

Kontradiksi Investasi Telkomsel di GoTo

Direksi Telkomsel calon Pahlawan atau calon Pesakitan?

oleh: S. Hariyadin

Fraud Examiner/Auditor Investigatif

Executive Summary

Kontradiksi investasi Telkomsel disebabkan oleh keterbatasan informasi, keterbatasan pengetahuan, dan kondisi masa depan yang sulit diprediksi. Dengan berbagai keterbatasan tersebut setidaknya terdapat empat kontradiksi dari sudut pandang auditor dan/atau penegak hukum.

1. Kontradiksi Obligasi Konversi Tanpa Bunga

Investasi dalam bentuk *convertible bond* mempercepat proses investasi, namun juga berpotensi menimbulkan permasalahan hukum karena:

- GoTo diduga sedang kekurangan *cash flow* saat pandemi (2109 dan 2020). Oleh karena itu, mereka berhutang jangka pendek (8-12 bulan) pada pihak ketiga dengan bunga sangat tinggi (8% dan 15%). Di sisi lain, 16 November 2020 Telkomsel memberikan “pinjaman jangka panjang” (36 bulan) dalam bentuk obligasi tanpa bunga yang dapat dikonversi menjadi saham. Bagaimana kajian hukum, bisnis, dan risiko Telkomsel?
- Wajarkah harga saham hasil konversi obligasi tanpa bunga tersebut?

2. Kontradiksi dalam Penilaian Perusahaan (*Company Valuation*)

Perbedaan model bisnis dan strategi pengelolaan perusahaan membuat perbedaan dalam penilaian perusahaan konvensional dibandingkan perusahaan *startup*. Penilaian perusahaan *startup* berdasarkan potensi bisnis masa depan untuk menentukan harga saham saat ini (*Tomorrow is Today*). Sedangkan perusahaan konvensional lebih menekankan pada kinerja masa lalu untuk memprediksi potensi kinerja masa depan (*Today is Tomorrow*). Kontradiksi ini juga berpotensi menimbulkan permasalahan hukum.

3. Kontradiksi Pelaksana Investasi

Proses investasi ke GoTo kemungkinan sudah dimulai sejak 2018 atau tahun-tahun sebelumnya. Pelaksanaan investasi baru tereksekusi akhir 2020. Panjangnya proses perencanaan investasi tersebut kemungkinan adalah faktor kehati-hatian Telkom dalam melakukan investasi yang berisiko tinggi. Penunjukan Telkomsel dan bukan MDI Ventures berpotensi menimbulkan masalah hukum.

4. Kontradiksi dalam Memahami Prinsip Kehati-hatian

Perbedaan pemahaman terkait prinsip kehati-hatian antara pelaku bisnis dengan auditor dan/atau APH berpotensi muncul terutama ketika kerugian negara. Beberapa hal yang dapat menjadi penyebab munculnya perbedaan pendapat/pemahaman antara lain:

- Perbedaan penafsiran/pemahaman prinsip kehati-hatian
- Strategi pertumbuhan GoTo yang sangat agresif dibandingkan pendapat Jamdatun
- Perbedaan pemahaman afiliasi dan benturan kepentingan (*conflict of interest*).

Berbagai kontradiksi di atas akan menimbulkan masalah hukum (korupsi) ketika terjadi kerugian negara. Jika investasi tersebut berjalan sesuai rencana dan terbukti menguntungkan, maka investasi tersebut dianggap sebagai terobosan bisnis. Direksi Telkomsel pun akan mendapat penghargaan atau bahkan dianggap sebagai “**Pahlawan**”. Namun jika harga saham jatuh di bawah harga perolehan dan/atau GoTo bangkrut, maka Direksi Telkomsel berpotensi menjadi “**Pesakitan**”. *High Risk, High Return*.

--oOo--

Pendahuluan

Sampai saat ini, GoTo (Gojek, Gopay, dan Tokopedia) merupakan *startup company* terbaik di Indonesia. Model bisnis digitalnya terbukti mampu menyelesaikan permasalahan di masyarakat. Pertumbuhan pasar dan pelanggan GoTo sangat fenomenal (*exponential growth*). Banyak investor besar, seperti Google, Soft Bank, Alibaba, Astra International, dan Telkomsel berinvestasi ke GoTo.

Secara bisnis, banyak kalangan berpendapat bahwa investasi Telkomsel ke GoTo dianggap tepat. Dari sisi keuangan berpotensi menghasilkan *profit margin* sangat besar. Sedangkan dari prospek bisnis, dengan besarnya potensi ekonomi digital Indonesia, investasi pada perusahaan *startup* teknologi berpeluang menghasilkan sinergi dan kolaborasi yang saling menguntungkan.

Namun demikian, tidak sedikit orang yang mempunyai sudut pandang berbeda. Perbedaan sudut pandang ini dimungkinkan karena perbedaan informasi yang diperoleh, perbedaan pengetahuan dan pengalaman, dan faktor-faktor lainnya yang relevan.

Berdasar informasi publik yang tersebar di internet, dari sudut pandang auditor dan/atau APH, sekurang-kurangnya terdapat 4 kontradiksi yang menarik untuk didiskusikan.

1. Kontradiksi Obligasi Konversi Tanpa Bunga

Pada bulan Oktober 2019, GoTo berhutang jangka pendek (6 bulan) kepada pihak ketiga bukan bank, NTH GP Limited, sejumlah USD70 juta dengan bunga 8% (bunga dalam dollar). Untuk melunasi pinjaman ini, GoTo kembali berhutang (jangka waktu 12 bulan) kepada NTH GP Limited, Pearl Valley Investments Limited, Altair Investments Pte. Ltd., dan Overseas Chinese Banking Corporation Limited sejumlah USD115 juta dengan bunga dalam dollar jauh lebih tinggi yaitu 15%.

Selama ini GoTo mendapatkan dana segar dari investor (*private equity* atau *capital ventures*). Pinjaman jangka pendek di atas sangat berisiko. Sebagai perusahaan *startup* teknologi yang masih mengejar pertumbuhan pendapatan (*long term strategy*) dan salah satunya dibiayai dari pinjaman jangka pendek dengan biaya bunga sangat tinggi. Kemungkinan besar, GoTo sedang mengalami kekurangan kas (*cash shortage*) untuk membiayai operasionalnya sebagai dampak kondisi pandemi yang membuat sumber dana investor semakin terbatas.

Pada tanggal 16 November 2020, Telkomsel memberikan obligasi konversi tanpa bunga sebesar US\$150 juta (setara Rp2,1 triliun). Investasi (pinjaman) tersebut dituangkan dalam sebuah perjanjian. Obligasi konversi memungkinkan untuk mempercepat pelaksanaan investasi karena penentuan harga saham (*valuation conversation*) ditentukan di waktu lain.

Investopedia mendefinisikan obligasi konversi sebagai berikut: “A *convertible bond* is a *fixed-income corporate debt security that yields interest payments, but can be converted into a predetermined number of common stock or equity shares.*” Obligasi konversi merupakan surat berharga yang bersifat hibrid (*hybrid security*), yaitu memiliki fitur seperti obligasi dengan bunganya, namun juga memberikan kesempatan untuk memiliki saham. Namun dalam perjanjian antara Telkomsel dengan Gojek bisa juga diatur tersendiri dengan tidak mengenakan bunga, namun berupa *discount rate* dan *cap rate*.

Fenomena di atas dapat menimbulkan pertanyaan antara lain sebagai berikut:

- Telkomsel seperti menjadi “Dewa Penolong” bagi Gojek yang terlihat sedang kesulitan *cash flow*. Biasanya investor akan mendapatkan bunga, *market cap*, atau diskon ketika memberikan pinjaman dalam bentuk obligasi konversi. Dalam hal ini, apa keuntungan Telkomsel ketika berinvestasi dalam bentuk *convertible bond* yang diduga sedang kesulitan *cash flow (cash shortage)*? Apakah harga saham Rp270/lembar

(kemungkinan termasuk diskon) merupakan harga yang wajar? Berikut beberapa informasi terkait harga saham yang dapat dijadikan pembandingan:

- Harga saham awal kepada investor lain (Tahun 2018: Rp109,- per lembar saham; tahun 2019: Rp138,- per lembar saham; tahun 2020: Rp140,- per lembar saham).
 - Pendapat Morgan Stanley yang menyebut saham GoTo kemahalan (*overvalued*)?
- Berdasarkan kajian komprehensif (kajian hukum, kajian bisnis, kajian risiko), mengapa yang dipilih Telkomsel adalah investasi dalam bentuk obligasi konversi tanpa bunga?

2. Kontradiksi dalam Penilaian Perusahaan (*Company Valuation*)

Valuasi/penilaian suatu perusahaan *startup* adalah pekerjaan yang sangat sulit. Terlalu banyak variabel dan terlalu sedikit informasi dalam melakukan valuasi atas potensi perusahaan *startup*. Valuasi ini seperti menilai sesuatu pada masa depan yang penuh ketidakpastian agar dapat dinilai pada saat ini (*Tomorrow is Today*). Hal inilah yang menyebabkan investor ternama seperti Warren Buffet atau Lo Kheng Hong tidak mau berinvestasi di perusahaan *startup* karena dianggap terlalu berisiko.

GoTo juga mengakui kesulitan valuasi tersebut, sebagaimana tergambar dalam kutipan prospektusnya sebagai berikut:

“Riwayat kegiatan operasi Perusahaan yang cukup singkat dan bisnis Perusahaan yang terus berkembang mengakibatkan sulitnya mengevaluasi prospek usaha, risiko, serta tantangan yang mungkin dihadapi Perusahaan. Perusahaan tidak dapat menjamin bahwa laju pertumbuhan dan kinerja keuangan historis Perusahaan akan dapat terus dipertahankan”

Gojek kira-kira sudah beroperasi 7 tahun, sedangkan Tokopedia 12 tahun. Namun karena GoTo masih terus mengejar pertumbuhan, maka mereka masih sulit menghitung potensi bisnis ke depan, seberapa tinggi risikonya, dan kapan akan menghasilkan keuntungan. Wajar jika ada yang berpendapat bahwa investasi di perusahaan *startup* teknologi seperti berjudi (*just like a bet*), mengingat ketidakpastian atau risikonya sangat tinggi (*high risk investment*).

Investasi Telkomsel tahap kedua terjadi pada tanggal 18 Mei 2021 atau sehari setelah Gojek melakukan akuisisi Tokopedia. Pada hari itu, Telkomsel mengubah *convertible bond* menjadi 29.708 lembar senilai USD150 juta (setara Rp2,1 triliun), sekaligus membeli 59.417 lembar saham GoTo senilai US\$300 juta (setara Rp4,2 triliun). Pada saat

bersamaan, komisaris GoTo, William Tanuwijaya, mengeluarkan pernyataan tentang rencana *Initial Public Offering* (IPO) GoTo.

Keberanian Telkomsel menangkap peluang investasi ini tentu tidak bisa dilepaskan dari peran Telkom sebagai pemegang saham terbesar. Setyanto Hantoro, mantan Dirut Telkomsel, mengakui bahwa investasi ke Gojek/GoTo ini sudah cukup lama dibahas di Telkom. Dalam wawancaranya dengan Tempo, Setyanto Hantoro mengakui Telkom ingin berpatner dengan Gojek, namun karena *synergy value*-nya belum tergal, maka belum terealisasi.

Berkaca pada peristiwa tahun 1994-1995, saat bisnis komunikasi *fixed line* masih menjadi “*cash cow*”, Telkom merencanakan IPO dan mulai membangun Telkomsel. Keberanian Telkom melakukan aksi korporasi tersebut terbukti berhasil mengangkat kinerja Telkom. Bahkan sampai saat ini, Telkomsel masih menjadi penyumbang laba terbesar ($\pm 80\%$) di lingkungan Telkom Group. Sayangnya, Telkom juga punya pengalaman kurang baik dalam investasinya di Tiphone pada tahun 2014. Dengan pengalaman tersebut, Telkom akan sangat berhati-hati dalam memberikan arahan/persetujuan investasi Telkomsel di GoTo ini.

Tabel berikut disajikan resume perbandingan cara penilaian perusahaan *startup* dengan perusahaan konvensional:

PENILAIAN	
Perusahaan Startup	Perusahaan Konvensional
<p>Dasar penilaian berdasarkan faktor-faktor antara lain:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. prospek bisnis ke depan (pertumbuhan pendapatan dan pertumbuhan pelanggan/<i>traction</i>) b. <i>Founder</i> dan Tim manajemen (orang) c. Kemampuan inovasi (teknologi) d. Produk e. Market, dll 	<p>Dasar penilaian terutama berdasarkan penilaian fundamental bisnis perusahaan, meliputi antara lain:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. Kinerja/ tingkat kesehatan perusahaan yang tercermin dari laporan keuangan (rasio profitabilitas, rasio likuiditas, <i>debt equity ratio</i> (DER), <i>cash flow</i>, dst) b. <i>Business Plan</i> perusahaan c. Pemilik, Direksi dan Dewan Komisaris serta manajemen perusahaan.
<p>GoTo dinilai tinggi karena:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. Pertumbuhan pendapatan dan jumlah pelanggan GoTo sangat fenomenal; 	<p>Penilaian GoTo yang sedemikian tinggi sangat kontradiktif dengan fundamental bisnisnya:</p>

<p>b. Penggunaan teknologi (platform) membuat GoTo mempunyai potensi margin lebih besar;</p> <p>c. Produknya menjadi solusi masyarakat terkait masalah transportasi dengan aplikasi <i>on-demand</i> (gojek), layanan keuangan (gopay), dan perdagangan/<i>e-commerce</i> (tokopedia);</p> <p>d. Peluang bisnis digital Indonesia diprediksi akan tumbuh 200-300% di masa mendatang. Bahkan pada tahun 2025 diprediksi mendekati USD150 miliar (lebih dari 2.000 triliun rupiah). (detil uraian lihat lampiran 1).</p> <p>Beberapa catatan yang menunjukkan adanya risiko dalam valuasi perusahaan <i>startup</i> antara lain adalah:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Beberapa CEO Venture Capital BUMN menyatakan bahwa strategi “bakar uang” (<i>growth at all cost</i>) sudah tidak relevan lagi pada saat ini. Perusahaan modal ventura lebih melihat ebitda perusahaan <i>startup</i>; - Meskipun nilai GoTo sangat tinggi berdasar metode penilaian di atas, Morgan Stanley, Bank investasi raksasa asal Amerika Serikat (AS), menyebut bahwa saham teknologi GoTo kemahalan (<i>overvalued</i>). - Beberapa pengamat menilai terdapat dugaan kejahatan pasar modal seperti <i>insider trading</i>, skema ponzi, atau aksi 	<ul style="list-style-type: none"> - Gojek/GoTo sejak berdiri sampai saat ini masih merugi, - Arus kas operasinya (<i>Net Operating Cash Flow</i>) masih negative (tidak mampu membiayai operasinya sendiri), - Rasio-rasio keuangan terkait tingkat kesehatan perusahaan seperti DER, ROE, ROI juga sangat parah. <p>Dibalik potensi <i>return</i> tinggi, pasti terdapat risiko yang tinggi pula. Beberapa indikator terkait antara lain:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Proyeksi tahun 2022-2024 perusahaan masih merugi dan arus kas negatif. Artinya perusahaan belum dapat menghidupi dirinya sendiri dan masih bergantung dari dana segar dari luar perusahaan (investor). Di sisi lain, kondisi eksternal diprediksi sedang tidak baik-baik saja (lihat lampiran 2), sehingga risiko operasional juga menjadi tinggi. - Dalam prospektusnya GoTo menyatakan “Perusahaan telah mencatatkan rugi bersih sejak didirikan, dan Perusahaan mungkin tidak dapat mencapai profitabilitas” - Faktor eksternal dalam tahun mendatang berisiko mengancam GoTo, antara lain adalah:
--	--

<p>“goreng saham” dibalik tingginya harga saham GoTo.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Suku bunga the Fed, inflasi tinggi di negara maju, perang Russia-Ukraina; • Harga pertalite dan solar yang diprediksi naik dalam waktu dekat; • Kompetisi dengan Grab dan Shopee masih sangat ketat.
---	--

Pada tahap awal (*early stage*), perusahaan *startup* dan perusahaan konvensional sama-sama “membakar uang” untuk berinvestasi dalam pendirian perusahaan. Mulai dari biaya perijinan (legalitas), aktiva tetap, peralatan dan perlengkapan, dan biaya-biaya lain yang diperlukan. Oleh karena itu, keduanya kemungkinan akan mengalami kerugian karena pengeluarannya (biaya/investasi) lebih besar dari pemasukan (pendapatan). Jadi pada tahap awal (proses pendirian perusahaan), keduanya mempunyai strategi yang sama.

Pada tahap-tahap selanjutnya, terdapat perbedaan yang mencolok antara keduanya:

- Perusahaan konvensional berusaha secepat mungkin memperoleh laba, memutar kembali sebagian besar labanya (*retained earnings*) untuk berinvestasi agar dapat terus tumbuh secara organik (wajar). Semakin lama, fundamental bisnis perusahaan semakin baik dan kapitalisasi pasarnya juga tumbuh secara wajar.
- Perusahaan *startup* masih fokus untuk meningkatkan pendapatan dengan segala cara (*growth at all cost*). Perusahaan *startup* yang berhasil (hanya 5%) akan terlihat cepat pertumbuhan pendapatan dan basis pelanggannya (*extraordinary growth* atau *exponential growth*). Namun demikian, fundamental bisnis perusahaan *startup* masih terlihat lemah.

Perbedaan **model bisnis** dan **strategi** membuat penilaian perusahaan *startup* berbeda dengan perusahaan konvensional. Tabel* di bawah ini menyajikan perbandingan antara GoTo yang mewakili perusahaan *startup* teknologi dengan BCA, Telkom, dan Astra International yang mewakili perusahaan konvensional.

PERUSAHAAN	PENDAPATAN	LABA BERSIH	KAPITALISASI PASAR
BCA	78 triliun	Laba 31,4 triliun	900 triliun
Telkom	143 triliun	Laba 33,9 triliun	421 triliun

Astra International	233 triliun	Laba 25,5 triliun	291 triliun
GoTo	4,5 triliun	Rugi 21,4 triliun	431 triliun

* Data diambil dari Annual Report tahun 2021 dan Bursa Efek Indonesia (BEI) tanggal 7 Juni 2022.

Berdasarkan tabel di atas, meskipun GoTo masih mencatat kerugian, namun kapitalisasi pasarnya (harga per lembar saham kali jumlah saham beredar) melebihi Telkom dan Astra International. Dalam waktu tidak terlalu lama, GoTo kemungkinan akan dapat menyalip BCA menjadi perusahaan dengan nilai kapitalisasi terbesar yang tercatat di BEI. Hal inilah yang menimbulkan perdebatan bagaimana investor yang berinvestasi di perusahaan startup berani membayar dengan harga tinggi saham di sebuah perusahaan yang masih merugi.

3. Kontradiksi Pelaksana Investasi

Telkom saat ini fokus menjadi perusahaan digital (*digital telco*). Artinya investasi ke GoTo sejalan dengan *corporate strategy* Telkom. Investasi ini berpotensi menciptakan sinergi (sinergi pasar, efisiensi, *additional service*, dan lain-lain) dan potensi bisnis berkelanjutan.

Penugasan Telkomsel untuk berinvestasi di Gojek, di samping faktor *synergy value* sebagaimana dijelaskan Setyanto Hantoro di atas, kemungkinan adalah faktor risiko tinggi dalam perusahaan startup teknologi. Lampu hijau dari Kementerian BUMN selaku pemegang saham Telkom kemungkinan besar sulit diperoleh mengingat faktor risiko tersebut.

Namun demikian penunjukan Telkomsel (bukan MDI) tersebut masih banyak menimbulkan pertanyaan lain dengan pertimbangan sebagai berikut:

- Mengapa bukan PT Metra Digital Investasma (MDI), anak usaha Telkom yang salah satu aktivitas bisnisnya adalah investasi pada perusahaan rintisan (*startup company*)? Meskipun beda waktu, SE-4/MBU/04/2022 tentang Pedoman Investasi BUMN pada Perusahaan Rintisan (*Startup Company*), dapat dijadikan referensi. Surat edaran tersebut mewajibkan investasi pada perusahaan *startup* wajib melalui Perusahaan Modal Ventura kecuali ada kebijakan lain. Angka 7 pada surat edaran tersebut menyebutkan, "Dalam hal BUMN telah memiliki unit bisnis modal ventura atau Anak Perusahaan atau Perusahaan Patungan yang menjalankan kegiatan usaha modal ventura yang bergerak di bidang usaha rintisan (startup) agar pelaksanaannya menyesuaikan sebagaimana aturan dalam Surat Edaran ini." Artinya, bukankah investasi saham

(*equity participation*) pada perusahaan *startup* wajib (disesuaikan) melalui perusahaan modal ventura seperti MDI?

- Investasi Telkomsel pada GoTo tersebut dicatat pada investasi pada ekuitas yang diklasifikasikan sebagai FVTPL (*fair value through profit & loss*). Artinya investasi tersebut penyertaan sementara (3-10 tahun) dan berpotensi untuk diperdagangkan. Model bisnis seperti ini memang identik dengan perusahaan modal ventura seperti MDI yang berorientasi mendapatkan *capital gain* ketika dijual melebihi harga perolehannya;
- Perusahaan modal ventura seperti MDI merupakan lembaga keuangan non bank yang didisain untuk berinventasi dengan risiko lebih tinggi dari bank. Jadi mengapa Telkomsel yang diberi “penugasan” untuk investasi di perusahaan *startup*?
- Porsi saham di GoTo hanya \pm 4% dan berpotensi terus terdilusi dengan masih agresifnya GoTo mencari investor baru. Minimnya kepemilikan saham tersebut membuat Telkomsel tidak mempunyai pengaruh signifikan (*control*) dalam mengatur strategi atau *operating policies* GoTo. Apakah strategi ini selaras dengan *corporate strategy* Telkom/Telkomsel (strategi kerjasama jangka panjang)?

4. Kontradiksi dalam Memahami Prinsip Kehati-hatian

Dalam rapat dengan panja komisi VI DPR RI, Ririek Adriansyah, Dirut Telkom, menyatakan bahwa proses investasi Telkomsel di GoTo sudah sesuai GCG. Proses Investasi melalui berbagai proses, sudah diverifikasi tim, dibawa ke rapat direksi Telkomsel, dan sampai di Komisaris Telkomsel, kemudian sampai ke pemegang saham dalam hal ini Telkom dan Singtel. Dengan demikian proses investasi tersebut sudah sesuai mekanisme korporasi yang berlaku.

Dirut Telkom menyatakan ada risiko kehilangan potensi pertumbuhan bisnis jika tidak mengambil kesempatan di pilar layanan digital. GoTo merupakan mitra yang tepat karena memiliki layanan digital dan model bisnis yang jelas, sehingga mendorong potensi sinergi yang kuat dengan Telkomsel. GoTo juga mempunyai kapabilitas dan ekosistem layanan yang relevan dengan Indonesia, sehingga berpeluang menjadi *local champion*. Jadi investasi Telkomsel di GoTo bertujuan mendorong adopsi ekonomi digital yang berkelanjutan dengan memanfaatkan kekuatan kolaborasi dari aset dan ekosistem dari kedua belah pihak.

Peluang dan ancaman atau *return* dan *risk* seperti mata uang, yang keduanya selalu berdampingan, dalam pengelolaan korporasi. Korporasi yang hanya melihat *risk* akan berjalan lambat, namun lebih terjamin keamanannya. Sebaliknya, korporasi yang hanya melihat peluang (*return*), dapat masuk jurang.

Berbagai peluang yang disampaikan Dirut Telkom di atas juga mengandung ancaman (risiko). Sudah banyak sekali kasus korupsi yang menjerat Direksi BUMN dan Anak Perusahaan BUMN yang disebabkan pelanggaran prinsip kehati-hatian ini. Dari berbagai kasus korupsi terdapat perbedaan pemahaman/penafsiran prinsip kehati-hatian antara pelaku bisnis dengan auditor dan APH. Khususnya kasus korupsi yang *mens rea* (niat jahatnya) masih menjadi perdebatan.

Risiko investasi saham kepada GoTo ini bertambah tinggi karena pada tahun 2020 dan 2021 belum ada peraturan perundang-undangan yang mengatur tentang investasi di perusahaan *startup*. Kemungkinan hanya ada peraturan kebijakan Telkom/Telkomsel (*beleid regels*) berupa diskresi atau pedoman internal. Namun secara umum terdapat rambu-rambu yang wajib dipedomi Direksi dalam membuat diskresi. Pasal 97 ayat 5 UU Perseroan Terbatas atau yang lebih dikenal dengan doktrin *Business Judgment Rule* (BJR) dapat menjadi referensi dasar dalam menilai kewajaran investasi perseroan terbatas.

Doktrin BJR mengamanahkan Direksi Perseroan untuk mengurus perusahaan secara hati-hati dan dengan itikad baik, tidak ada benturan kepentingan (*conflict of interest*), dan terdapat mitigasi untuk mencegah timbulnya kerugian. Di samping itu, Direksi harus dapat memastikan jika terjadi kerugian, kerugian tersebut bukan karena kesalahan atau kelalaiannya.

Sebagaimana uraian di atas, investasi saham di perusahaan *startup* teknologi seperti bermain judi. Artinya investasi tersebut mempunyai risiko sangat tinggi. Tingkat risiko (*level of risk*) dihitung dari perkalian probabilitas dengan dampak. Berikut kami sajikan perhitungan tingkat risiko investasi di perusahaan *startup*.

a. Kemungkinan/frekuensi (probabilitas)

Perusahaan *startup* gagal menjadi *mature* sebesar 95%. Artinya, tingkat sukses (*success rate*) perusahaan *startup* hanya 5%. Amazon dan Alibaba merupakan contoh perusahaan *startup* teknologi yang sukses (berhasil). Jadi probabilitas terjadinya kegagalan sangat sering terjadi. Kondisi ini didukung oleh pernyataan beberapa pihak, antara lain:

- Pada awal bulan Juni 2022, Hary Tanoesoedibjo, pengusaha nasional, mengatakan hari-hari keemasan *startup* sudah mulai berakhir;
- Rudiantara, mantan Menkominfo dan Ketua Dewan Pengawas Asosiasi Fintech Indonesia, masih yakin bahwa bisnis startup masih menjanjikan, meskipun *success rate of startup* hanya 5%. Namun demikian orientasi investor telah beralih dari sebelumnya berfokus pada pertumbuhan transaksi (*traction*) dengan “bakar uang” menjadi EBITDA atau *road to profitability*;
- Sequoia Capital, perusahaan modal ventura ternama dari Amerika, dalam presentasinya bulan Mei 2022 yang berjudul “*Adapting to Endure*” menyatakan bahwa masa mengejar pertumbuhan dengan biaya besar-besaran akan segera berakhir. Biaya investasi semakin besar dan investor tidak memprioritaskan investasi pada pertumbuhan. *Growth at all costs is no longer being rewarded.*
- Masayoshi Son, CEO Soft Bank Group, investor *startup* terkemuka, pada pertengahan Agustus 2022, menyatakan bahwa dampak rugi Rp344 triliun dan kondisi dunia yang mengalami “kebingungan besar”, maka perusahaan (Soft Bank) secara agresif mengurangi aktivitas investasi perusahaan. Bahkan perusahaan merencanakan pengurangan tenaga kerja di seluruh grup.
- Bulan Juni 2022, terdapat 755 startup di seluruh dunia yang melakukan PHK atas 127.000 karyawannya. Termasuk di dalamnya perusahaan *startup* di Indonesia seperti Zenius, Linkaja, JD.ID, TaniHub, dll.
- *Timing* IPO GoTo pada bulan April 2022 bersamaan dengan kondisi makro ekonomi sedang tidak baik-baik saja dan *equity story*-nya juga belum bagus. Bagaimanapun IPO merupakan salah satu *exit strategy* bagi perusahaan *startup* dalam mencari sumber dana. Apakah waktunya sudah tepat atau ada faktor kesulitan lain yang sedang dialami GoTo?

Memperhatikan uraian di atas, probabilitas investasi di GoTo gagal probabilitasnya sangat sering atau sering (skor: 3-5).

b. Dampak/Konsekuensi

Jika dinilai dari dampak keuangan, maka kerugian Rp6,3 triliun setara dengan 7% dari nilai pendapatan Telkomsel atau 24% dari laba bersih Telkomsel. Kriteria skala dampak yang ditetapkan Telkomsel dapat berbeda dengan perusahaan lain. Prosentase 7% mungkin dianggap kecil/sedang oleh Telkomsel, namun potensi kerugian keuangan negara sebesar itu masih dianggap sangat besar di Indonesia. Kerugian triliunan rupiah

selalu menjadi perhatian publik. Dengan demikian skor-nya pun bisa 3-5, tergantung pertimbangan manajemen Telkomsel.

Berdasar uraian di atas, investasi saham di perusahaan *startup* mempunyai risiko tinggi (*high risk investment*). Perusahaan swasta memungkinkan untuk melakukan investasi saham di perusahaan *startup* karena kerugian/keuntungan berdampak langsung pada pemiliknya. *High Risk High Return*. Tidak demikian dengan BUMN/Anak Perusahaan BUMN mengingat pemilik BUMN adalah negara.

Beberapa kasus investasi yang dianggap melanggar prinsip kehati-hatian terjadi di banyak negara. Kasus yang terjadi di Indonesia, khususnya BUMN, antara lain kasus Direksi Jamsostek tahun 2006, Direksi Jiwasraya dan Asabri tahun 2018/2019, dan yang terakhir kasus korupsi yang menjerat Dirut Pertamina.

Di luar negeri tentu kita ingat kasus kebangkrutan Lehman Brothers pada tahun 2007/2008. Mirip dengan perusahaan *startup*, Lehman Brothers mengalami kebangkrutan dipicu oleh strateginya mengejar pertumbuhan baru (*high leverage growth strategy*). Strategi pertumbuhan baru membuat perubahan pada sistem manajemen risiko, bahkan melampaui sejumlah batas risiko dan pengendalian.

Kasus perusahaan *startup* teknologi yang sedang hangat berpotensi terjadi pada Uber. Hubert Horan, konsultan transportasi, menyebut bisnis Uber sebagai “*Uncompetitive Economics*” yang berbasis pada model predator harga dan ketergantungan pada “subsidi” raksasa. Mark MacGann, mantan eksekutif Uber yang menjadi *whistleblower*, menyebut Uber menggunakan segala cara untuk meningkatkan derajat dan reputasi mereka. Misal dengan menggaet pejabat/politisi dan akademisi/pengamat untuk memuluskan bisnis Uber, terutama terkait regulasi (korupsi kebijakan) yang menguntungkan. Sampai saat ini Uber masih merugi USD2.6 miliar dan melakukan PHK 6.700 karyawannya, namun harga sahamnya terus melonjak 13.6%.

Penerapan prinsip kehati-hatian dalam investasi di perusahaan *startup* bagi BUMN/Anak Perusahaan BUMN memerlukan kajian komprehensif yang kuat dan berlapis. Jika memungkinkan juga didukung oleh konsultan, auditor, dan/atau APH. Tindakan seperti ini diperlukan karena pemahaman prinsip kehati-hatian dipengaruhi oleh pengetahuan dan pengalaman seseorang, kelengkapan informasi, dan faktor lingkungan sekitar.

Pada tahun 2018, saat proses investasi ke Gojek masih berada di Telkom, Jamdatun menyatakan, "karena gojek/goto perusahaan rugi dan arus kas negatif, maka pembelian harus ke saham baru (bukan membeli pemegang saham lama) dan harus digunakan untuk dana perusahaan (gojek) untuk operasionalnya menjadi perusahaan untung".

Pemahaman dan penafsiran atas pendapat Jamdatun di atas dapat berbeda-beda antara pelaku bisnis (Telkom/Telkomsel) dengan auditor/APH. Di satu sisi, pelaku bisnis ditargetkan untuk mencapai misi/tujuan tertentu sesuai anggaran (RKAP dan RJPP) dan tata kelola yang baik. Dalam praktek, pelaku bisnis sering beradaptasi (*agile*) dalam merespon perubahan yang cepat di lapangan. Di sisi lain, auditor dan APH sering bersikap hitam-putih karena mereka diberi target (KPI) sesuai misi/tujuan instansinya. Hal inilah yang sering menimbulkan kontradiksi dalam penerapan prinsip kehati-hatian.

Misalnya dalam menafsirkan pendapat Jamdatun di atas, auditor/APH dapat melakukan audit atau pengumpulan bahan keterangan karena fakta-fakta berikut ini:

1. Pada bulan Desember 2021, GoTo melakukan *buyback* sebanyak 5,1 miliar lembar saham senilai Rp1,9 triliun. Terkait peristiwa ini, auditor dan/atau APH sering menyampaikan pertanyaan kritis seperti ini:
 - Apakah *buyback* saham dari pemegang saham lama termasuk ruang lingkup pendapat Jamdatun di atas?
 - Wajarkah harga saham yang di-*buyback* tersebut? Yang pasti, harga *buyback* Rp378/lembar saham atau lebih tinggi dari harga perolehan saham pada tahun 2018-2020, harga saham yang dibeli Telkomsel Rp270/lembar saham dan/atau harga IPO sebesar 316-348 rupiah per lembar saham. Artinya pemegang saham lama yang sahamnya dibeli kembali oleh GoTo sudah mendapatkan *capital gain*.
 - Saham siapakan yang di-*buyback*? Jangan-jangan pemegang saham lama tersebut merupakan *beneficial owner* (pemilik/pengendali yang sebenarnya)?
 - Apakah ada afiliasi dan benturan kepentingan terkait *buyback* tersebut?
2. GoTo masih fokus pada "bakar uang" untuk memperbesar pertumbuhan pendapatan. Belum jelas kapan strategi *profitability* akan dijalankan. Hal ini tercermin dari:
 - Laporan keuangan 2019, 2020 dan 2021, GoTo masih rugi sebesar Rp22,7 triliun, Rp14,2 triliun dan Rp21,4 triliun. Penyebab kerugian adalah peningkatan secara signifikan pada beberapa pos biaya seperti biaya gaji, promosi, iklan dan pemasaran. Biaya-biaya tersebut sering lebih besar dari pendapatan bersihnya.

Tabel berikut memperlihatkan perbandingan Pendapatan Bersih vs Biaya Penjualan dan Pemasaran.

Waktu	Pendapatan Bersih	Biaya Penjualan dan Pemasaran
Tahun 2019	Rp2,3 triliun	Rp14,3 triliun
Tahun 2020	Rp3,3 triliun	Rp2,5 triliun
30 September 2021	Rp3,4 triliun	Rp4,7 triliun
Tahun 2022 (proyeksi)	Rp10,6 triliun	Rp12 triliun

Dalam propektus halaman 102, ”kenaikan (pendapatan) tidak dapat menutup biaya pemasaran yang dikeluarkan perusahaan.”;

- Berdasar presentasi *pre-deal investor education* oleh Indo Premier, GoTo diproyeksikan masih merugi berturut-turut sebesar Rp31,5 triliun, Rp29,6 triliun, dan Rp24,7 triliun pada tahun 2022-2024. Artinya, belum jelas kapan GoTo akan menghasilkan *return*.
- Rencana penggunaan dana IPO. GoTo masih tetap menjalankan strategi pengembangan perusahaan melalui akuisisi pelanggan, penjualan dan pemasaran, pengembangan produk, dan seterusnya (lihat informasi pada prospektus).

Oleh karena itu, pertanyaan kembali pada pertanyaan awal terkait kesesuaian dengan pendapat jamdatun; berapa persen investasi Telkomsel tersebut dipergunakan untuk operasional (modal kerja) GoTo yang menghasilkan keuntungan?

Fakta-fakta di atas dapat menjadi “bola liar” jika Direksi Telkomsel tidak segera bertindak. Salah satu persyaratan BJR adalah Direksi telah melakukan mitigasi untuk mencegah timbulnya kerugian. Mitigasi dimaksud, misalnya, pada saat harga saham GoTo masih lebih tinggi dari harga perolehannya, Telkomsel menjual sahamnya di GoTo untuk mendapatkan *capital gain*. Mumpung harga sahamnya masih tinggi

GoTo dalam prospektusnya sangat berhati-hati. Mitigasi atas risiko hukum benar-benar diterapkan. Sebagian besar pernyataan tentang potensi bisnis, laba, dividen, *capital gain* dikemas demikian baik untuk mengantisipasi permasalahan hukum. Menarik untuk melihat kecanggihan kajian hukum, kajian bisnis, dan kajian risiko sebelum Telkom/Telkomsel berinvestasi saham perusahaan *startup* dengan risiko tinggi.

Contoh perbedaan pemahaman prinsip kehati-hatian yang lain adalah dugaan afiliasi Komisaris Utama Telkomsel dan salah satu Komisaris GoTo dijabat oleh orang yang sama.

Afiliasi akan menjadi masalah ketika menimbulkan benturan kepentingan (*conflict of interest*) yang melanggar Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan dan/atau ketentuan terkait lainnya.

Dalam jawabannya ke Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 25 Mei 2022, manajemen Telkom menyatakan investasi Telkomsel kepada Gojek bukan merupakan transaksi afiliasi karena tidak terdapat kesamaan 1 atau lebih anggota Direksi dan/atau Dewan Komisaris antara Perseroan atau Telkomsel dengan Gojek.

Di sisi lain, tabel berikut menunjukkan kemungkinan adanya transaksi afiliasi dimaksud.

TANGGAL	URAIAN
22 Oktober 2019	Garibaldi Tohir diangkat menjadi Komut PT AKAB (Gojek)
28 November 2019	Wishnutama diangkat sebagai komisaris PT Tokopedia. Dalam prospektus (hal. 296) disebutkan: “Wishnutama diangkat sebagai Komisaris Emiten pada tahun 2021. Saat ini juga menjabat sebagai Komisaris PT Tokopedia dan Komisaris Utama PT Telkomsel sejak tahun 2021”.
16 November 2020	Telkomsel membuat perjanjian dengan PT AKAB (Gojek) untuk investasi dalam bentuk Obligasi Konversi tanpa bunga.
14 Februari 2021	Wishnutama diangkat sebagai Komisaris Utama Telkomsel. Pengangkatan sebagai komisaris anak perusahaan BUMN mengacu pada peraturan menteri BUMN (PER-04/MBU/06/2020 jo PER-03/MBU/2012), Anggaran Dasar, dan peraturan internal BUMN tersebut
17 Mei 2021	AKAB akuisisi Tokopedia (menjadi PT GoTo)
18 Mei 2021	Telkomsel menandatangani Perjanjian Pembelian Saham GOTO
15 Desember 2021	Wishnutama diangkat sebagai komisaris GoTo

Potensi pelanggaran afiliasi diatas akan bermasalah ketika terjadi benturan kepentingan akibat hubungan afiliasi tersebut. Pelanggaran benturan kepentingan biasanya berasal dari kesengajaan pihak berafiliasi yang memiliki kepentingan pribadi/kelompok menggunakan kewenangan/pengaruhnya yang menguntungkan diri sendiri/orang lain, sehingga dapat mempengaruhi netralitas dan kualitas keputusan dan/atau tindakan yang dibuatnya. Namun

demikian, Telkom menjamin bahwa transaksi tersebut sesuai dengan praktik bisnis yang berlaku umum, tidak melanggar POJK No. 42/2020, dan tidak ada benturan kepentingan.

Apakah investasi Telkomsel pada GoTo mengandung benturan kepentingan? Audit Investigasi (termasuk *follow the money*) akan dapat mengungkap hal tersebut. Tidak mudah memang, apalagi jika transaksinya melibatkan negara-negara yang terkenal sebagai surga pencucian uang, maka investigasi membutuhkan dukungan penuh pemerintah.

Semua permasalahan di atas bermuara pada apakah ada keuntungan atau kerugian dari investasi tersebut. Jika investasi tersebut terbukti menguntungkan, maka risiko hukumnya sangat rendah. Bahkan aksi korporasi Telkomsel ini dapat dianggap sebagai terobosan bisnis. Direksi Telkomsel pun akan mendapat pujian sebagai “**pahlawan**”. Namun jika gagal menghasilkan keuntungan, maka risiko hukumnya membesar, dan Direksi Telkomsel berpotensi menjadi “**pesakitan**”. *High Risk, High Return*.

Disclaimer:

Kajian singkat ini disusun berdasarkan data/informasi yang ada di internet.

Kajian ini merupakan pendapat pribadi penulis dan hanya untuk bahan diskusi/pembelajaran.

Kajian ini terbuka untuk didiskusikan.

--o0o--