tunai karena merupakan bagian dari penyelesaian pinjaman dan/atau kewajiban keuangan Perseroan kepada kreditur.

¹⁶ Berdasarkan PP Nomor 43 Tahun 2022.

Rights issue meningkatkan jumlah saham Garuda Indonesia dari 25,89 miliar lembar saham menjadi 91,48 miliar lembar saham. Terjadi peningkatan porsi kepemilikan Negara dari 60,54% menjadi 64,54% dan porsi kepemilikan publik dari 11,20% menjadi 27,46%. Sementara itu, Trans Airways sebagai salah satu pemegang saham utama, terdilusi dari 28,26% menjadi 7,99% karena tidak mengambil haknya dalam *rights issue*. Perubahan komposisi kepemilikan saham dapat dilihat pada Gambar 31.

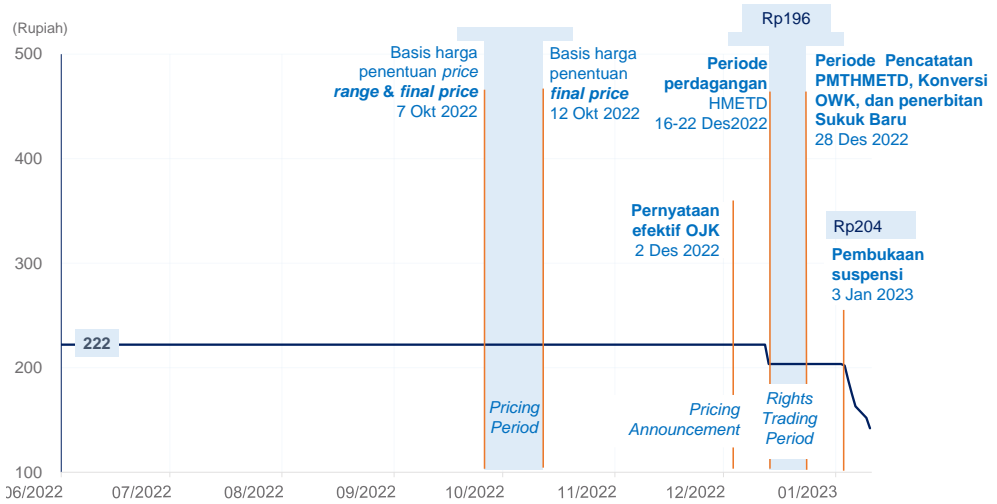
Gambar 31. Struktur Kepemilikan Saham GIAA Sebelum dan Setelah *Rights Issue*



Sumber: PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

Setelah menyelesaikan proses *rights issue*, suspensi saham GIAA dibuka per tanggal 3 Januari 2023 dengan harga Rp204 per lembar saham. Harga pasar saham GIAA sempat naik hingga Rp224 per lembar saham, namun terus turun hingga berada di bawah harga *rights issue*. Per 10 Januari 2023 harga pasar saham GIAA berada pada level Rp142 per lembar saham. Pergerakan harga saham GIAA dapat dilihat pada Grafik 5.

Grafik 5. Historis Harga Saham GIAA Periode Juni 2022 s.d. 10 Januari 2023



Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah

5.5 Indikator Kinerja Utama

Setelah dilakukan penambahan modal pada Garuda Indonesia ditetapkan indikator kinerja utama yang harus dicapai antara lain: realisasi kegiatan yang didanai dari hasil penambahan modal, penurunan *lease rate*, penetapan PBH, optimalisasi rute, optimalisasi pendapatan kargo, dan EBITDA.

Gambar 32. Indikator Kinerja Utama Prioritas *Rights Issue* Garuda Indonesia



Sumber: Kajian Bersama Penambahan Penyertaan Modal Negara Pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Tahun Anggaran 2022



F. PT BANK TABUNGAN NEGARA (PERSERO) TBK.

6.1 Latar Belakang dan Tujuan *Rights Issue*

BTN memiliki posisi strategis pada sektor perumahan nasional yang ditunjukkan oleh pangsa pasar Kredit Pemilikan Rumah (KPR) tahun 2021 mencapai 39% dari total KPR Nasional dan 85% dari total KPR Subsidi. Melihat signifikannya peran BTN pada sektor perumahan maka diperlukan dukungan permodalan yang kuat. CAR BTN berada di bawah rata-rata 10 (sepuluh) bank terbesar, dimana per 31 Desember 2021 tercatat sebesar 19,1% dengan CAR *tier 2* (modal tambahan) mencapai 4,6% dari total modalnya, sementara rata-rata CAR *tier 2* dari 10 (sepuluh) bank terbesar berkisar 2%. Selain itu, Surat Edaran OJK Nomor 24/SEOJK.03/2021 mengenai mengenai perubahan perhitungan ATMR dan berakhirnya relaksasi sesuai Peraturan OJK Nomor 48/POJK.03/2020 akan menyebabkan CAR BTN turun menjadi 12,2%, dibawah CAR minimum yang harus yang dipelihara sebesar 15,4% (berdasarkan posisi keuangan pada Semester I 2022).

Oleh karena itu, dilakukan penambahan modal kepada BTN dengan *rights issue* sebesar Rp4,13 triliun. *Rights issue* BTN bertujuan untuk meningkatkan kapasitas penyaluran KPR dan memperkuat struktur permodalan perusahaan. Melalui *rights issue* ini BTN menargetkan dapat menyalurkan KPR sebanyak 1,3 juta unit dari tahun 2021 sampai dengan 2025.

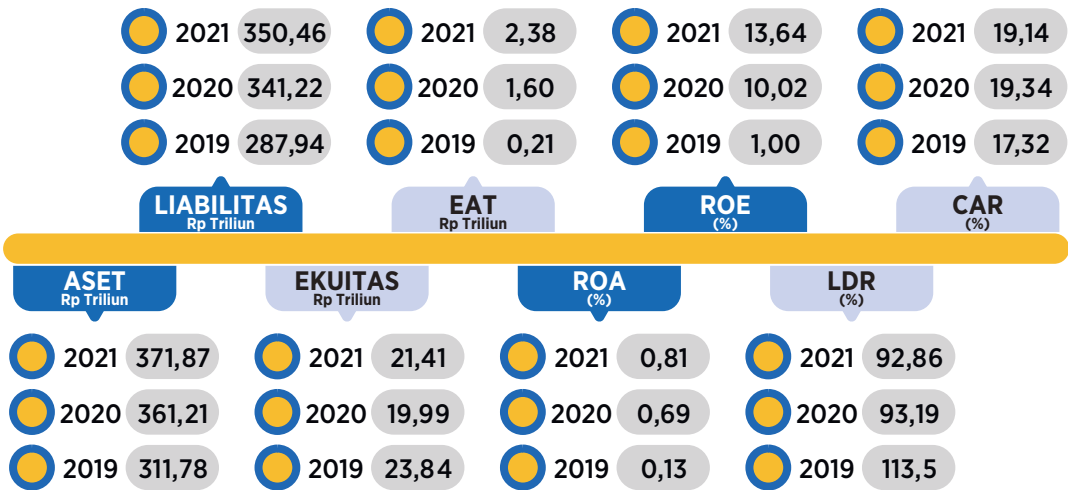


6.2 Kinerja Keuangan sebelum *Rights Issue*

BTN merupakan bank hipotek¹⁷ terbesar di Indonesia dengan kinerja keuangan pada tahun 2021 sebagaimana Gambar 33. Total aset sebesar Rp371,87 triliun dengan aset produktif berupa kredit yang diberikan sebesar Rp247,28 triliun. Penyaluran kredit BTN didominasi oleh KPR sebesar 76,6%. Liabilitas BTN mencapai Rp350,46 triliun dengan simpanan nasabah (dana pihak ketiga) sebesar Rp295,98 triliun. Selain itu, deposito berjangka berkontribusi 48,6% sebagai sumber pendanaan. BTN juga secara konsisten mencatat laba bersih dan mampu mempertahankan pertumbuhan laba pada 2019 s.d. 2021.

¹⁷ Pinjaman yang berkaitan dengan perumahan

Gambar 33. *Highlight* Kinerja Keuangan BTN Tahun 2019 s.d. 2021



Sumber: Laporan Keuangan PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.

6.3 Metode *Rights Issue* dan Penentuan Harga

Komite Privatisasi menyetujui rencana *rights issue* BTN sebesar Rp4,13 triliun melalui PMHMETD. Pemerintah berpartisipasi penuh melalui penambahan PMN kepada BTN sebesar Rp2,48 triliun. RUPSLB menyetujui penerbitan saham baru sebanyak-banyaknya 4,60 miliar lembar saham seri B. Selanjutnya ditetapkan rentang jumlah lembar saham yang diterbitkan sebanyak 3,07 miliar s.d. 3,92 miliar lembar saham dengan rentang harga pelaksanaan sebesar Rp1.055 s.d. Rp1.345 per lembar saham¹⁸. Penentuan harga pelaksanaan dilakukan berdasarkan *discount to TERP* yang direkomendasikan sebesar 10% s.d. 24,54%. Memperhatikan pergerakan harga saham BBTN, Menteri BUMN menetapkan jumlah saham yang diterbitkan pada *rights issue* BTN sebanyak-banyaknya 3,44 miliar lembar saham dengan harga pelaksanaan sebesar Rp1.200 per lembar saham¹⁹ berdasarkan *discount to TERP* sebesar 17% per tanggal 15 November 2022.

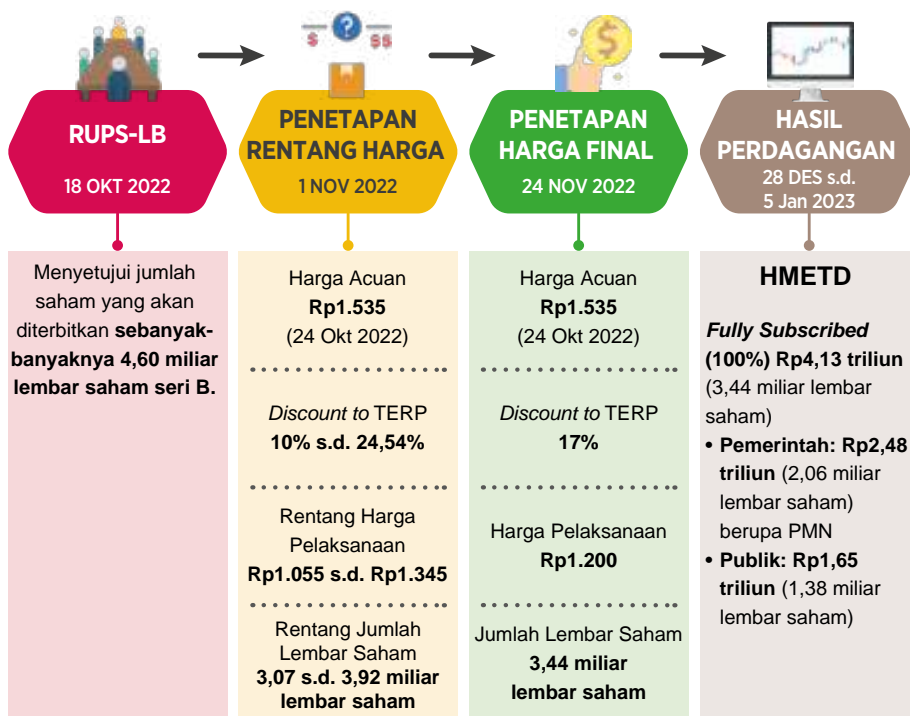
¹⁸ Surat Menteri BUMN Nomor SR-699/MBU/11/2022 tanggal 1 November 2022 tentang Penetapan Jenis Saham, Rentang Harga Saham, Rentang Jumlah Saham yang Diterbitkan dalam rangka Penambahan Modal dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.

¹⁹ Surat Menteri BUMN Nomor SR-764/MBU/11/2022 tanggal 24 November 2022 Penetapan Jumlah Saham dan Harga Pelaksanaan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.

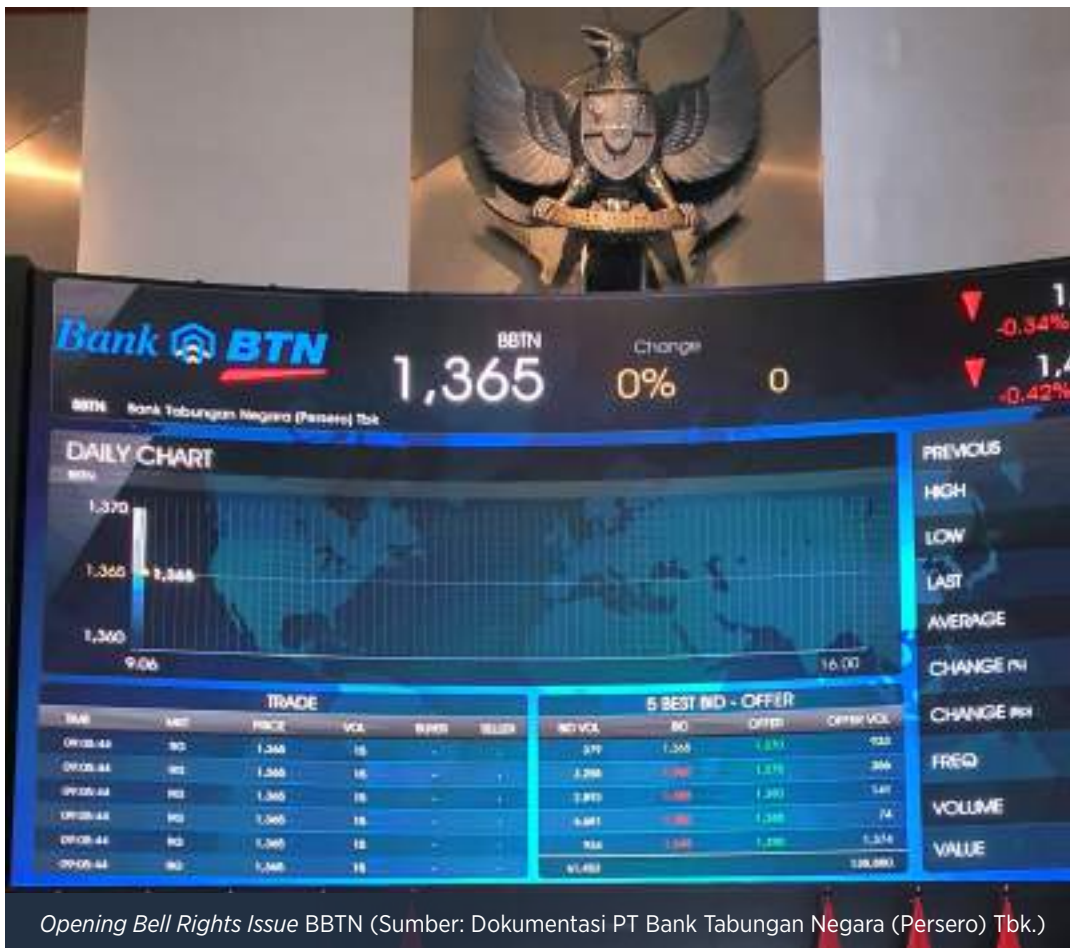
Penetapan rentang dan harga pelaksanaan mempertimbangkan: (i) rata-rata preseden *discount to TERP rights issue* BUMN selama 2015 s.d. Oktober 2022 sebesar 15,39% atau pada rentang 8,8% s.d. 25,2%; (ii) *discount to TERP* yang direkomendasikan masih dalam kisaran yang umumnya diberikan pada *rights issue* di Indonesia; (iii) *feedback* investor menilai rentang harga yang diberikan menarik dan relatif murah; (iv) harga penutupan BBTN 24 Oktober 2022 sebesar Rp1.535 (basis penentuan rentang harga) dan harga penutupan pada 15 November 2022 sebesar Rp1.525 (basis penentuan harga pelaksanaan); serta (v) jumlah saham yang akan diterbitkan masih di bawah hasil putusan RUPSLB.

Atas hal tersebut *rights issue* BTN menawarkan sebanyak-banyaknya 3,44 miliar lembar saham seri B senilai Rp4,13 triliun. Sebanyak 2,06 miliar lembar saham merupakan alokasi HMETD bagian pemerintah senilai Rp2,48 triliun dan 1,38 miliar lembar saham merupakan alokasi HMETD bagian publik senilai Rp1,65 triliun. HMETD diperdagangkan mulai dari 28 Desember 2022 s.d. 5 Januari 2023.

Gambar 34. Proses *Rights Issue* BTN



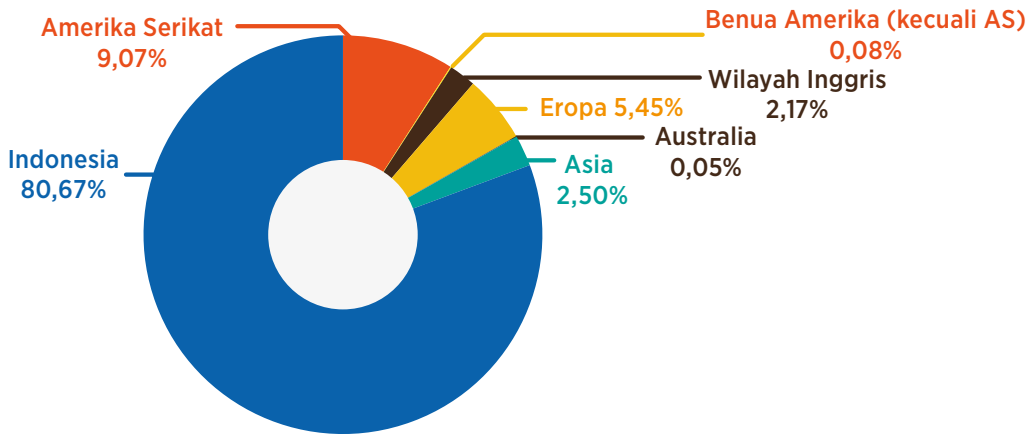
Sumber: Laporan *Rights Issue* PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. Tahun 2023, diolah



6.4 Hasil Pelaksanaan *Rights Issue*

Rights issue BTN berhasil diserap secara penuh (*fully subscribed*) dengan total *proceed* hingga Rp4,13 triliun. Selain itu, terjadi *oversubscribe* sebanyak 621 juta lembar saham atau 18,02% terhadap jumlah saham baru yang diterbitkan. Persentase *exercise* menunjukkan bahwa investor retail domestik mencatat kontribusi paling tinggi yaitu 50,34% dari total *proceed*, diikuti dengan institusi domestik sebesar 30,33% dan investor asing sebesar 19,32%. Tercatat investor ritel domestik melakukan *exercise* paling signifikan yaitu 185,26% atau 693,56 juta lembar saham baru, lebih banyak dari jatah yang seharusnya pada saat *cum-date* yaitu hanya sebesar 374,38 juta lembar. Selain itu, persentase *exercise* tertinggi berdasarkan wilayah yaitu Indonesia, Amerika Serikat, Eropa, dan Asia. Partisipasi *exercise rights issue* BTN berdasarkan wilayah dapat dilihat pada Gambar 35.

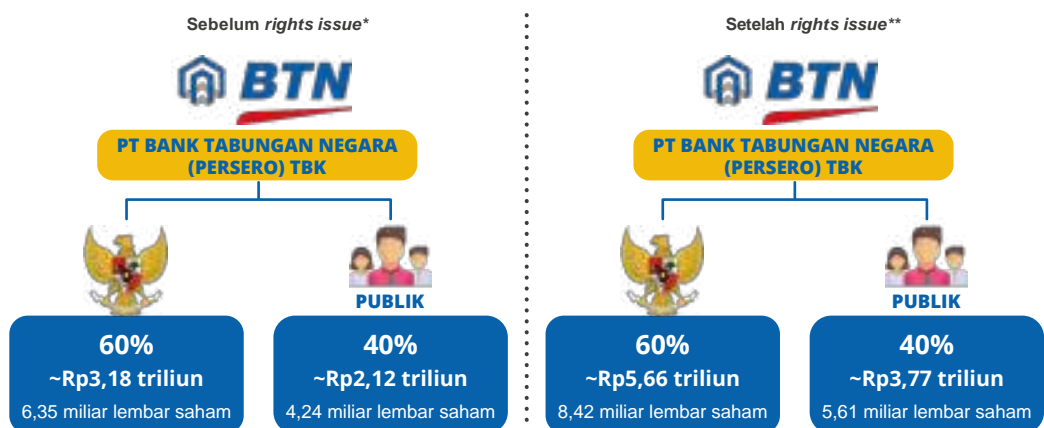
Gambar 35. Partisipasi *Exercise Rights Issue* BTN Berdasarkan Wilayah



Sumber: Laporan Hasil Pelaksanaan *Rights Issue* PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. Tahun 2023

Rights issue meningkatkan jumlah saham yang diterbitkan BTN dari 10,59 miliar lembar saham menjadi 14,03 miliar lembar saham. Pasca *rights issue* tidak terdapat perubahan kepemilikan saham, di mana pemerintah tetap menjadi pemegang saham mayoritas sebesar 60% dan porsi kepemilikan publik tetap 40%. Struktur kepemilikan saham BTN sebelum dan pasca *rights issue* dapat dilihat pada Gambar 36.

Gambar 36. Struktur Kepemilikan Saham BTN Sebelum dan Setelah *Rights Issue*



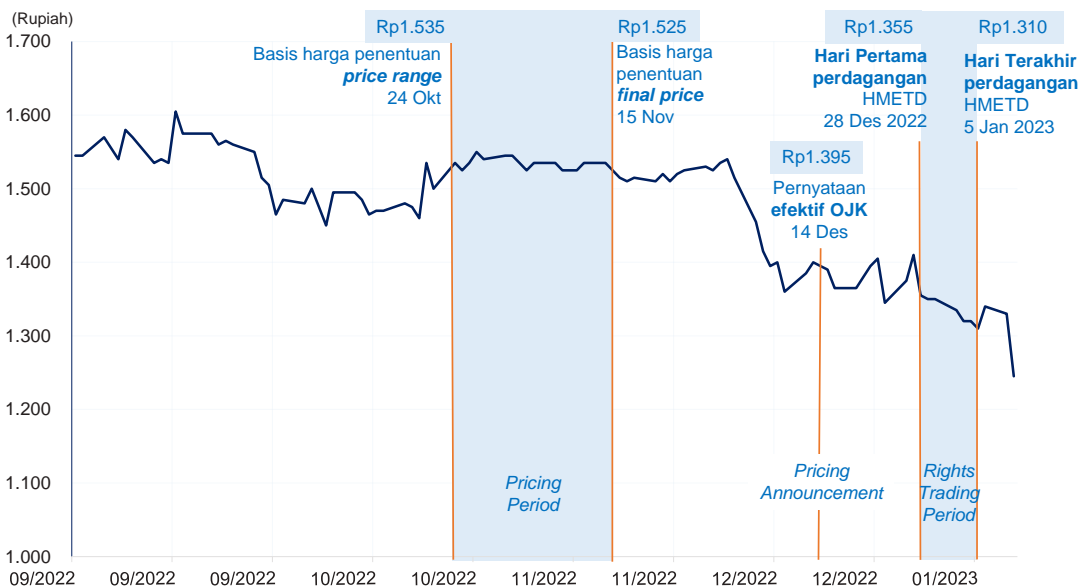
* Nilai saham: modal disetor berdasarkan laporan keuangan Tahun 2021

**Nilai saham: modal disetor sebelum *rights issue* ditambah *proceed* HMETD (sebelum dikurangi biaya emisi)

Sumber: Laporan Keuangan PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk., diolah

Sejak penetapan harga pelaksanaan pada 24 November 2022, harga saham BBTN mengalami penurunan pada tanggal diterimanya pernyataan efektif dari OJK menjadi Rp1.395. Harga saham BBTN terus turun hingga periode perdagangan HMETD menjadi Rp1.355. Jika dibandingkan dengan basis harga perhitungan untuk menetapkan harga pelaksanaan, maka terlihat bahwa terjadi penurunan harga saham BBTN sebesar 8,52% pada tanggal diterimanya pernyataan efektif dari OJK dan penurunan sebesar 11,15% pada hari pertama perdagangan HMETD. Namun harga pelaksanaan HMETD masih cukup menarik bagi pemegang saham untuk mengeksekusi haknya, karena terdapat selisih Rp155 lebih rendah dibandingkan harga penutupan saat hari pertama perdagangan HMETD. Setelah periode perdagangan HMETD, harga saham BBTN pada 10 Januari 2023 sebesar Rp1.245. Pergerakan harga saham BBTN dapat dilihat pada Grafik 6.

Grafik 6. Historis Harga Saham BBTN Periode September 2022 s.d. 10 Januari 2023

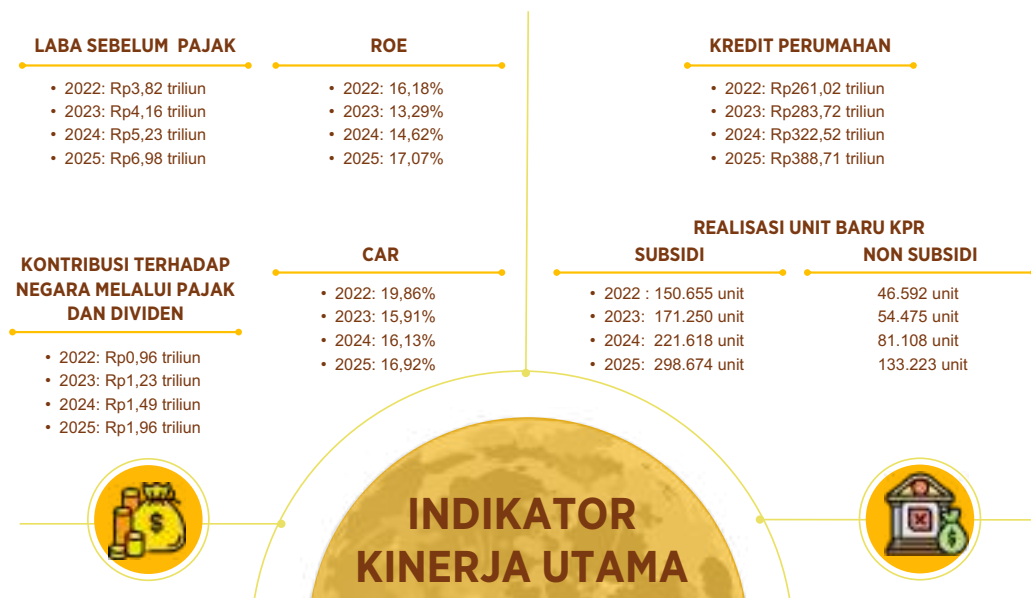


Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah

6.5 Indikator Kinerja Utama

Indikator kinerja utama yang menjadi penilaian setelah dilakukannya *rights issue* yaitu meningkatnya profitabilitas dan kinerja keuangan perusahaan, penyaluran KPR, kontribusi pajak dan dividen, serta terciptanya inovasi bisnis yang mendukung pengembangan sektor perumahan. Indikator kinerja utama prioritas yang menjadi penilaian dari *rights issue* BTN dapat dilihat pada Gambar 37.

Gambar 37. Indikator Kinerja Utama Prioritas *Rights Issue* BTN



Sumber: Kajian Bersama PMN kepada PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. TA 2022





C

*LESSON
LEARNED*





1. Penetapan Harga Pelaksanaan: Sektor Usaha, Kondisi Fundamental, Sentimen Pasar, dan *Discount to TERP*

Nilai saham merupakan refleksi dari penilaian investor terhadap kondisi fundamental (kinerja keuangan dan prospek usaha). Pada periode 2021 s.d. 2022 sektor usaha yang cenderung diminati oleh investor adalah jasa keuangan, konsumen, dan kesehatan. Sedangkan untuk sektor konstruksi dan transportasi cenderung dihindari. Investor akan memilih berinvestasi pada perusahaan yang terbukti memiliki kondisi fundamental yang baik yang diukur dari kinerja keuangan beberapa tahun terakhir. Selain itu, pemberitaan mengenai kondisi geopolitik, perekonomian baik domestik maupun global akan mempengaruhi sentimen pasar terhadap investasi di pasar modal.

Nilai saham tersebut akan menjadi acuan dalam simulasi harga pelaksanaan yang merepresentasikan besaran *discount to TERP* yang menarik dan memiliki selisih yang cukup signifikan dengan harga saham di pasar. *Discount to TERP* akan merangsang minat investor untuk mengambil haknya dalam *rights issue*, dengan tujuan saham baru yang diterbitkan dapat terserap seluruhnya. Penentuan besaran *discount to TERP* mempertimbangkan preseden di bursa domestik dan/atau internasional, sektor industri sejenis, dan *buffer* terhadap kondisi pasar. Adapun preseden *discount to TERP* pada saat tanggal efektif *rights issue* BUMN berada pada kisaran 7,14% s.d. 27,15% dengan rata-rata diskon sebesar 12,24%²⁰. Sedangkan *rights issue* BUMN tahun 2021

²⁰ Analisis BNI Sekuritas pada *rights issue* 12 BUMN dalam kurun waktu 2015 s.d. 2022.

s.d. 2022 *discount to TERP on pricing period* yang ditetapkan berkisar 10% s.d. 17% dengan rata-rata sebesar 13,50%. Harga pelaksanaan, *discount to TERP*, dan angka dilusi kepemilikan saham jika pemegang saham tidak mengambil HMETD dalam *rights issue* BUMN periode 2021 s.d. 2022 dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Preseden *Rights Issue* BUMN

No.	BUMN	Effective date	Rights Issue Proceed (Rp miliar)	Exercise Price (Rp)	TERP on Effective Date	TERP on First Day of Trading Period	Discount to TERP on Pricing Period	Discount to TERP on Effective Date of Final Exercise Price	Discount to Last Price on First Day of Trading Period	Dilusi	
1	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	14-Dec-22	4.130	1.200	1.410	1.355	17,00%	8,40%	11,44%	24,54%	
2	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk	02-Dec-22	5.585	6.600	7.540	6.971	11,90%	12,47%	6,05%	12,49%	
3	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	14-Oct-22	3.874	550	607	551	13,47%	9,39%	0,90%	66,42%	
4	PT Waskita Karya (Persero) Tbk	16-Dec-21	11.963	620	686	626	15,00%	9,63%	2,36%	58,70%	
5	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	30-Agu-21	95.924	3.400	3.831	3.611	10,11%	11,25%	7,10%	18,71%	
6	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk	30-Nov-16	6.149	2.180	2.454	2.660	N.A	11,17%	24,31%	31,45%	
7	PT Krakatau Steel (Persero) Tbk	10-Nov-16	1.875	525	721	778	N.A	27,15%	37,13%	18,46%	
8	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	18-Nov-16	1.785	3.900	4.200	4.237	N.A	7,14%	8,45%	6,31%	
9	PT PP (Persero) Tbk	24-Nov-16	4.441	3.250	3.805	3.828	N.A	14,58%	18,55%	21,89%	
10	PT ANTAM (Persero) Tbk	08-Oct-15	5.377	371	414	379	N.A	10,36%	5,12%	60,31%	
11	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	18-Jun-15	2.745	1.560	1.843	1.775	N.A	15,37%	21,41%	43,24%	
12	PT Waskita Karya (Persero) Tbk	10-Jun-15	5.297	1.450	1.611	1.578	N.A	9,98%	10,77%	26,93%	
							Min	10,11%	7,14%	0,90%	6,31%
							Median	13,47%	10,77%	9,61%	25,74%
							Average	13,50%	12,24%	12,80%	32,45%
							Max	17,00%	27,15%	37,13%	66,42%

Sumber: BNI Sekuritas (2023)

Discount to TERP rights issue pada BUMN sektor perbankan yaitu BRI dan BTN memiliki *buffer* yang cukup untuk menjaga harga pelaksanaan di bawah harga pasar dengan rentang yang masih atraktif bagi investor. Hal tersebut terlihat dari *discount to last price* saat hari pertama periode perdagangan sebesar 7,10% pada BRI dan 11,44% pada BTN. Sementara *rights issue* BUMN sektor konstruksi yaitu Adhi dan Waskita masih dinilai kurang atraktif bagi investor. Salah satu penyebabnya adalah *discount to last price* saat hari pertama periode perdagangan *rights issue* hanya sebesar 2,36% pada Waskita dan 0,90% pada Adhi. Hal ini menunjukkan *buffer* pada saat penetapan *discount to TERP* belum dapat menutup volatilitas harga saham. Namun *discount to TERP* yang terlalu besar dapat mengakibatkan harga saham jatuh setelah *rights issue*.

2. Sensitivitas Investor Asing Terhadap BUMN Konstruksi yang Mendapat Penugasan

Pemerintah saat ini fokus dalam pembangunan infrastruktur dasar seperti, jalan tol, waduk, dan sebagainya yang membutuhkan peran BUMN konstruksi. Waskita dan Adhi termasuk BUMN yang mendapat penugasan pengerjaan proyek yang pada umumnya memiliki waktu pengembalian investasi yang panjang dengan margin yang kecil. Masifnya pembangunan infrastruktur yang diperlukan, membutuhkan biaya investasi yang besar. Dengan kondisi APBN yang terbatas, maka penugasan



BUMN menjadi jalan keluar yang ditempuh untuk melaksanakan pembangunan infrastruktur.

Investor asing sangat sensitif pada BUMN yang mendapatkan penugasan yang terlihat dari rendahnya partisipasi investor asing saat *rights issue* (Waskita sebesar 19,15% dan Adhi sebesar 3,90%). Investor khawatir terhadap kontinuitas program yang menjadi dasar penugasan serta fokus prioritas pemerintah kedepan yang dapat berpengaruh terhadap kondisi perusahaan. Untuk itu, pemerintah perlu mengkomunikasikan penugasan yang diberikan serta memperhatikan kondisi keuangan perusahaan yang mendapat penugasan.

3. Demografi Kepemilikan Saham, Waktu Pelaksanaan, Komunikasi Publik, dan Koordinasi Antar *Stakeholders*

Untuk mendapatkan hasil *rights issue* yang optimal yang diindikasikan oleh tingkat penyerapan dan harga saham pasca *rights issue* maka selain menetapkan harga pelaksanaan yang atraktif juga perlu memperhatikan faktor-faktor seperti, demografi kepemilikan saham, waktu pelaksanaan perdagangan, komunikasi publik khususnya kepada *existing shareholders*, serta koordinasi antar *stakeholders*.



BUMN dengan demografi kepemilikan saham publik yang didominasi oleh lembaga/institusi, penyerapan saham barunya cenderung lebih optimal seperti pada *rights issue* BRI, BTN, dan SIG dimana porsi kepemilikan lembaga institusi sebesar 41,2% pada BRI, 29,68% pada BTN, dan 44,89% pada SIG. Hal ini dikarenakan pembelian saham yang dilakukan oleh lembaga/institusi bersifat jangka panjang dan didasarkan pada analisis terhadap kinerja perusahaan. Tujuan investasi yang bersifat jangka panjang cenderung menjaga harga saham pasca *rights issue*, karena investor tidak mengambil peluang arbitrase. Selain itu, komunikasi terkait *rights issue* kepada *shareholders* lembaga institusi lebih mudah dilakukan dengan *roadshow* dan *one-on-one meeting*. Sedangkan pada BUMN dengan kepemilikan investor retail yang lebih besar maka pendekatan komunikasi *shareholders* cenderung dilakukan melalui seminar, *talkshow*, dan pemanfaatan media sosial.

Momentum *rights issue* juga harus diperhatikan dalam menentukan tanggal pelaksanaan. Pada preseden *rights issue* Adhi, isu resesi ekonomi, kenaikan tingkat suku bunga global, dan konflik Rusia-Ukraina muncul bersamaan dengan pernyataan efektif OJK, sehingga harga saham perusahaan terkoreksi cukup dalam dan menyebabkan harga pelaksanaan *rights issue* menjadi kurang atraktif. Oleh karena itu, rentang waktu antara penetapan harga saham dan periode perdagangan yang tidak terlalu jauh dapat memitigasi faktor yang tidak diprediksi sebelumnya.

Pelaksanaan *rights issue* melalui tahapan yang panjang dan memerlukan penyiapan dokumen, serta penyusunan peraturan perundang-undangan. Hal ini melibatkan banyak pihak antara lain: Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian, Kementerian Badan Usaha Milik Negara, Kementerian Keuangan, Kementerian Hukum dan HAM, Kementerian Sekretariat Negara, Kementerian teknis terkait, OJK, Perusahaan Penjamin Efek, dan profesi penunjang lainnya. Koordinasi yang baik dan efektif antar *stakeholders* diperlukan agar proses pelaksanaan *rights issue* sesuai dengan *timeline* yang ditentukan dan tata kelola perusahaan yang baik.

Rights issue BUMN yang melibatkan penambahan PMN dan APBN membutuhkan beberapa tahapan administrasi seperti, pengalokasian dana, konsultasi dengan legislatif, dan penyusunan regulasi. Apabila terdapat beberapa BUMN yang akan melakukan *rights issue* pada tahun yang sama, diperlukan perencanaan serta koordinasi yang baik, sehingga waktu pelaksanaan *rights issue* BUMN tidak bersamaan/terakumulasi di akhir tahun.



4. *Rights Issue* sebagai Bagian dari Kesepakatan Homologasi

Rights issue pada Garuda Indonesia dilakukan untuk memenuhi klausul dalam perjanjian perdamaian/homologasi (*composition plan*) dengan para krediturnya. Klausul perjanjian tersebut diantaranya dukungan pendanaan pemerintah sebesar Rp7,5 triliun untuk menjaga *going concern* perusahaan selama masa restrukturisasi dan konversi utang menjadi saham (ekuitas baru) bagi setiap kreditur dengan nilai tagihan lebih dari Rp255 juta. Untuk dapat melaksanakan hal tersebut, Garuda Indonesia melakukan penambahan modal melalui *rights issue* sebagai bagian dari kesepakatan perjanjian perdamaian yang harus diselesaikan selambat-lambatnya sebelum waktu tenggat (*long stop date*) yaitu tanggal 1 Januari 2023.

BEI memberlakukan suspensi perdagangan atas saham GIAA sejak tanggal 17 Juni 2021, baik di pasar reguler maupun pasar negosiasi bursa yang disebabkan oleh potensi gagal bayar sukuk Garuda Indonesia. Harga perdagangan terakhir saham GIAA sebelum diberlakukannya suspensi adalah Rp222 per lembar. Berdasarkan hal ini, penetapan harga pelaksanaan *rights issue* Garuda Indonesia harus ditetapkan menggunakan penilaian independen dari KJPP. Proses valuasi menggunakan

pendekatan pasar (pembanding perusahaan tercatat) dan arus kas diskonto atas pendapatan (*Discounted Cash Flow*) secara proporsional. Dalam pelaksanaannya, pendekatan pasar sulit dilakukan karena keterbatasan perusahaan sejenis yang kondisinya (kinerja keuangan, ukuran perusahaan, pangsa pasar, dan struktur permodalan) mendekati Garuda Indonesia. Maka proporsi penilaian yaitu 10% nilai dari pendekatan pasar dan 90% dari pendekatan arus kas diskonto atas pendapatan.

Untuk melaksanakan *rights issue* biasanya BUMN hanya membutuhkan 1 (satu) peraturan pemerintah, namun pada kasus Garuda Indonesia membutuhkan 3 (tiga) peraturan pemerintah sebagai landasan hukum penambahan modal pemerintah melalui penyetoran modal tunai, penambahan modal pemerintah yang berasal dari konversi OWK, dan perubahan struktur permodalan perusahaan atas terjadinya perubahan komposisi pemegang saham Garuda Indonesia dengan masuknya para kreditur penerima saham hasil konversi utang menjadi bagian dari pemegang saham publik.

Tata kelola dan eksekusi penerbitan 3 (tiga) peraturan pemerintah dalam waktu yang sangat singkat menjadi tantangan tersendiri karena memerlukan koordinasi dan kerja sama yang baik diantara para *stakeholders* untuk menyelesaikan seluruh peraturan pemerintah tersebut sebelum *long stop date*.

Dengan telah dilaksanakannya seluruh rangkaian penambahan modal melalui *rights issue* dengan landasan hukum penerbitan 3 (tiga) peraturan pemerintah tersebut, Garuda Indonesia telah terhindar dari risiko kepailitan serta berpeluang untuk mencatat kinerja keuangan positif yang tercermin dari perolehan laba, perbaikan *cash flow*, dan mengatasi defisit ekuitas. Sehubungan pemenuhan perjanjian perdamaian, BEI telah menyetujui pencabutan suspensi perdagangan Garuda Indonesia pada tanggal 3 Januari 2023.

5. Penundaan Pelaksanaan *Rights Issue*

Pada tahun 2022 terjadi penundaan *rights issue* pada Waskita yang diakibatkan oleh kinerja keuangan dan saham Waskita. Kinerja keuangan Waskita pada tahun 2021 masih membukukan rugi usaha sebesar Rp1,83 triliun, namun membaik 80% (y-on-y). Sampai dengan September 2022, Waskita berhasil membukukan laba bersih sebesar

Rp578 miliar. Pada tahun 2022, Waskita kembali mengajukan usulan penambahan modal sebesar Rp3,98 triliun. Direncanakan modal tersebut diperoleh dari Rp3 triliun penambahan PMN dan Rp0,98 triliun dari publik. Penambahan modal tersebut akan digunakan untuk penyelesaian ruas tol Kayu Agung-Palembang-Betung dan ruas tol Ciawi-Sukabumi.

PMN sebesar Rp3 triliun telah dialokasikan pada APBN 2022, namun *rights issue* tidak dapat dieksekusi karena harga saham Waskita yang terus turun dari Rp575 per 18 Agustus 2022 (harga acuan perhitungan TERP) menjadi Rp366 pada 26 Desember 2022. Harga saham Waskita yang terkoreksi cukup dalam, selain disebabkan oleh kinerja keuangan dan kondisi pasar modal, juga diakibatkan sentimen negatif pasar terhadap emiten WSKT sebagai imbas dari kasus hukum yang dihadapi oleh manajemen Waskita. Atas hal tersebut, Komite Privatisasi memutuskan *rights issue* ditinjau ulang sampai restrukturisasi keuangan Waskita selesai paling lambat Maret 2023 (restrukturisasi utang dan optimalisasi penagihan piutang). Selanjutnya, alokasi PMN sebesar Rp3 triliun pada APBN Tahun Anggaran 2022 akan ditempatkan di dalam rekening milik Bendahara Umum Negara terlebih dahulu.



Jalan Tol Ciawi-Sukabumi (Sumber: Dokumentasi PT Waskita Karya (Persero) Tbk.)





PENUTUP





Rights issue adalah salah satu cara privatisasi yang bertujuan untuk meningkatkan kinerja dan nilai tambah perusahaan melalui peningkatan peran serta masyarakat dalam kepemilikan saham. Melalui *rights issue*, perusahaan dapat melakukan penambahan modal dengan HMETD dan tanpa HMETD. Penambahan modal tanpa HMETD hanya dilakukan dalam kondisi tertentu seperti perbaikan posisi keuangan, program kepemilikan saham, dan penerbitan saham bonus. Dalam penentuan harga pelaksanaan, perusahaan akan mensimulasikan harga teoretis yang diberikan diskon (*discount to TERP*). Diskon ini sebagai insentif agar saham yang diterbitkan pada saat *rights issue* menarik bagi investor. Dalam kondisi tertentu perusahaan dimungkinkan untuk menggunakan nilai pasar wajar dalam menentukan harga pelaksanaan.

Pada pelaksanaannya, *rights issue* BUMN harus terlebih dahulu mendapatkan persetujuan Komite Privatisasi yang diketuai oleh Menteri Koordinator Bidang Perekonomian sesuai Keputusan Presiden Nomor 47 Tahun 2014 jo. Keputusan Presiden Nomor 2 Tahun 2021. Pada rapat Komite Privatisasi, anggota Komite yang terdiri dari Menteri BUMN, Menteri Keuangan, dan Menteri teknis memberikan arahan strategis dan memutuskan pelaksanaan *rights issue*. Pada kurun waktu 2021 s.d. 2022

Komite Privatisasi telah memutuskan *rights issue* terhadap 6 (enam) BUMN yaitu BRI, Waskita, Adhi, SIG, Garuda Indonesia, dan BTN.

Secara umum, tujuan penambahan modal melalui *rights issue* adalah perbaikan struktur permodalan dan peningkatan kapasitas usaha. Pada BRI dan SIG *rights issue* dilaksanakan dalam rangka pembentukan *holding*. Sedangkan, *rights issue* pada Waskita dan Adhi dilakukan untuk menyelesaikan PSN. *Rights issue* BTN dilakukan untuk memperbaiki rasio permodalan, sehingga dapat meningkatkan kapasitasnya dalam pembiayaan perumahan khususnya bagi masyarakat berpendapatan rendah, serta Garuda Indonesia yang dilakukan dalam rangka restrukturisasi keuangan dan pemenuhan kesepakatan homologasi.

Penyerapan *rights issue* BUMN Tahun 2021 s.d. 2022 rata-rata sebesar 86,33% dengan total *proceed* senilai Rp130,42 triliun dengan rincian: BRI sebanyak 28,21 miliar lembar saham senilai Rp95,92 triliun; Waskita sebanyak 15,23 miliar lembar saham senilai Rp9,44 triliun; Adhi sebanyak 4,84 miliar lembar saham senilai Rp2,67 triliun; SIG sebanyak 820 juta lembar saham senilai Rp5,41 triliun; Garuda Indonesia sebanyak 65,59 miliar lembar saham senilai Rp12,85 triliun; dan BTN sebanyak 3,44 miliar lembar saham senilai Rp4,13 triliun.

Berdasarkan proses dan hasil *rights issue* yang telah dilakukan, diperoleh 5 (lima) poin pembelajaran. **Pertama**, penetapan harga pelaksanaan yang menarik bagi investor. Penetapan harga pelaksanaan tersebut dipengaruhi oleh sektor usaha, kondisi fundamental perusahaan, sentimen pasar, serta besaran *discount to TERP*. **Kedua**, sensitivitas investor asing terhadap BUMN konstruksi yang mendapatkan penugasan. Hal ini dikarenakan proyek konstruksi membutuhkan waktu pengembalian investasi yang panjang dan margin yang relatif kecil, sehingga pemerintah perlu mengkomunikasikan penugasan yang diberikan serta memperhatikan kondisi keuangan perusahaan.

Ketiga, memperhatikan struktur demografi kepemilikan saham, menjaga momentum pelaksanaan perdagangan, pemilihan mekanisme komunikasi publik yang efektif, dan koordinasi yang baik antar *stakeholders* agar proses pelaksanaan *rights issue* sesuai dengan *timeline* serta sesuai prinsip *good corporate governance*. **Keempat**, *rights issue* sebagai bagian dari kesepakatan homologasi yang dilakukan untuk menghindari kepailitan. *Rights issue* juga dilaksanakan dalam rangka pendanaan restrukturisasi

perusahaan. **Kelima**, penundaan pelaksanaan *rights issue* karena kinerja keuangan yang mengakibatkan nilai saham terkoreksi cukup dalam, sehingga alokasi dana PMN pada APBN Tahun 2022 dikembalikan dan *rights issue* akan diputuskan kembali setelah perbaikan kinerja keuangan.

Dari pelaksanaan *rights issue* 6 (enam) BUMN sebagaimana dibahas dalam buku ini, diharapkan dapat diperoleh pembelajaran berarti untuk penguatan struktur modal, perluasan jangkauan, dan peningkatan layanan BUMN. Pada akhirnya, peningkatan kinerja keuangan akan mendukung pelaksanaan peran BUMN sebagai *value creator* dan *agent of development* yang mengeskalasi pertumbuhan ekonomi nasional.



DAFTAR RUJUKAN

- Almaududi, & Ulfanora. (2021). *Hukum Pasar Modal Suatu Pengantar*. PT Rajagrafindo Persada.
- Arbar, T. (2022, Januari 13). *Rights Issue Bakal Marak, Investor Bisa Apa?* Retrieved Desember 17, 2022 from CNBC Indonesia: <https://www.cnbcindonesia.com/investment/20220113190226-21-307196/rights-issue-bakal-marak-investor-bisa-apa>
- Badan Pengawas Pasar Modal. (2003). *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: KEP-26/PM/2003 Tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu*. Jakarta.
- Budiman, R. (2021). *Jurus-jurus Valuasi Saham*. Elex Media Komputindo.
- Bursa Efek Indonesia. (2010). *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia*. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. (2020). *Surat Keputusan Direksi PT BEI Nomor Kep-00101/BEI/12-2021 Perihal Perubahan Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham Yang Diterbitkan Oleh Perusahaan Tercatat*. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. (2020). *Surat Keputusan Direksi PT BEI Nomor Kep-00108/BEI/12-2020 Perihal Perubahan Peraturan Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas*. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. (2021). *Surat Keputusan Direksi PT BEI Nomor Kep-00101/BEI/12-2021 Perihal Perubahan Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham Yang Diterbitkan Oleh Perusahaan Tercatat*. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. (n.d.). *Indonesian Stock Exchange*. From <https://idx.co.id/id>

Kementerian BUMN. (2010). *Peraturan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor: PER-01/MBU/2010 Tentang Cara Privatisasi, Penyusunan Program Tahunan Privatisasi, dan Penunjukan Lembaga Dan/Atau Profesi Penunjang Serta Profesi Lainnya*. Jakarta.

Kementerian BUMN dan Kementerian Keuangan. (2021). *Kajian Bersama Penambahan Modal Negara ke dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. dalam Rangka Pembentukan Holding BUMN Ultra Mikro*. Jakarta.

Kementerian BUMN dan Kementerian Keuangan. (2021). *Kajian Bersama Penambahan Penyertaan Modal Negara Pada PT Waskita Karya (Persero) Tbk Tahun Anggaran 2021*. Jakarta.

Kementerian BUMN dan Kementerian Keuangan. (2022). *Kajian Bersama Penambahan Modal Negara ke dalam Modal Saham Perusahaan Perseroan PT Adhi Karya (Persero) Tbk Tahun Anggaran 2022*. Jakarta.

Kementerian BUMN dan Kementerian Keuangan. (2022). *Kajian Bersama Penambahan Penyertaan Modal Negara Pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Tahun Anggaran 2022*. Jakarta.

Kementerian BUMN dan Kementerian Keuangan. (2022). *Kajian Bersama Penambahan Penyertaan Modal Negara Pada PT Semen Indonesia (Persero) Tbk Dalam Rangka Konsolidasi Holding BUMN Semen*. Jakarta.

Kementerian BUMN dan Kementerian Keuangan. (2022). *Kajian Bersama Pernyataan Modal Bersama Yang Bersumber Dari Konversi Investasi*. Jakarta.

Kementerian BUMN dan Kementerian Keuangan. (2022). *Kajian Perubahan Struktur Kepemilikan Saham Negara Pada PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk*. Jakarta.

Pemerintah Indonesia. (2003). *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara*. Jakarta.

- Pemerintah Indonesia. (2005). *Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 59 Tahun 2009 Tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah Nomor 33 Tahun 2005 Tentang Tata Cara Privatisasi Perusahaan Perseroan (Persero)*. Jakarta.
- Pinori, J. J. (2015). Keberadaan Privatisasi BUMN di Indonesia. *Lex et Societatis*, Vol. III/No. 7.
- PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. (2021). *Buku Putih Pembentukan Holding Bumn Ultra Mikro*. PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. Jakarta.
- PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2022). *Laporan Keuangan Konsolidasian Interim Untuk Periode Yang Berakhir pada 30 Juni 2022 dan 31 Desember 2021*. Jakarta.
- Rusith. (n.d.). *How to Calculate Theoretical Ex-Rights Price (TERP)*. Retrieved December 17, 2022 from Learn Business Concepts -: <https://learnbusinessconcepts.com/how-to-calculate-theoretical-ex-rights-price-terp/>
- Saepudin, A., Badriatin, T., & Rinandiyana, R. R. (2022). *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. PT Rajagrafindo Persada.

*Ikan Louhan Ikan Gurami
Pergi ke Bunaken naik kapal
Sebuah persembahan dari kami
Demi terwujudnya BUMN berdaya saing global*

Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian

-  Gedung Ali Wardhana
Jl. Lapangan Banteng Timur No.2-4,
Jakarta Pusat 10710, Indonesia
-  T. +6221 3521835, F. +6221 3511643
-  www.ekon.go.id

ISBN 978-979-3754-33-8

