

## Penentuan Nilai Pasar Wajar Saham (Studi Kasus Divestasi PT Vale Indonesia Tbk.)

Anggi Anugerah Daulay  
Politeknik Keuangan Negara STAN  
anggi\_4112230016@pknstan.ac.id

**Keywords:** **ABSTRACT**

**Divestment, Shares, Valuation, Fair Market Value, Price.** *This research aims to predict and explain the fair market value of PT Vale Indonesia Tbk shares in divestment transactions. The method used in this research is quantitative research with business valuation methods. The method applied is discounted cash flow with an income approach (free cash flow to firm). The research results show the fair market value of PT Vale Indonesia Tbk shares is worth US\$524,500,036.00. It is expected that this research can provide stock price recommendations for the Indonesian Government to purchase shares in PT Vale Indonesia Tbk.*

**Kata Kunci:** **ABSTRAK**

**Divestasi, Saham, Penilaian, Nilai Pasar Wajar, Harga.** Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai pasar wajar saham PT Vale Indonesia Tbk. dalam transaksi divestasi. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan metode penilaian bisnis. Metode yang digunakan yaitu *discounted cash flow* dengan pendekatan pendapatan (*free cash flow to firm*). Hasil penelitian menunjukkan nilai pasar wajar saham PT Vale Indonesia Tbk. adalah senilai AS\$524.500.036,00. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan rekomendasi harga saham bagi Pemerintah Indonesia untuk membeli saham PT Vale Indonesia Tbk.

**How to cite:** Daulay, Anggi Anugerah. (2024). Penentuan Nilai Pasar Wajar Saham (Studi Kasus Divestasi PT Vale Indonesia Tbk.). Jurnal Acitya Ardana, 4(1), 34-43.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License.  
To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

## PENDAHULUAN

Salah satu komoditas tambang strategis Indonesia adalah nikel. Pengertian nikel menurut Arif (2018) adalah unsur logam yang terbentuk secara alami dan memiliki ciri mengkilap (*lustrous*) serta berwarna putih keperak-perakan (*silvery white*). Menurut data U.S. Geological Survey sebagaimana dikutip oleh Arif (2018), dari total 74.000.000 metrik ton cadangan nikel dunia, cadangan nikel di Indonesia mencapai 4.500.000 metrik ton. Selain itu, berdasarkan data International Nickel Study Group bahwa di tahun 2018 Indonesia merupakan negara eksportir nikel terbesar dan berkontribusi sebanyak 26 persen pasokan bijih nikel global (Asmarini & Christina, 2019).

Aktivitas eksplorasi bijih nikel di Indonesia telah berlangsung sejak masa kolonial Belanda. Perusahaan penambangan nikel dalam negeri salah satunya oleh PT Vale Indonesia Tbk. Perusahaan memulai aktivitas eksplorasi bijih nikel di Pulau Sulawesi pada tanggal 25 Juli 1968. Selanjutnya, kegiatan eksplorasi, penambangan, dan pengolahan bijih nikel dilakukan berdasarkan kontrak karya antara perusahaan dan Pemerintah Republik Indonesia. Kontrak tersebut ditandatangani pada tanggal 27 Juli 1968 dan berlaku dalam jangka waktu tiga puluh tahun sejak dimulainya produksi komersial, yaitu tahun 1978. Di tahun 1996, pemerintah melakukan perubahan atas kontrak karya melalui Perjanjian Perubahan. Hal ini mengakibatkan berubahnya jangka waktu berlakunya kontrak karya yang awalnya berakhir tanggal 31 Maret 2008 kemudian menjadi 28 Desember 2025.

Seiring berjalannya waktu, pemerintah bersama dengan perusahaan kembali melakukan perubahan kontrak karya. Pada tanggal 17 Oktober 2014, pemerintah dan perusahaan melakukan penandatanganan amendemen kontrak karya. Amendemen tersebut menghasilkan beberapa pokok kesepakatan, salah satunya adalah ketentuan mengenai divestasi saham. Menurut amendemen ini, perusahaan memiliki kewajiban untuk mendivestasikan 20 persen saham kepada peserta Indonesia.

Berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan, setiap perusahaan pertambangan dengan pengolahan terintegrasi harus mendivestasikan 40 persen sahamnya kepada peserta Indonesia. Sebagai informasi, perusahaan telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (sekarang Bursa Efek Indonesia) dengan jumlah kepemilikan saham publik sebanyak 20,49 persen. Jumlah kepemilikan saham publik tersebut diakui pemerintah sebagai pemenuhan kewajiban divestasi tahap pertama. Dengan demikian, jumlah saham yang didivestasi tersisa sebanyak 20 persen dan harus dilakukan dalam kurun waktu lima tahun sejak berlakunya PP Nomor 77 Tahun 2014 — Oktober 2019.

Istilah divestasi berasal dari bahasa Inggris yaitu *divestment*. Definisi divestasi menurut Black (1990) yaitu, "*Divestment (in property law, the cutting short of an interest prior to its normal termination). Restatement second, the complete loss of an interest in land (total divestment) or the partial loss of it by virtue of others sharing it (partial divestment).*" Senada dengan itu, menurut Alwi (2007) divestasi merupakan tindakan yang diambil perusahaan dalam pelepasan, pembebasan, pengurangan modal, dan menjual aset kepada pihak lain. Ditinjau dari sudut pandang keuangan dan manajemen strategi, divestasi adalah upaya guna menyehatkan struktur keuangan perusahaan. Hal ini dilakukan melalui penjualan investasi yang menurut pertimbangan perusahaan tidak menguntungkan atau bahkan menjadi beban

(Simbolon, 2013). Sementara itu, dalam konteks usaha pertambangan mineral dan batu bara dalam negeri, divestasi dalam bentuk pengalihan saham pada hakikatnya bertujuan untuk memberikan kesempatan kepada pemerintah terutama pemerintah daerah agar dapat memiliki saham perusahaan yang sedang melakukan eksploitasi dan eksplorasi di wilayahnya sehingga dengan memiliki saham tersebut pemerintah akan memperoleh keuntungan (dividen) atau laba dari perusahaan itu (Asikin, 2013).

Penelitian ini memiliki kesamaan dengan penelitian-penelitian terdahulu. Dalam penelitian ini dibahas tentang ketentuan divestasi saham menurut peraturan perundang-undangan. Meskipun demikian, hal yang menjadi pembeda dalam penelitian ini yaitu adanya penentuan nilai pasar wajar saham PT Vale Indonesia Tbk. dengan menggunakan pendekatan dalam penilaian bisnis yang mengacu kepada Standar Penilaian Indonesia.

Berdasarkan tinjauan literatur yang telah ada, belum terdapat penelitian yang membahas penentuan nilai pasar wajar saham perusahaan tambang yang didivestasi kepada pihak Indonesia. Untuk itu, peneliti mencoba menghadirkan kebaruan (*novelty*) dengan adanya penerapan metode penilaian bisnis untuk menentukan nilai saham.

Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai pasar wajar saham divestasi PT Vale Indonesia Tbk pada tahun 2019. Variabel nilai saham adalah penting karena menjadi salah satu hal yang dinegosiasikan antara pemegang saham selaku penjual dan pihak Indonesia selaku pembeli.

### **TINJAUAN PUSTAKA**

Di tengah kondisi persaingan usaha yang semakin ketat, berbagai pelaku usaha dituntut untuk dapat menentukan arah strategi yang dapat mengakomodasi berbagai perkembangan dalam dunia bisnis. Strategi yang diambil perusahaan harus selaras dengan upaya manajemen yang mencakup berbagai aspek dalam perusahaan. Salah satu aspek manajemen yang tidak boleh luput dari perhatian perusahaan adalah manajemen keuangan. Dengan tindakan manajemen keuangan yang efektif dan efisien, perusahaan dapat mencapai tujuan intinya, yaitu memberikan maksimalisasi kesejahteraan bagi pemegang saham/pemilik (Titman et al., 2018).

Secara umum, tindakan manajemen keuangan dilakukan dalam upaya mengalokasikan aset (sumber daya) perusahaan agar menghasilkan *return* yang positif. Salah satu aktivitas yang dilakukan perusahaan dalam mengelola asetnya adalah divestasi. Berbeda dengan aset-aset yang mampu didayagunakan sehingga memberikan tingkat pengembalian, divestasi dilakukan atas aset-aset yang dianggap tidak memberikan keuntungan. Divestasi merupakan tindakan melepas aset, lini bisnis, atau divisi usaha yang tidak sesuai dengan tujuan awalnya, yaitu menghasilkan return bagi perusahaan. Menurut penelitian oleh (Mentari & Firmansyah, 2019), divestasi mampu meningkatkan profitabilitas dan struktur modal perusahaan.

Menurut *Business Dictionary*, divestasi merupakan tindakan dalam rangka menjual aset yang dimiliki suatu perusahaan untuk tujuan tertentu, misalnya meningkatkan likuiditas

atau mengurangi beban utang. Dalam konsep akuntansi, transaksi divestasi dicatat sebagai keuntungan atau kerugian yang sifatnya tidak berulang (*nonrecurring gain or loss*). Terdapat dua sudut pandang utama yang melatarbelakangi divestasi, yaitu untuk memaksimalkan nilai pasar yang dimiliki oleh pemegang saham dan meningkatkan kesejahteraan manajemen (Foster, 1986). Selain itu, Flickinger (2009) menyatakan divestasi adalah cara untuk meningkatkan efisiensi dan pengelolaan investasi.

Dalam bidang usaha pertambangan, pemerintah berupaya untuk menunjukkan eksistensinya selaku pemilik aset tambang. Eksistensi pemerintah menjadi penting karena sesuai dengan Pasal 33 ayat (2) dan ayat (3) UUD 1945, produk tambang merupakan salah satu hasil produksi yang memenuhi hajat hidup orang banyak sehingga penguasaannya harus diberikan kepada negara guna dimanfaatkan bagi kepentingan kesejahteraan dan kemakmuran rakyat secara berkeadilan. Lebih lanjut, pemerintah selaku representasi negara dalam hal ini menjadi pihak yang memiliki kewenangan membuat peraturan untuk melancarkan jalan ekonomi, di samping melarang terjadinya penghisapan orang lemah oleh orang lain yang bermodal (Salim, 2011). Oleh sebab itu, pemerintah telah memberlakukan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara sebagai dasar hukum dalam mengatur kegiatan usaha pertambangan mineral dan batu bara yang memegang peranan penting dalam mendukung pertumbuhan ekonomi dan pembangunan daerah secara berkelanjutan. Dalam undang-undang tersebut, salah satu pengaturan yang menegaskan pentingnya eksistensi dan partisipasi negara dalam pengelolaan usaha pertambangan mineral dan batu bara adalah ketentuan terkait dengan divestasi saham bagi perusahaan tambang pemegang izin usaha pertambangan (IUP) dan izin usaha pertambangan khusus (IUPK) yang sahamnya dimiliki oleh asing.

Divestasi saham kepada Pemerintah Indonesia sempat mengalami masalah. Kendala tersebut berkaitan dengan ketidakpatuhan perusahaan pertambangan asing dan ketidaktegasan peraturan di masa lalu (Silitonga & Sulistiyono, 2019). Sebelum tahun 2009, aturan mengenai divestasi saham belum dikenal karena tidak diatur dalam peraturan undang-undang yang saat itu masih berlaku yaitu Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 11 Tahun 1967 tentang Ketentuan-Ketentuan Pokok Pertambangan. Sejak diundangkan dalam UU Nomor 4 Tahun 2009, dimuat ketentuan mengenai divestasi yang diatur lebih lanjut dalam peraturan pelaksanaannya. Ketentuan divestasi tersebut dapat ditemukan dalam peraturan perundang-undangan sebagaimana berikut ini: 1) Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara. Belakangan, pemerintah bersama dengan DPR melakukan revisi atas undang-undang ini dan mengesahkannya menjadi Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 3 Tahun 2020 tentang Perubahan atas Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara; 2) Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 96 Tahun 2021 tentang Pelaksanaan Kegiatan Usaha Pertambangan Mineral dan Batubara; 3) Peraturan Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral Republik Indonesia Nomor 09 Tahun 2017 tentang Tata Cara Divestasi Saham dan Mekanisme Penetapan Harga Saham Divestasi pada Kegiatan Usaha Pertambangan Mineral dan Batubara, sebagaimana telah diubah dengan Peraturan Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral Republik Indonesia Nomor 43 Tahun 2018 tentang Perubahan Atas Peraturan Menteri Energi dan Sumber Daya

Mineral Nomor 09 Tahun 2017 tentang Tata Cara Divestasi Saham dan Mekanisme Penetapan Harga Saham Divestasi pada Kegiatan Usaha Pertambangan Mineral dan Batubara; dan 4) Keputusan Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral Nomor 84 K/32/MEM/2020 tentang Pedoman Pelaksanaan Penawaran, Evaluasi, serta Perhitungan Harga Saham Divestasi di Bidang Pertambangan Mineral dan Batubara. Hadirnya peraturan perundang-undangan tersebut merupakan solusi atas masalah divestasi saham yang sempat terjadi. Selain itu, diperlukan model pengelolaan pertambangan dengan cara kepemilikan saham oleh masyarakat dan divestasi saham diprioritaskan bagi daerah penghasil (HS., 2022).

Baik dalam UU Nomor 3 Tahun 2020 maupun PP Nomor 96 Tahun 2021 tidak terdapat pengertian mengenai divestasi saham. Namun, apabila mengacu pada peraturan sebelumnya yaitu Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 23 Tahun 2010 tentang Pelaksanaan Kegiatan Usaha Pertambangan Mineral dan Batubara, divestasi saham adalah jumlah saham asing yang harus ditawarkan untuk dijual kepada peserta Indonesia. Manfaat non-yuridis divestasi saham bagi Pemerintah Indonesia yaitu meningkatnya pendapatan negara, meningkatnya pendapatan daerah, meningkatkan kesejahteraan masyarakat, dan mengurangi peran badan hukum asing dalam pengelolaan dan pemanfaatan sumber daya alam tambang di Indonesia (Yoesry, 2019).

Pasal 112 ayat (1) UU Nomor 3 Tahun 2020 mengatur bahwa badan usaha pemegang IUP atau IUPK pada tahap kegiatan operasi produksi yang sahamnya dimiliki oleh asing wajib melakukan divestasi saham sebesar 51 persen. Proses divestasi tersebut dilakukan secara berjenjang kepada pemerintah pusat, pemerintah daerah, BUMN, BUMD, dan/atau badan usaha swasta nasional.

Ada sejumlah pertimbangan yang mendasari pihak Indonesia untuk bersedia atau tidak bersedia menyerap divestasi saham. Salah satu hal yang diperhatikan adalah harga saham yang ditawarkan. Dalam praktiknya, badan usaha dan peserta Indonesia bisa saja melakukan negosiasi dalam rangka penentuan harga. Meskipun demikian, telah ditetapkan ketentuan secara jelas sebagaimana tercantum dalam Pasal 14 Peraturan Menteri ESDM Nomor 43 Tahun 2018 bahwa harga saham divestasi yang ditawarkan kepada peserta Indonesia dihitung berdasarkan harga pasar yang wajar (*fair market value*). Penghitungan nilai intrinsik saham menurut peraturan yang sama dilakukan dengan metode: 1) *discounted cash flow* atas manfaat ekonomis selama periode dari waktu pelaksanaan divestasi sampai dengan akhir masa berlakunya IUP operasi produksi atau IUPK operasi produksi; dan/atau 2) perbandingan data pasar (*market data benchmarking*).

#### **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini berangkat dari paradigma positivis. Dalam paradigma positivis, penelitian merupakan cara untuk memprediksi nilai pasar wajar saham PT Vale Indonesia Tbk. Pengumpulan data dengan cara dokumentasi data sekunder berupa laporan keuangan PT Vale Indonesia Tbk. yang terdiri atas laporan posisi keuangan dan laporan laba rugi. Selain data perusahaan dikumpulkan data lainnya yaitu perkembangan ekonomi makro dan industri. Data-data tersebut merupakan dasar dalam memprediksi nilai pasar wajar saham.

Data sekunder yang telah dikumpulkan kemudian dianalisis dengan metode kuantitatif melalui proses penilaian bisnis. Setelah melalui proses pengumpulan dan analisis data, metode yang diterapkan untuk menentukan nilai pasar wajar saham adalah *discounted cash flow* atas arus kas yang diterima di masa depan pada saat penilaian (Ross et al., 2002). Metode ini merupakan salah satu cara penilaian dalam pendekatan pendapatan. Nilai yang dihasilkan melalui metode ini merupakan indikasi nilai pasar wajar saham untuk transaksi divestasi. Menurut Saputra et al. (2023), nilai pasar wajar saham diukur dengan rumus sebagai berikut.

$$\text{Nilai Saham} = \text{FV Harga Saham Total} / (1 + r)^n$$

FV adalah *future value*, r adalah tingkat imbal hasil atau diskonto, dan n jumlah tahun penelitian. Dalam penelitian ini rumus di atas dimodifikasi dengan penggantian variabel harga saham menjadi arus kas.

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Penentuan nilai pasar wajar saham dengan metode *discounted cash flow* berdasarkan laporan keuangan PT Vale Indonesia Tbk. Laporan keuangan dikumpulkan dengan teknik dokumentasi melalui situs perusahaan. Dengan teknik ini diperoleh laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan perusahaan. Berdasarkan laporan keuangan, dilakukan proyeksi untuk menentukan arus kas bersih yang diterima perusahaan (*free cash flow to firm/FCFF*). Nilai FCFF didiskonto menjadi nilai kini (*present value*) menggunakan tingkat diskonto yang dihitung dengan metode rata-rata tertimbang biaya modal (*weighted average cost of capital/WACC*). Setelah arus kas didiskonto, diperoleh nilai perusahaan (*enterprise value*) dan nilai ekuitas (*equity value*) dengan cara mengurangkan *enterprise value* dan nilai utang perusahaan.

Laporan laba rugi perusahaan dalam periode tahun 2017 sampai dengan 2019 adalah sebagaimana dalam Tabel 1. Selama tahun 2017 sampai dengan 2019 perusahaan memperoleh pendapatan yang mengalami kenaikan. Perusahaan memperoleh pendapatan dari penjualan nikel matte sebesar AS\$782.012 ribu di tahun 2019. Kenaikan pendapatan tersebut juga sejalan dengan kinerja laba perusahaan yang mengalami perbaikan selama kurun waktu tiga tahun tersebut.

Tabel 1. Ikhtisar Laporan Laba Rugi

Variabel (ribu AS\$)	2017	2018	2019
Pendapatan	629.334	776.900	782.012
Beban pokok pendapatan	(622.780)	(672.899)	(665.558)
Laba kotor	6.554	104.001	116.454
Beban usaha	(11.339)	(11.578)	(13.730)
Laba/(rugi) operasional bersih	(17.978)	84.854	88.289
Pendapatan/(beban) bunga, bersih	(5.042)	(2.237)	847
Laba/(rugi) sebelum pajak	(23.020)	82.617	89.136
(Beban)/manfaat pajak	7.749	(22.105)	(31.736)
Laba/(rugi) setelah pajak	(15.271)	60.512	57.400

Sumber : PT Vale Indonesia Tbk, diolah

Tabel 2. Ikhtisar Laporan Posisi Keuangan

Variabel (ribu AS\$)	2017	2018	2019
Aset			
Aset lancar	597.056	630.998	588.313
Aset tidak lancar	1.587.503	1.571.454	1.634.375
Jumlah aset	2.184.559	2.202.452	2.222.688
Kewajiban			
Kewajiban lancar	129.300	175.340	136.552
Kewajiban tidak lancar	235.892	143.385	144.443
Jumlah kewajiban	365.192	318.725	280.995
Ekuitas			
Modal saham	136.413	136.413	136.413
Tambahan modal disetor	277.760	277.760	277.760
Saldo laba	1.405.194	1.469.554	1.527.520
Jumlah ekuitas	1.819.367	1.883.727	1.941.693
Jumlah kewajiban dan ekuitas	2.184.559	2.202.452	2.222.688

Sumber : PT Vale Indonesia Tbk, diolah

Laporan posisi keuangan perusahaan dalam tiga tahun terakhir yaitu sebagaimana dalam Tabel 2. Jumlah aset yang dimiliki perusahaan mengalami pertumbuhan rata-rata sebesar 1 persen dalam tahun 2017 sampai dengan 2019. Kenaikan aset tidak terlepas dari kinerja keuangan perusahaan yang juga tumbuh di periode ini.

Hasil penghitungan nilai pasar wajar saham dengan metode *discounted cash flow* adalah dalam Tabel 3. Untuk menghasilkan nilai, langkah-langkah penilaian adalah sebagai berikut. 1) Menganalisis kinerja historis perusahaan melalui laporan keuangan tahun 2016—2019. Analisis kinerja didahului dengan penyesuaian (normalisasi) pos-pos yang bersifat *non-operating, nonrecurring*, dan yang sifatnya tidak wajar dalam laporan posisi keuangan dan laporan laba rugi. Secara umum terdapat dua jenis analisis kinerja historis yaitu analisis *common size* dan analisis rasio keuangan; 2) Melakukan proyeksi kinerja keuangan berdasarkan analisis kinerja keuangan historis. Proyeksi dalam penilaian ini meliputi proyeksi laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan dengan periode spesifik selama enam tahun. Proyeksi dimulai tahun 2020 sampai dengan tahun 2025; 3) Menghitung *free cash flow to firm* (FCFF) selama masa proyeksi. Nilai FCFF selama masa proyeksi adalah sebagaimana dalam Tabel 4. 4) Menentukan tingkat diskonto berdasarkan *weighted average cost of capital* (WACC). Tingkat diskonto diperoleh sebesar 9,15 persen dengan penghitungan yang dijabarkan dalam Tabel 5.

Tabel 3. Nilai Pasar Wajar Saham berdasarkan Metode *Discounted Cash Flow*

Variabel	Nilai (ribu AS\$)
<i>Enterprise value</i>	3.159.639
Utang	(0)
<i>Equity value</i>	3.159.639
<i>Equity value (20%)</i>	524.500

Tabel 4. Proyeksi Nilai FCFF

Variabel (juta AS\$)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Earnings before interest and tax</i>	58,6	65,7	80,3	86,6	92,8	98,9
Beban pajak	(12,9)	(14,4)	(16,0)	(17,3)	(18,5)	(19,7)
<i>Depreciation and amortization</i>	166,5	190,7	233,1	251,4	269,4	287,1
<i>Capital expenditure</i>	(82,3)	(82,3)	(82,3)	(82,3)	(82,3)	(82,3)
<i>Changes in net working capital</i>	(93,6)	(43,0)	(75,3)	(32,4)	(32,0)	(31,5)
<i>Free cash flow to firm</i>	36,3	116,6	139,7	205,9	229,3	252,4

Tabel 5. Penentuan Tingkat Diskonto

Struktur Modal	Bobot Pasar	Biaya Modal	WACC
Utang	36,96%	5,66%	2,09%
Ekuitas	63,04%	11,19%	7,05%
WACC			9,15%

Berdasarkan Tabel 5, tingkat diskonto diperoleh sebesar 9,15 persen; 5) Menghitung *terminal value*, yaitu nilai jumlah arus kas bagi perusahaan setelah periode spesifik. Periode setelah periode spesifik disebut dengan periode kekal. Hal ini berlandaskan asumsi bahwa kegiatan usaha berjalan dengan prinsip *going concern*. *Terminal value* dihitung dengan rumus berikut.

$$\text{Terminal Value} = \text{FCFF}_{2025} \times (1 + \text{Growth Rate}) / (\text{WACC} - \text{Growth Rate})$$

Berdasarkan penghitungan FCFF dalam langkah ketiga dan WACC dalam langkah keempat serta tingkat growth sebesar 1,47 persen, nilai FCFF selama periode kekal adalah sebesar AS\$3.334.236.829,39; 6) Menentukan indikasi nilai perusahaan dengan menjumlahkan nilai kini (*present value*) FCFF selama periode spesifik dan periode kekal seperti dalam persamaan berikut ini.

$$\text{Present Value} = \sum \text{FCFF}_i / (1 + \text{WACC})^i + \text{TV} / (1 + \text{WACC})^n$$

Menurut penghitungan, indikasi nilai perusahaan didapat sebesar AS\$2.895.191.773,54; 7) Menghitung nilai perusahaan dengan menjumlahkan indikasi nilai perusahaan dan nilai aset non-operasional (kas dan setara kas). Nilai perusahaan dengan metode *discounted cash flow* diperoleh senilai AS\$3.159.638.774; 8) Menentukan nilai ekuitas saham yang didivestasi yaitu sebesar AS\$524.500.036,00. Penghitungan nilai ekuitas saham terdapat dalam Tabel 6.

Tabel 6. Penentuan Nilai Ekuitas

Variabel	Nilai (ribu AS\$)
<i>Enterprise value</i>	3.159.639
Utang	(0)
<i>Equity value</i>	3.159.639
<i>Discount for lack of marketability</i> (17%)	537.139
Nilai ekuitas setelah diskon	2.622.500
Nilai saham divestasi (20%)	524.500

Proses penilaian bisnis dengan metode *discounted cash flow* menghasilkan nilai pasar wajar saham divestasi PT Vale Indonesia Tbk. adalah sebesar AS\$524.500.036,00. Dengan konversi mata uang senilai Rp13.901,00 per dolar, nilai pasar wajar saham divestasi adalah sebesar Rp3.669,00 per lembar. Hasil penilaian ini berbeda dengan nilai transaksi yang disetujui oleh Inalum dan para pemegang saham PT Vale Indonesia Tbk. yaitu senilai AS\$371.000.000,00. Perbedaan nilai saham ini timbul akibat penggunaan metode penentuan nilai pasar wajar saham yang berbeda. Dalam menentukan harga transaksi, perusahaan menggunakan rata-rata harga saham di Bursa Efek Indonesia dalam waktu dua belas bulan terakhir.

## KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai pasar wajar saham divestasi PT Vale Indonesia Tbk pada tahun 2019. Berdasarkan proses penilaian atas ekuitas disimpulkan nilai pasar wajar 20% ekuitas adalah sebesar AS\$524.500.036,00. Jika dikonversi ke dalam rupiah dengan kurs dolar tanggal 31 Desember 2019 sebesar Rp13.901,00 (Bank Indonesia, 2020), nilai tersebut setara dengan Rp7.291.075.000.436,00 atau Rp3.669,00 per lembar. Hasil penilaian tersebut berbeda dengan nilai transaksi yang disetujui oleh Inalum dan para pemegang saham PT Vale Indonesia Tbk. yaitu senilai AS\$371.000.000,00 atau setara dengan Rp2.780,00 per lembar. Perbedaan tersebut timbul akibat penggunaan metode penilaian yang berbeda. Dalam penelitian ini digunakan pendekatan dan metode penilaian menurut Standar Penilaian Indonesia yaitu pendekatan pendapatan dengan metode *discounted cash flow*. Sementara itu, perusahaan menyatakan bahwa harga saham divestasi merupakan rata-rata harga dalam kurun waktu dua belas bulan terakhir (CNBC Indonesia, 2020).

Keterbatasan penelitian ini terletak pada belum diterapkannya pendekatan dan metode selain *discounted cash flow*. Misalnya, menurut Standar Penilaian Indonesia, salah satu pendekatan dalam penilaian bisnis adalah pendekatan pasar. Sejalan dengan standar tersebut, di dalam Peraturan Menteri ESDM Nomor 43 Tahun 2018, terdapat metode perbandingan data pasar (*market data benchmarking*). Oleh sebab itu, peneliti selanjutnya dapat menerapkan pendekatan dan metode tersebut untuk menentukan nilai pasar wajar saham berdasarkan data pasar yang relevan dengan objek penilaian.

## DAFTAR PUSTAKA

- Alwi, H. (2007). *Kamus Besar Bahasa Indonesia* (Edisi Ketiga). Balai Pustaka.
- Arif, I. (2018). *Nikel Indonesia*. Gramedia Pustaka Utama.
- Asikin, Z. (2013). Divestasi Saham dalam Perspektif Keadilan (PT NNT di Nusa Tenggara Barat). *Jurnal IUS Kajian Hukum Dan Keadilan*, 1(1), 168–178.
- Asmarini, W., & Christina, B. (2019). *Global Nickel Supply to Drop on Indonesia's Ore Export Ban in 2020*. <https://www.reuters.com/article/indonesia-mining/global-nickel-supply-to-drop-on-indonesias-ore-export-ban-in-2020-idINKCN1VN118/30/12/2019>.
- Black, H. C. (1990). *Black's Law Dictionary with Pronunciations*. West Publishing Co.
- Flickinger, M. (2009). *The Institutionalization of Divestitures: A Meta-analysis of Stock Market Performance*. The Deutsche Nationalbibliothek.
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis* (Second edition). Prentice Hall International.
- HS, S. (2022). Model Pengelolaan Pertambangan di Indonesia. *Jurnal Risalah Kenotariatan*, 3(1). <https://doi.org/10.29303/risalahkenotariatan.v3i1.40>
- Mentari, N. S., & Firmansyah, A. (2019). Kinerja Operasi dan Kinerja Saham pada Perusahaan Non-keuangan yang Melakukan Divestasi. *Equilibrium: Jurnal Penelitian Pendidikan Dan Ekonomi*, 16(02), 151–174. <https://doi.org/10.25134/equi.v16i02.2192>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2002). *Fundamentals of Corporate Finance Fifth Edition*. McGraw-Hill Higher Education.
- Salim, A. (2011). *Pengusahaan Migas di Indonesia dalam Perspektif Kedaulatan Negara Atas SDA (2): Makna "Dikuasai Oleh Negara"*. <https://www.esdm.go.id/id/media-center/arsip-berita/pengusahaan-migas-di-indonesia-dalam-perspektif-kedaulatan-negara-atas-sda-2-makna-dikuasai-oleh-negara>
- Saputra, R. W., Zulaika, T., & Kubertein, A. (2023). Signifikansi Distribusi Laba dan Pembayaran Dividen terhadap Nilai Intrinsik Perusahaan. *Substansi: Sumber Artikel Akuntansi Auditing Dan Keuangan Vokasi*, 7(1), 37–50. <https://doi.org/https://doi.org/10.31092/subs.v7i1.1922>
- Silitonga, M. A. C., & Sulistiyono, A. (2019). Aspek Hukum Proses Divestasi Saham oleh Perusahaan Pertambangan Asing. *Jurnal Hukum Dan Pembangunan Ekonomi*, 7(2), 228. <https://doi.org/10.20961/hpe.v7i2.43011>
- Simbolon, T. C. (2013). *Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Divestasi dan Spin-off (Periode 2007—2012)*. Universitas Diponegoro.
- Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2018). *Financial Management: Principles and Applications* (Thirteenth edition). Pearson Education.
- Yoesry, E. (2019). Divestasi PT. Freeport Indonesia. *Jurnal Hukum & Pembangunan*, 49(1), 160. <https://doi.org/10.21143/jhp.vol49.no1.1915>