

Balancing Fiscal Accountability and Commercial Confidentiality: A Comparative Study of Danantara and Temasek

Alexandro Gabrielle Sormin¹, Bintang Fijratullah Putra², Muhammad Daffa Janitra Waluyo³,
Najwa Apriyeni Shafa Kamila⁴, Fakhri Anas Faizi⁵, Yeyen Asyolih⁶

¹⁻⁶ Politeknik Keuangan Negara STAN, Indonesia

Info Artikel	ABSTRAK
<i>Article history:</i> Received Sep, 2026 Revised Sep, 2026 Accepted Sep, 2026	Penelitian ini menganalisis batas antara akuntabilitas fiskal dan kerahasiaan komersial pada entitas investasi negara dengan membandingkan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara) dan Temasek Holdings. Penelitian bertujuan menganalisis kedudukan hukum, mekanisme aliran pendapatan, tata kelola, dan praktik keterbukaan kedua entitas, serta merumuskan kerangka penjenjangan informasi untuk Danantara. Penelitian menggunakan pendekatan kualitatif dengan penelitian hukum normatif dan studi komparatif hukum dan kebijakan berbasis data sekunder berupa peraturan perundang-undangan, dokumen resmi, laporan tahunan, kerangka Santiago Principles, literatur ilmiah, dan sumber media terpercaya. Analisis dilakukan secara deskriptif-komparatif melalui content analysis atas dua belas dimensi perbandingan. Hasil menunjukkan adanya perbedaan mendasar dalam kedudukan hukum, hubungan dengan negara, orientasi investasi, mekanisme aliran hasil, audit, dan pengungkapan informasi. Penelitian kemudian mengembangkan Fiscal-Commercial Disclosure Threshold Framework yang membagi perlakuan informasi menjadi Full Disclosure, Aggregate Disclosure, Delayed Disclosure, dan Legitimate Confidentiality berdasarkan lima kriteria. Kerangka ini dilengkapi Revenue-Proximity Principle dan mekanisme implementasi untuk menjaga traceability manfaat fiskal tanpa menghilangkan kerahasiaan komersial yang sah.
<i>Kata Kunci:</i> Danantara, Temasek, Fiskal, Akuntabilitas, Fiskal, Kerahasiaan, Komersial, Disclosure Threshold	
<i>Keywords:</i> Danantara, Temasek, Fiscal Accountability, Commercial Confidentiality, Disclosure Threshold	
	ABSTRACT This study analyzes the boundary between fiscal accountability and commercial confidentiality in state investment entities by comparing the Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (Danantara) and Temasek Holdings. The study aims to examine the legal position, revenue-flow mechanisms, governance, and disclosure practices of the two entities and to formulate a tiered disclosure framework for Danantara. It uses a qualitative approach combining normative legal research with a comparative legal and policy study based on secondary data, including legislation, official documents, annual reports, the Santiago Principles, scholarly literature, and reliable media sources. Data are analyzed descriptively and comparatively through content analysis across twelve comparison dimensions. The findings show fundamental differences in legal status, state relationship, investment orientation, revenue-flow mechanisms, audit, and financial disclosure. The study develops a Fiscal-Commercial Disclosure Threshold Framework that classifies information into Full Disclosure, Aggregate Disclosure, Delayed Disclosure, and Legitimate Confidentiality based

on five criteria. The framework is complemented by a Revenue-Proximity Principle and an implementation mechanism intended to maintain traceability of fiscal benefits while preserving legitimate commercial confidentiality.

This is an open access article under the [CC BY-SA](#) license.



Corresponding Author:

Name: Najwa Apriyeni Shafa Kamila
Institution: Politeknik Keuangan Negara STAN, Indonesia
Email: najwa_4131230339@pknstan.ac.id

1. PENDAHULUAN

Pengelolaan keuangan negara di Indonesia selama ini bertumpu pada dua pilar utama penerimaan, yaitu penerimaan perpajakan dan Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP). Berdasarkan Undang-Undang Nomor 9 Tahun 2018 tentang Penerimaan Negara Bukan Pajak, salah satu klasifikasi PNBP yang cukup material bagi Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) adalah PNBP yang bersumber dari pengelolaan Kekayaan Negara Dipisahkan (KND), yakni bagian laba atau dividen dari Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang disetorkan ke kas negara. Pada 2024, setoran dividen BUMN ke kas negara melalui pos KND tercatat sekitar Rp86,4 triliun, dan pada APBN 2025 pos ini semula ditargetkan mencapai Rp90 triliun.

Lanskap ini berubah signifikan sejak Presiden Republik Indonesia menandatangani Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025 tentang Perubahan Ketiga atas Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara pada 24 Februari 2025, yang sekaligus menjadi dasar hukum pembentukan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (BPI Danantara), diperkuat dengan Peraturan Pemerintah Nomor 10 Tahun 2025 tentang Organisasi dan Tata Kelola BPI Danantara. Sejak berlakunya UU tersebut, dividen BUMN tidak lagi disetorkan ke kas negara sebagai PNBP melalui pos KND, melainkan dialihkan langsung untuk dikelola oleh Danantara sebagai badan pengelola investasi strategis. Realisasi PNBP dari dividen BUMN pada Januari 2025 hanya tercatat Rp10,9 triliun dari dividen interim satu BUMN, dan setelah itu pos tersebut praktis tidak lagi menyumbang penerimaan negara dalam skema konvensional. Kementerian Keuangan pun harus menempuh berbagai langkah extra effort, seperti optimalisasi PNBP sektor sumber daya alam dan PNBP Kementerian/Lembaga, untuk menambal potensi kehilangan penerimaan tersebut.

Pergeseran ini memunculkan fenomena yang oleh sejumlah pengamat kebijakan fiskal disebut sebagai double fiscal exposure: di satu sisi negara kehilangan aliran penerimaan dividen BUMN yang selama ini relatif stabil dan dapat diverifikasi melalui mekanisme APBN, sementara di sisi lain negara tetap menanggung risiko fiskal melalui penyertaan modal negara (PMN) kepada Danantara serta potensi kewajiban kontinjensi apabila portofolio investasi Danantara mengalami kerugian. Dalam skema baru ini, keuntungan atau kerugian investasi pada dasarnya menjadi tanggung jawab Danantara sebagai badan hukum, bukan langsung menjadi beban negara, sepanjang tidak terbukti ada kelalaian atau kesalahan dari pengurusnya. Struktur semacam ini menempatkan Danantara pada posisi hukum yang unik: ia lahir dari rezim hukum publik, didirikan melalui undang-undang dan diawasi oleh lembaga negara, namun dalam operasionalnya dituntut untuk bergerak dengan logika korporasi investasi yang kompetitif di pasar global.

Persoalan menjadi lebih kompleks ketika logika akuntabilitas publik yang melekat pada asal-usul kekayaan negara yang dipisahkan berhadapan dengan kebutuhan kerahasiaan komersial yang lazim dituntut oleh entitas investasi agar tetap kompetitif, misalnya dalam negosiasi merger dan akuisisi, strategi alokasi portofolio, atau harga akuisisi aset tertentu. Jika Danantara dipaksa

membuka seluruh informasi operasionalnya atas nama Undang-Undang Keterbukaan Informasi Publik (UU KIP), daya saingnya di pasar investasi global berisiko terganggu. Sebaliknya, jika Danantara diberi keleluasaan untuk berlindung di balik dalih kerahasiaan komersial secara mutlak (blanket secrecy), publik dan lembaga pengawas berisiko kehilangan kemampuan mengontrol aliran pendapatan negara yang berasal dari pengelolaan kekayaan negara yang dipisahkan tersebut. Risiko ini secara langsung memengaruhi proses bisnis penerimaan negara yang menjadi tumpuan pembiayaan APBN.

Untuk menakar di mana batas ideal itu semestinya diletakkan, penelitian ini menggunakan pendekatan studi komparatif hukum dan kebijakan dengan menghadirkan Temasek Holdings (Singapura) sebagai pembanding. Temasek dipilih karena merupakan entitas investasi milik negara yang telah beroperasi lebih dari lima dekade, memiliki tradisi pelaporan tahunan (Temasek Review) yang relatif matang, namun tetap beroperasi di bawah rezim hukum korporasi privat, bukan hukum administrasi negara. Perbandingan kedua entitas ini relevan karena satu lahir dari rezim hukum publik Indonesia yang sarat kewajiban keterbukaan, sementara yang lain tunduk pada kultur hukum korporat Singapura yang lebih mengandalkan diskresi dewan direksi. Perbandingan tersebut diharapkan dapat menghasilkan pemahaman yang lebih presisi mengenai sejauh mana kerahasiaan komersial dapat dibenarkan tanpa mengorbankan hak kontrol publik atas kekayaan negara.

Pertanyaan Penelitian

Penelitian menanyakan batas pengungkapan informasi keuangan yang menjaga transparansi manfaat fiskal sekaligus melindungi kerahasiaan komersial, serta kecukupan transparansi Danantara dibanding Temasek.

Pertanyaan penelitian tersebut dapat diuraikan ke dalam tiga sub-pertanyaan yang akan dijawab secara bertahap di sepanjang paper ini:

- 1) Bagaimana kedudukan hukum, mekanisme aliran pendapatan, dan rezim pelaporan keuangan Danantara dan Temasek ditinjau dari perspektif hukum keuangan negara dan hukum korporasi?
- 2) Apa persamaan dan perbedaan mendasar antara kedua entitas tersebut dalam praktik pengungkapan dan pembatasan informasi, serta apa implikasinya terhadap proses bisnis penerimaan negara?
- 3) Kerangka penjenjangan informasi (*disclosure threshold*) seperti apa yang dapat dirumuskan agar Danantara mampu menjaga akuntabilitas fiskal tanpa kehilangan daya saing komersialnya?

Tujuan Penelitian

Mengacu pada rumusan masalah tersebut, penelitian ini bertujuan untuk:

- 1) Menganalisis kedudukan hukum Danantara sebagai entitas pengelola kekayaan negara yang dipisahkan pasca-berlakunya Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025, serta membandingkannya dengan kedudukan hukum Temasek sebagai entitas investasi milik negara di Singapura.
- 2) Mengidentifikasi dan memetakan persamaan serta perbedaan praktik keterbukaan informasi keuangan antara Danantara dan Temasek pada dua belas dimensi perbandingan yang mencakup aspek kelembagaan, aliran pendapatan, pelaporan, dan pengawasan.
- 3) Merumuskan kerangka analitis penjenjangan informasi (*tiered disclosure threshold*) yang dapat digunakan untuk menilai kecukupan tingkat transparansi Danantara saat ini.
- 4) Menyusun rekomendasi operasional yang *applicable* bagi Danantara agar mampu menyeimbangkan kewajiban akuntabilitas fiskal kepada publik dengan kebutuhan kerahasiaan komersial yang sah dalam pengelolaan portofolio investasinya.

Kontribusi dan Kebaruan (Research Gap)

Secara akademik, penelitian ini diposisikan untuk mengisi celah (gap) pada literatur hukum keuangan publik dan tata kelola korporasi negara. Kontribusi utama ialah Fiscal-Commercial Disclosure Threshold Framework yang membagi informasi menjadi Full Disclosure, Aggregate Disclosure, Delayed Disclosure, dan Legitimate Confidentiality berdasarkan materialitas fiskal, akuntabilitas, sensitivitas pasar, potensi kerugian kompetitif, dan dasar hukum/kontrak. Secara praktis, penelitian menawarkan masukan bagi Danantara, Kementerian Keuangan, BPK, dan DPR untuk merancang pelaporan dan keterbukaan yang proporsional.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *State-Owned Investment Entity & Separated State Assets*

Proses bisnis penerimaan negara merupakan rangkaian kegiatan pemungutan, pengelolaan, pelaporan, dan pertanggungjawaban seluruh penerimaan yang menjadi hak pemerintah pusat untuk membiayai penyelenggaraan negara sebagaimana tertuang dalam APBN. Secara garis besar, penerimaan negara terdiri atas penerimaan perpajakan, Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP), dan hibah. Undang-Undang Nomor 9 Tahun 2018 tentang Penerimaan Negara Bukan Pajak mendefinisikan PNBP sebagai pungutan yang dibayar oleh orang pribadi atau badan karena memperoleh manfaat langsung maupun tidak langsung atas layanan atau pemanfaatan sumber daya dan hak yang menjadi wewenang pemerintah. Undang-undang tersebut mengklasifikasikan PNBP ke dalam enam kelompok, salah satunya adalah PNBP yang bersumber dari pengelolaan Kekayaan Negara Dipisahkan (KND), yaitu bagian laba atau dividen dari BUMN dan badan usaha lain yang modalnya sebagian atau seluruhnya dimiliki negara, yang disetorkan ke kas negara.

Danantara dan Temasek merupakan bagian dari fenomena global yang oleh literatur keuangan internasional disebut sebagai *sovereign wealth fund* (SWF) atau, dalam terminologi yang lebih luas, *state-owned investment entity* (SOIE). International Monetary Fund (IMF) mendefinisikan SWF sebagai kendaraan investasi khusus milik pemerintah yang mengelola aset negara untuk mencapai tujuan finansial dan menggunakan strategi investasi yang mencakup aset finansial di luar negeri, dan yang dibentuk oleh pemerintah untuk tujuan makroekonomi. Kerangka Santiago Principles (Generally Accepted Principles and Practices/GAPP) yang disusun oleh International Working Group of Sovereign Wealth Funds pada 2008 menegaskan bahwa entitas semacam ini berbeda dari Badan Usaha Milik Negara (BUMN) konvensional karena fungsinya bukan menghasilkan barang/jasa untuk pasar, melainkan mengelola dan mengembangkan kekayaan negara sebagai portofolio investasi.

2.2 *Public Accountability vs Commercial Confidentiality*

Akuntabilitas publik dalam hukum keuangan negara pada dasarnya bertumpu pada prinsip bahwa setiap kekayaan yang bersumber dari atau berkaitan dengan APBN harus dapat dipertanggungjawabkan kepada rakyat melalui mekanisme pengawasan legislatif (DPR) dan pemeriksaan oleh lembaga audit negara (BPK), sebagaimana diatur dalam Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara. Prinsip ini sejalan dengan semangat Undang-Undang Nomor 14 Tahun 2008 tentang Keterbukaan Informasi Publik (UU KIP), yang menempatkan keterbukaan sebagai norma umum dan kerahasiaan sebagai pengecualian yang harus dibuktikan secara ketat (limitative).

Di sisi lain, *commercial confidentiality* (kerahasiaan komersial) merupakan prinsip yang lazim berlaku dalam dunia usaha dan investasi, yang membenarkan penundaan atau pembatasan pengungkapan informasi tertentu—misalnya strategi alokasi portofolio, negosiasi merger dan akuisisi, atau valuasi aset yang belum final—dengan

alasan bahwa pembukaan informasi tersebut secara prematur dapat merugikan posisi tawar entitas di pasar dan pada akhirnya merugikan kepentingan pemegang saham, termasuk negara sendiri. Status Temasek sebagai *exempt private company* berdasarkan Singapore Companies Act 1967 merupakan bentuk pengakuan hukum eksplisit atas prinsip ini, di mana Temasek dibebaskan dari kewajiban mendaftarkan neraca keuangan secara publik.

Titik temu antara kedua prinsip yang tampak berlawanan ini bukanlah persoalan memilih salah satu secara mutlak, melainkan menyusun batas atau threshold yang proporsional. Santiago Principles sendiri, melalui GAPP 17 dan GAPP 18, mengakomodasi kebutuhan ini dengan mewajibkan pengungkapan kebijakan, tujuan, dan kerangka tata kelola SWF secara umum kepada publik, sementara rincian transaksi individual pada level operasional tetap dapat dijaga kerahasiaannya sepanjang tidak menghambat akuntabilitas terhadap pemerintah dan publik secara agregat. Prinsip inilah yang menjadi landasan konseptual bagi Fiscal-Commercial Disclosure Threshold Framework yang diusulkan pada penelitian ini, yaitu kerangka penjenjangan yang membedakan informasi ke dalam kategori wajib buka penuh, buka secara agregat, dapat ditunda, dan sah dirahasiakan permanen, berdasarkan tingkat materialitasnya terhadap proses bisnis penerimaan negara sebagaimana telah disinggung pada bagian Pendahuluan.

2.3 Asimetri Informasi (*Information Asymmetry*) sebagai Kerangka Analitis

Untuk membedah secara lebih tajam mengapa benturan antara akuntabilitas dan kerahasiaan komersial dapat terjadi, penelitian ini menggunakan teori asimetri informasi yang berakar pada teori keagenan (*agency theory*) yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Dalam kerangka ini, hubungan antara pengelola entitas investasi negara (*agent*) dan negara/publik selaku pemilik kekayaan (*principal*) senantiasa berpotensi menimbulkan kesenjangan informasi: manajemen entitas investasi memiliki akses informasi yang jauh lebih lengkap mengenai kinerja, risiko, dan strategi portofolio dibandingkan dengan pengawas eksternal maupun publik. Semakin lebar kesenjangan ini, semakin besar pula risiko *moral hazard* dan tergerusnya kemampuan *principal* untuk mengontrol penggunaan kekayaan yang sesungguhnya adalah miliknya.

International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF) secara eksplisit menyatakan bahwa Santiago Principles disusun untuk mengatasi asimetri informasi antara pengelola dana (*fund managers*) dan para pemangku kepentingan, dengan menciptakan mekanisme akuntabilitas yang menekan biaya keagenan (*agency cost*) tanpa harus menerapkan aturan yang kaku dan preskriptif. Pendekatan inilah yang membedakan model Temasek, yang menekan asimetri informasi melalui publikasi sukarela Temasek Review secara berkala meskipun tidak diwajibkan oleh undang-undang, dengan kondisi Danantara, yang menurut temuan pada bagian analisis Danantara belum memiliki kewajiban pelaporan eksplisit kepada DPR maupun audit langsung oleh BPK, sehingga potensi asimetri informasi antara Danantara sebagai pengelola dan negara/publik sebagai pemilik kekayaan menjadi relatif lebih besar.

Ketiga konsep di atas; kedudukan SOIE sebagai entitas hibrida, tarik-menarik antara akuntabilitas publik dan kerahasiaan komersial, serta asimetri informasi sebagai akibat dari keduanya, membentuk satu kesatuan kerangka konseptual yang saling mengunci. Kerangka inilah yang akan diuji secara empiris-komparatif pada Danantara dan Temasek melalui dua belas dimensi perbandingan pada bagian analisis Danantara dan Temasek, serta menjadi dasar perumusan kerangka penjenjangan informasi pada bagian Analisis Komparatif Sistematis.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan jenis penelitian hukum normatif (*doctrinal legal research*) yang dipadukan dengan studi komparatif hukum dan kebijakan (*comparative legal and policy study*). Pemilihan pendekatan kualitatif didasarkan pada sifat objek penelitian yang berupa konsep hukum, norma peraturan perundang-undangan, dan praktik tata kelola kelembagaan, yang lebih tepat dipahami melalui interpretasi, analisis makna, dan pemetaan pola daripada melalui pengukuran atau pengujian statistik atas data numerik. Penelitian ini tidak bertujuan menguji hipotesis kuantitatif atau mengukur hubungan sebab-akibat antarvariabel secara statistik, melainkan untuk membangun pemahaman mendalam mengenai kedudukan hukum, mekanisme tata kelola, dan praktik keterbukaan informasi dua entitas investasi negara yang berbeda konteks yurisdiksinya.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini seluruhnya menggunakan data sekunder, yaitu data yang diperoleh bukan dari observasi atau wawancara langsung, melainkan dari dokumen-dokumen resmi dan literatur yang telah dipublikasikan. Data sekunder tersebut dikelompokkan ke dalam tiga bahan hukum sebagai berikut.

- 1) Bahan hukum primer, yaitu peraturan perundang-undangan yang mengikat secara langsung, antara lain Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara, Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN beserta perubahannya (UU Nomor 1 dan Nomor 16 Tahun 2025), Undang-Undang Nomor 9 Tahun 2018 tentang PNPB beserta peraturan turunannya (PP 58/2020, PP 59/2020, PP 69/2020, PP 1/2021, dan PMK terkait), Peraturan Pemerintah Nomor 10 Tahun 2025 tentang Organisasi dan Tata Kelola BPI Danantara, Undang-Undang Nomor 14 Tahun 2008 tentang Keterbukaan Informasi Publik, Singapore Companies Act 1967, Minister for Finance (Incorporation) Act 1959, dan Konstitusi Republik Singapura (Fifth Schedule).
- 2) Bahan hukum sekunder, berupa buku, jurnal ilmiah, hasil penelitian terdahulu (skripsi/tesis), Temasek Review sebagai laporan tahunan resmi Temasek, materi resmi Kementerian Keuangan mengenai pengelolaan PNPB pada satuan kerja, kerangka Santiago Principles (Generally Accepted Principles and Practices) yang disusun International Working Group/International Forum of Sovereign Wealth Funds, serta artikel dan pemberitaan media massa terpercaya (CNBC Indonesia, Kompas, Bisnis.com, Kontan, dan sejenisnya) yang memuat data dan kronologi kebijakan terkini.
- 3) Bahan hukum tersier, berupa kamus hukum dan kamus ekonomi yang digunakan untuk memperjelas istilah teknis, seperti sovereign wealth fund, commercial confidentiality, dan information asymmetry.

3.3 Dimensi dan Unit Analisis Perbandingan

Untuk menjawab sub-pertanyaan penelitian mengenai persamaan dan perbedaan praktik keterbukaan informasi, studi komparatif ini disusun berdasarkan dua belas dimensi perbandingan sebagaimana disajikan pada Tabel 3.1. Dimensi ini merupakan turunan operasional dari kerangka konseptual pada Tinjauan Pustaka dan menjadi struktur analisis yang digunakan secara konsisten pada bagian analisis Danantara dan Temasek.

No	Dimensi Perbandingan	Danantara (Indonesia)	Temasek (Singapura)
1	Legal Staus	Undang-undang khusus	Companies Act
2	Constitutional basis	Tidak diatur dalam Konstitusi	Diatur eksplisit

No	Dimensi Perbandingan	Danantara (Indonesia)	Temasek (Singapura)
3	State relationship	Hierarkis-administratif	Pemegang saham-korporasi
4	Governance	Two-tier board	One-tier board
5	Ownership	Golden share	Minister for Finance
6	Revenue source	Dividen BUMN domestik	Investasi portofolio global
7	Investment orientation	Domestik	Global
8	Dividend mechanism	Dilaporkan ke Presiden	RUPS ke pemegang saham tunggal
9	Parliamentary reporting	Belum diwajibkan secara eksplisit ke DPR	Tidak wajib ke Parlemen; laporan tahunan sukarela
10	State audit	Belum ada kewajiban audit langsung oleh BPK	Tidak diaudit BPK, namun taat pajak & kontrol Presiden atas past reserves
11	Financial disclosure	Terbatas	Dipublikasikan melalui Temasek Review
12	Conflict of interest	Berpotensi terjadi rangkap jabatan menteri-pengelola	Dipisahkan tegas oleh Minister for Finance

3.4 Teknik Analisis Data

Data yang telah terkumpul dianalisis menggunakan analisis kualitatif deskriptif-komparatif dengan bantuan *content analysis* atas teks peraturan perundang-undangan dan dokumen resmi. Tahapan analisis dilakukan sebagai berikut: (1) reduksi data, yaitu memilah ketentuan dan informasi yang relevan dengan masing-masing dari dua belas dimensi perbandingan; (2) penyajian data, yaitu menyusun temuan setiap dimensi secara berdampingan antara Danantara dan Temasek dalam format naratif dan tabulatif agar pola perbedaan mudah diidentifikasi; dan (3) penarikan simpulan, yaitu menginterpretasikan pola persamaan dan perbedaan tersebut untuk merumuskan tingkat kecukupan transparansi Danantara serta menyusun kerangka *Fiscal-Commercial Disclosure Threshold Framework* sebagai kontribusi utama penelitian.

3.5 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang perlu diungkapkan secara jujur. Pertama, karena bersifat kualitatif dan bertumpu pada data sekunder, penelitian ini tidak melibatkan wawancara langsung dengan pengelola Danantara maupun Temasek sehingga interpretasi atas praktik internal kedua entitas bergantung sepenuhnya pada dokumen yang telah dipublikasikan. Kedua, mengingat Danantara baru dibentuk pada 2025, ketersediaan data dan preseden praktik keterbukaan informasinya masih terbatas dibandingkan Temasek yang telah beroperasi lebih dari lima dekade, sehingga perbandingan pada beberapa dimensi bersifat sementara dan berpotensi berubah seiring perkembangan regulasi lanjutan Danantara.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Tata Kelola dan Keterbukaan Informasi Danantara

4.1.1 Kedudukan dan Hubungan dengan Negara

Kedudukan hukum Danantara bersumber dari Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025 dan Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 sebagai perubahan ketiga dan keempat atas Undang-Undang BUMN, yang dijabarkan melalui Peraturan Pemerintah (PP) Nomor 10 Tahun 2025. Karakter hukum publik yang *sui generis*: Danantara ditetapkan sebagai badan hukum publik, bukan kementerian dan bukan korporasi biasa, yang menjalankan sebagian tugas pemerintahan di bidang

pengelolaan investasi BUMN atas pelimpahan kewenangan langsung dari Presiden (Afandi dkk., 2026). Karena itu hubungannya dengan negara bersifat hierarkis-administratif, bukan hubungan pemegang saham dengan korporasi; Presiden mengangkat dan memberhentikan organ, menerima laporan kinerja tahunan, dan menjadi penanggung jawab akhir (Pasal 2 ayat (4) PP Nomor 10 Tahun 2025).

Bukti berikutnya menyangkut tingkat perlindungan hukum. Kedudukan Danantara hanya bertumpu pada undang-undang dan peraturan pemerintah, tanpa landasan konstitusional (Afandi dkk., 2026), sehingga relatif rentan terhadap perubahan politik dan pergantian pemerintahan. Pemisahan fungsi regulator dan operator melalui Badan Pengaturan BUMN memang ada secara konseptual, tetapi tidak setara dengan perlindungan pada tingkat konstitusi.

Tabel 1. Danantara Disclosure & Governance Profile

Dimensi	Bukti	Dasar/Sumber
Dasar hukum	UU No. 1/2025 dan UU No. 16/2025 (perubahan ketiga dan keempat UU BUMN), dijabarkan dalam PP No. 10/2025.	UU BUMN; PP 10/2025
Status hukum	Badan hukum publik sui generis: bukan kementerian, bukan korporasi biasa; menjalankan sebagian tugas pemerintahan di bidang investasi BUMN.	Afandi dkk. (2026)
Landasan konstitusional	Tidak ada; kedudukan hanya bertumpu pada undang-undang dan peraturan pemerintah.	Afandi dkk. (2026)
Kepemilikan	Seluruh saham Holding Investasi dimiliki Negara dan Badan; 1% seri A Dwiwarna (golden share) pada Negara, 99% seri B pada Badan.	Pasal 3AB dan 4C UU BUMN
Hubungan dengan Presiden	Dewan Pengawas dan Badan Pelaksana bertanggung jawab kepada Presiden; Presiden mengangkat dan memberhentikan organ; laporan kinerja tahunan kepada Presiden.	Pasal 2 ayat (4) PP 10/2025
Struktur organ	Two-tier: Dewan Pengawas dan Badan Pelaksana (CEO, COO, CIO); komite pendukung, antara lain Audit Committee dan Oversight & Accountability Committee.	Pasal 5 dan 6 PP 10/2025; Keppres 30/2025
Pelaporan kepada DPR	Tidak ada kewajiban pelaporan yang eksplisit.	Kartika dkk. (2025)
Pemeriksaan BPK/KPK	Belum ada kewajiban menyerahkan laporan keuangan untuk diperiksa BPK; pengawasan belum memungkinkan audit langsung BPK maupun KPK.	Kartika dkk. (2025)
Keterbukaan publik dan GCG	Wajib menerapkan GCG, menyusun board manual, dan mengungkap benturan kepentingan; tidak ada kewajiban partisipasi publik dalam kebijakan investasi.	Bab VIII PP 10/2025; Kartika dkk. (2025)
Rangkap jabatan	Potensi menteri merangkap pengelola; secara normatif bertentangan dengan larangan rangkap jabatan menteri.	Pasal 23 UU 61/2024; Kartika dkk. (2025)
Sumber income	Dividen tujuh BUMN inti beserta 844 entitas anak dan cucu; aset sekitar US\$900 miliar; orientasi domestik (development-oriented SWF).	PP 10/2025; Afandi dkk. (2026)
Aliran dividen ke kas negara	Mekanisme penyetoran dividen atau surplus ke kas negara tidak dirinci dalam PP.	PP 10/2025

4.1.2 Pengungkapan Finansial Terbuka (Open Financial Disclosure)

BPI Danantara merupakan badan hukum publik sui generis berdasarkan UU No. 1/2025, UU No. 16/2025, dan PP No. 10/2025. Meskipun indikator keuangan agregat level makro dibuka kepada publik, Danantara belum menyajikan laporan keuangan rinci pada tingkat entitas

operasional individual secara berkala. Dalam mengelola keterbukaan tanpa mengorbankan kelancaran transaksi di pasar, Danantara menerapkan strategi keterbukaan pada level pengelompokan portofolio strategis. Danantara menahan informasi sensitif untuk melindungi daya saing dan posisi tawar. Selain transaksi M&A, informasi yang dapat ditahan mencakup formula kuantitatif, model risiko, hurdle rate, dan klausul khusus co-investment. UU No. 14 Tahun 2008 tentang Keterbukaan Informasi Publik menjadi salah satu dasar pengecualian informasi komersial. UU No. 30 Tahun 2000 tentang Rahasia Dagang melindungi informasi bisnis bernilai ekonomi yang tidak diketahui umum. Sebagai pengelola kekayaan negara yang dipisahkan, Danantara terkait dengan rezim hukum keuangan negara dalam UU No. 17/2003 dan UU No. 1/2004.

4.2 Tata Kelola dan Keterbukaan Informasi Temasek

4.2.1 Kedudukan dan Hubungan dengan Negara

Struktur korporasi privat. Temasek tidak dibentuk undang-undang khusus, melainkan didirikan tahun 1974 melalui pendaftaran perusahaan berdasarkan Singapore Companies Act 1967 dan berstatus *exempt private company*, yaitu perseroan tertutup yang seluruh sahamnya dimiliki pemerintah (Aryanti, t.t.). Kepemilikan negara disalurkan melalui *Minister for Finance (Incorporated)*, sehingga hubungan negara dengan Temasek adalah hubungan pemegang saham dengan korporasi, bukan hubungan administratif-hierarkis seperti Danantara dengan Presiden.

Tabel 2. Temasek Governance & Disclosure Profile

Dimensi	Bukti	Dasar/Sumber
Dasar hukum	Didirikan 1974 melalui pendaftaran perusahaan berdasarkan Singapore Companies Act 1967; tidak dibentuk undang-undang khusus.	Aryanti (t.t.)
Status hukum	Private limited company berstatus exempt private company; bukan badan hukum publik.	Aryanti (t.t.)
Landasan konstitusional	Government Company dalam Fifth Schedule Konstitusi Singapura; Article 22B (past reserves) dan Article 22C (pengangkatan direktur).	Kartika dkk. (2025)
Kepemilikan	Seluruh saham dimiliki Minister for Finance (Incorporated), corporation sole berdasarkan Minister for Finance (Incorporation) Act 1959.	Aryanti (t.t.)
Hubungan dengan negara	Hubungan pemegang saham-korporasi; Menteri Keuangan menerima laporan kinerja dan dividen tanpa intervensi strategi bisnis.	Kartika dkk. (2025)
Struktur organ	One-tier Board of Directors; komite: Executive, Audit, Leadership Development and Compensation, serta Risk and Sustainability (2022).	Kartika dkk. (2025)
Pelaporan kepada parlemen	Tidak ada kewajiban pelaporan sebagaimana lembaga pemerintah pada umumnya.	Aryanti (t.t.)
Laporan keuangan dan audit	Dibebaskan dari kewajiban mendaftarkan neraca secara publik; Dewan Direktur mengesahkan laporan keuangan yang telah diaudit.	Aryanti (t.t.)
Keterbukaan publik	Temasek Review diterbitkan secara sukarela sebagai praktik transparansi korporasi, bukan kewajiban hukum.	Kartika dkk. (2025)
Independensi manajerial	Presiden tidak berwenang atas keputusan bisnis dan operasional; Perdana Menteri dan menteri lain secara konstitusional tidak berwenang terlibat dalam pengelolaan.	Kartika dkk. (2025)

Dimensi	Bukti	Dasar/Sumber
Sumber income	Investor global komersial; lebih dari 70% portofolio di luar negeri; net portfolio S\$434 miliar (2025); kategori reserve investment corporation (IMF).	Aryanti (t.t.); IMF
Aliran dividen ke kas negara	Pajak penghasilan dan dividen kepada pemegang saham melalui mekanisme korporasi; penggunaan past reserves memerlukan persetujuan Presiden.	Article 22B Konstitusi Singapura

Berdasarkan Singapore Companies Act 1967, Temasek berstatus perusahaan tertutup, tetapi menerbitkan Temasek Review secara berkala sejak 2004. Temasek Review menyajikan informasi agregat berupa distribusi geografis dan sektoral, komposisi listed/unlisted assets, serta total investasi dan divestasi tahunan. Temasek tidak membuka detail taktis seperti harga akuisisi perusahaan privat, model valuasi, strategi transaksi harian, posisi derivatif, dan hak suara khusus dalam perjanjian privat untuk melindungi posisi tawar dan mencegah front-running. Status Exempt Private Company berdasarkan Singapore Companies Act 1967 membebaskan Temasek dari pendaftaran laporan keuangan tahunan untuk akses publik. Temasek menggunakan one-tier Board dengan komite audit, risiko-keberlanjutan, dan eksekutif; laporan keuangan diaudit eksternal sesuai SFRS, di luar yurisdiksi Auditor-General Singapura.

4.3 Matriks Komparatif 12 Dimensi

Tabel 3 menyandingkan seluruh dimensi perbandingan yang dirumuskan pada bagian Metode Penelitian, lengkap dengan persamaan atau perbedaan mendasar dan implikasinya bagi proses bisnis penerimaan negara.

Tabel 3. Matriks Komparatif 12 Dimensi Danantara dan Temasek beserta Implikasinya bagi Proses Bisnis Penerimaan Negara

Dimensi	Danantara (Indonesia)	Temasek (Singapura)	Persamaan / Perbedaan Mendasar	Implikasi bagi Proses Bisnis Penerimaan Negara
1. Dasar dan Kedudukan Hukum	UU No. 1/2025 dan UU No. 16/2025 (perubahan UU BUMN) serta PP No. 10/2025; badan hukum publik sui generis.	Pendaftaran berdasarkan Singapore Companies Act 1967; private limited company (hukum privat).	Berbeda mendasar: Danantara berakar pada rezim hukum publik/administrasi negara, Temasek pada hukum korporasi privat.	Menentukan rezim keterbukaan yang berlaku; secara normatif Danantara semestinya lebih tunduk pada logika keterbukaan publik, namun implementasinya belum demikian.
2. Landasan Konstitusional	Tidak diatur eksplisit dalam UUD 1945; hanya bertumpu pada UU dan PP.	Diatur eksplisit sebagai Government Company dalam Fifth Schedule Konstitusi Singapura.	Berbeda signifikan: constitutional entrenchment (Temasek) lawan legislative-level entrenchment (Danantara).	Temasek lebih terjamin dari pergantian rezim politik; Danantara dapat diubah melalui legislasi biasa sehingga proyeksi penerimaan jangka panjang tidak pasti.

Dimensi	Danantara (Indonesia)	Temasek (Singapura)	Persamaan / Perbedaan Mendasar	Implikasi bagi Proses Bisnis Penerimaan Negara
3. Hubungan dengan Negara	Hierarkis-administratif; Dewan Pengawas dan Badan Pelaksana bertanggung jawab langsung kepada Presiden.	Pemegang saham-korporasi melalui Minister for Finance (Incorporated).	Sama-sama berpuncak pada eksekutif tertinggi, namun relasinya vertikal-birokratis lawan horizontal-korporasi.	Pola hierarkis membuka ruang intervensi langsung sehingga berpotensi mempolitisasi keputusan investasi yang berdampak pada pendapatan negara.
4. Struktur Tata Kelola (Board)	Two-tier board: Dewan Pengawas dan Badan Pelaksana.	One-tier board: Board of Directors.	Berbeda struktural; mencerminkan tradisi civil law (Indonesia) lawan common law (Singapura).	Two-tier berpotensi memperpanjang rantai pertanggungjawaban; one-tier mempercepat keputusan namun bergantung pada independensi direktur.
5. Struktur Kepemilikan Saham	Golden share 1% (Saham Seri A Dwiwarna) pada negara; 99% Saham Seri B pada Badan.	100% dimiliki Minister for Finance (Incorporated) atas nama Pemerintah Singapura.	Sama-sama 100% dikuasai negara; berbeda pada mekanisme kontrol: golden share berjenjang lawan kepemilikan tunggal langsung.	Golden share memberi veto strategis namun rawan menjadi instrumen intervensi politik; kepemilikan tunggal memberi garis akuntabilitas yang lebih sederhana.
6. Sumber Utama Pendapatan	Dividen tujuh BUMN inti yang terkonsolidasi beserta ratusan entitas anak dan cucu perusahaan.	Keuntungan investasi dari portofolio global yang terdiversifikasi lintas sektor dan negara.	Sama-sama berskala besar; berbeda basis geografis dan sektoral: domestik-terkonsentrasi lawan global-terdiversifikasi.	Konsentrasi domestik Danantara berkorelasi tinggi dengan kondisi makroekonomi dalam negeri dan rentan guncangan sektoral; diversifikasi global memberi Temasek bantalan risiko.
7. Orientasi Investasi	Domestik/development-oriented; optimalisasi aset dan proyek strategis nasional.	Global; lebih dari 70% portofolio ditempatkan di luar negeri.	Sama-sama bermandat nilai ekonomi jangka panjang; arah berbeda: pembangunan domestik lawan penciptaan nilai pemegang saham.	Manfaat bagi negara terikat pada keberhasilan proyek strategis (hilirisasi, transisi energi); Temasek mendiversifikasi risiko fiskal Singapura ke luar negeri.
8. Mekanisme Aliran Dividen/Hasil ke Negara	Belum diatur rinci; hasil pengelolaan hanya dilaporkan kepada Presiden.	Mekanisme korporasi melalui RUPS kepada pemegang saham tunggal, dengan proteksi konstitusional atas past reserves.	Sama-sama tidak menyetorkan hasil pengelolaan secara otomatis sebagai PNB/APBN konvensional.	Kekosongan pengaturan menimbulkan ketidakpastian kapan dan berapa nilai kembali ke negara; Temasek lebih predictable meski

Dimensi	Danantara (Indonesia)	Temasek (Singapura)	Persamaan / Perbedaan Mendasar	Implikasi bagi Proses Bisnis Penerimaan Negara
				bukan setoran fiskal langsung.
9. Kewajiban Pelaporan ke Parlemen	Belum diwajibkan secara eksplisit melapor kepada DPR.	Tidak wajib melapor ke Parlemen; akuntabilitas melalui laporan tahunan sukarela (Temasek Review).	Titik temu mengejutkan: keduanya secara formal tidak wajib melapor kepada parlemen.	Sama-sama membuka celah pengawasan legislatif; Temasek menutupnya dengan disiplin pelaporan sukarela lebih dari lima dekade, Danantara belum punya instrumen setara.
10. Audit oleh Lembaga Pemeriksa Negara	Belum ada kewajiban audit langsung oleh BPK.	Berada di luar audit lembaga pemeriksa negara, namun taat pajak dan tunduk pada kontrol diskresioner Presiden Singapura atas past reserves.	Sama-sama di luar yurisdiksi audit lembaga pemeriksa negara yang lazim mengaudit BUMN konvensional.	Tanpa mekanisme substitusi setara, tidak ada pihak independen eksternal yang memverifikasi kewajaran nilai aset dan kinerja investasi Danantara sebelum dilaporkan kepada Presiden.
11. Pengungkapan Informasi Keuangan	Terbatas; belum tersedia indeks atau laporan transparansi independen yang setara.	Dipublikasikan secara berkala dan komprehensif melalui Temasek Review.	Perbedaan paling menonjol di antara seluruh dua belas dimensi.	Defisit transparansi Danantara menjadi argumen inti bagi kerangka penjenjangan informasi (disclosure threshold) pada Bab 7.
12. Risiko Konflik Kepentingan/Rangkap Jabatan	Berpotensi terjadi rangkap jabatan menteri sebagai pengelola Danantara, berbenturan dengan UU No. 61 Tahun 2024.	Dipisahkan tegas sejak awal melalui Minister for Finance (Incorporation) Act 1959.	Secara normatif keduanya idealnya memisahkan regulator dari operator investasi; praktik Danantara berisiko melanggar prinsip tersebut.	Bukan sekadar persoalan tata kelola formal, tetapi risiko kepercayaan pasar (penurunan IHSG pasca peluncuran) yang dapat menekan valuasi aset dan nilai yang kembali ke negara.

4.4 Perbedaan Kelembagaan Utama

Dua belas dimensi pada Tabel 6.1 tidak perlu dibaca satu per satu. Keduanya dikuasai penuh oleh negara, sehingga kepemilikan bukanlah pembeda. Perbedaan yang menentukan dapat dikelompokkan ke dalam tiga kelompok, yaitu struktur hukum, mekanisme akuntabilitas, dan praktik pengungkapan.

4.4.1 Struktur Hukum (dimensi 1, 2, 4, dan 5)

Temasek adalah perusahaan privat berdasarkan Singapore Companies Act 1967 yang dikukuhkan sebagai Government Company dalam Fifth Schedule Konstitusi. Danantara adalah badan hukum publik sui generis yang dibentuk melalui UU No. 1/2025, UU No. 16/2025, dan PP No. 10/2025 tanpa pijakan eksplisit dalam UUD 1945. Akibatnya, Temasek memperoleh constitutional entrenchment, sedangkan Danantara hanya legislative-level entrenchment yang dapat diubah melalui legislasi biasa. Perbedaan ini diperkuat oleh desain tata kelola, yaitu two-tier board dan golden share berjenjang pada Danantara berhadapan dengan one-tier board dan kepemilikan tunggal Minister for Finance (Incorporated) pada Temasek, yang mencerminkan tradisi civil law dan common law.

4.4.2 Mekanisme Akuntabilitas (dimensi 3, 9, 10, dan 12)

Pada tataran formal terdapat titik temu yang mengejutkan: kedua entitas tidak diwajibkan melapor langsung kepada parlemen dan berada di luar yurisdiksi audit lembaga pemeriksa negara. Perbedaannya terletak pada ada atau tidaknya mekanisme substitusi. Temasek menutup celah tersebut melalui pelaporan tahunan sukarela, disiplin pasar sebagai penerbit obligasi di pasar modal internasional, rekam jejak lebih dari lima dekade, dan pemisahan fungsi regulator dari investor sejak pendiriannya pada 1974. Danantara belum memiliki substitusi setara: relasinya bersifat hierarkis langsung kepada Presiden, rangkap jabatan menteri berpotensi berbenturan dengan UU No. 61 Tahun 2024, dan belum ada pihak independen eksternal yang memverifikasi kinerjanya.

4.4.3 Praktik Pengungkapan (dimensi 11)

Inilah perbedaan paling menonjol dan inti penelitian ini. Temasek menerbitkan Temasek Review secara berkala dan komprehensif meskipun sukarela, sedangkan Danantara belum memiliki laporan publik maupun indeks transparansi independen yang setara. Situasinya paradoks. UU No. 14 Tahun 2008 tentang Keterbukaan Informasi Publik menjadikan keterbukaan sebagai aturan umum di Indonesia, tetapi ketentuan khusus (*lex specialis*) pembentukan Danantara tidak mewajibkan pelaporan kepada DPR dan audit langsung BPK sehingga menciptakan celah dibandingkan BUMN konvensional. Sebaliknya, Singapura tidak menempatkan keterbukaan korporasi sebagai norma hukum publik yang mengikat, tetapi keterbukaan Temasek terjaga oleh disiplin pasar dan *fiduciary duty*.

4.5 Implikasi bagi Proses Penerimaan Negara

Perbedaan pada Subbab 4.4 bermakna bagi negara karena menentukan seberapa jelas dan dapat diverifikasi rantai nilai ekonomi dari aset negara hingga manfaat fiskal.

Tabel 4. Rantai Nilai dari Aset Negara hingga Manfaat Fiskal pada Danantara dan Temasek

Tahap	Danantara	Temasek	Titik Rawan bagi Penerimaan Negara
1. Aset negara	Aset BUMN dikonsolidasikan ke dalam satu ekosistem investasi (tujuh BUMN inti beserta ratusan entitas anak dan cucu).	100% dimiliki Minister for Finance (Incorporated); past reserves dilindungi Article 22B dan 22C Konstitusi.	Pijakan hukum setingkat undang-undang dapat diubah melalui legislasi biasa (dimensi 1, 2, 5).
2. Investasi	Domestik dan development-oriented, diarahkan pada proyek strategis nasional seperti hilirisasi dan transisi energi.	Global; lebih dari 70% portofolio di luar Singapura dan terdiversifikasi lintas sektor.	Risiko terkonsentrasi pada ekonomi domestik dan keputusan investasi rentan intervensi (dimensi 3, 6, 7, 12).

Tahap	Danantara	Temasek	Titik Rawan bagi Penerimaan Negara
3. Imbal hasil	Dividen entitas terkonsolidasi; berkorelasi dengan kondisi makro domestik, dan kepercayaan pasar tertekan (penurunan IHSG pasca peluncuran, Kartika dkk., 2025).	Keuntungan portofolio global, dilaporkan secara berkala melalui Temasek Review.	Nilai aset dan kinerja belum dapat diverifikasi pihak independen (dimensi 10, 11).
4. Distribusi	Belum diatur rinci; hasil hanya dilaporkan kepada Presiden dan tidak otomatis menjadi PNB/APBN.	Melalui RUPS kepada pemegang saham tunggal; tidak otomatis masuk anggaran, namun jalurnya jelas.	Kekosongan pengaturan mengenai kapan dan berapa hasil dikembalikan (dimensi 8, 9).
5. Manfaat fiskal	Tidak pasti kapan dan berapa nilai kembali ke negara; perencanaan fiskal jangka menengah lebih sulit dibanding era PNB dividen BUMN.	Lebih predictable meskipun bukan berbentuk setoran fiskal langsung.	DPR, BPK, dan publik kehilangan basis data untuk menilai apakah PNB tunai tergantikan secara memadai (dimensi 9, 11).

Tabel 4 memperlihatkan bahwa kelemahan Danantara tidak terletak pada tahap investasi, melainkan pada penghubung antara imbal hasil dan manfaat fiskal serta pada visibilitasnya bagi pihak di luar pengelola. Dari sini muncul dua implikasi pokok. Pertama, ketidakpastian mengenai mekanisme dan waktu aliran nilai ekonomi kembali kepada negara menyulitkan perencanaan fiskal jangka menengah. Kedua, konsentrasi risiko domestik yang dikombinasikan dengan minimnya pengungkapan independen meningkatkan asimetri informasi antara pengelola dan negara/publik, yang jika dibiarkan berisiko mengarah pada moral hazard sebagaimana dijelaskan melalui teori keagenan pada Tinjauan Pustaka.

4.6 Sintesis Komparatif

Danantara dan Temasek sama-sama dimiliki negara, tidak otomatis menyetorkan hasil sebagai penerimaan kas, tidak wajib melapor langsung kepada parlemen, dan berada di luar audit lembaga pemeriksa negara. Kerahasiaan komersial tidak otomatis tidak sah. Isu utamanya ialah menentukan informasi yang dibuka, diintegrasikan, ditunda, atau dilindungi secara permanen; Bab 7 mengembangkan pengujiannya melalui Fiscal-Commercial Disclosure Threshold Framework.

4.7 Kerangka Batas Pengungkapan Informasi dan Akuntabilitas Fiskal

4.7.1 Dilema Pengungkapan: Akuntabilitas Fiskal dan Kerahasiaan Komersial

Entitas investasi negara berada pada posisi kelembagaan yang berbeda dari institusi pemerintah konvensional maupun perusahaan investasi privat. OECD Guidelines 2024 menempatkan transparansi dan akuntabilitas sebagai unsur tata kelola BUMN, termasuk pengungkapan material tentang kinerja, tata kelola, risiko, transaksi pihak berelasi, dan kewajiban. Bagi Danantara, tuntutan ini terkait dengan kepemilikan penuh pemerintah dan mandat pengelolaan BUMN serta optimalisasi investasi berdasarkan UU 1/2025 sebagaimana diubah UU 16/2025. Kerangka internasional memperkuat kebutuhan akan pendekatan yang terkalibrasi. Rezim Indonesia sendiri mengenal kedua kepentingan tersebut.

4.7.2 Lima Kriteria Penentuan Ambang Pengungkapan

Penelitian mengoperasionalkan dilema tersebut melalui lima kriteria keputusan: *fiscal materiality*, *public accountability relevance*, *market sensitivity*, *potential competitive harm*, dan *legal/contractual confidentiality*. Kelima kriteria digunakan sebagai *qualitative decision criteria*, bukan

sebagai sistem skor atau pembobotan. Tidak terdapat dasar empiris dalam penelitian untuk menetapkan bobot numerik; karakter informasi dinilai secara kontekstual sebelum ditempatkan pada perlakuan pengungkapan yang sesuai.

Tabel 5. Lima Kriteria Penentuan Ambang Pengungkapan

Kriteria	Definisi	Pertanyaan Operasional	Bukti yang Diperlukan	Dampak terhadap Pengungkapan
Fiscal Materiality	Kepentingan informasi terhadap penerimaan, aset, kewajiban, atau risiko fiskal negara.	Apakah informasi dapat memengaruhi posisi atau kepentingan fiskal negara?	Laporan keuangan, data dividen/penerimaan, kewajiban, informasi risiko fiskal.	Materialitas tinggi memperkuat presumasi Full Disclosure atau, bila detail sensitif, Aggregate Disclosure.
Public Accountability Relevance	Relevansi informasi bagi pengawasan publik dan evaluasi pengelolaan kekayaan negara.	Apakah publik, legislatif, atau auditor memerlukan informasi untuk menilai stewardship negara?	Laporan tata kelola, audit, kinerja, dan kepemilikan.	Relevansi tinggi memperkuat presumasi pengungkapan, setidaknya secara penuh atau agregat.
Market Sensitivity	Potensi pengungkapan pada waktu tertentu memengaruhi pasar atau transaksi.	Apakah pengungkapan saat ini dapat mengubah transaksi atau posisi pasar?	Status transaksi, negosiasi berjalan, informasi sensitif pasar.	Sensitivitas sementara terutama memengaruhi waktu dan dapat mengarah ke Delayed Disclosure.
Potential Competitive Harm	Potensi kerugian strategis apabila informasi dimanfaatkan pihak eksternal.	Apakah pengungkapan memberi keuntungan kompetitif kepada pesaing atau counterparty?	Karakter informasi, dokumen transaksi, penilaian strategis/proprietary.	Harm tinggi dapat mengarah ke agregasi atau penundaan bila akuntabilitas tetap dapat dicapai.
Legal/Contractual Confidentiality	Perlindungan berdasarkan hukum atau kewajiban kontraktual yang sah.	Apakah terdapat dasar hukum/kontrak spesifik untuk membatasi pengungkapan?	Undang-undang, peraturan, kontrak, klausul kerahasiaan.	Perlindungan yang sah dan substansial dapat membenarkan Legitimate Confidentiality secara spesifik.

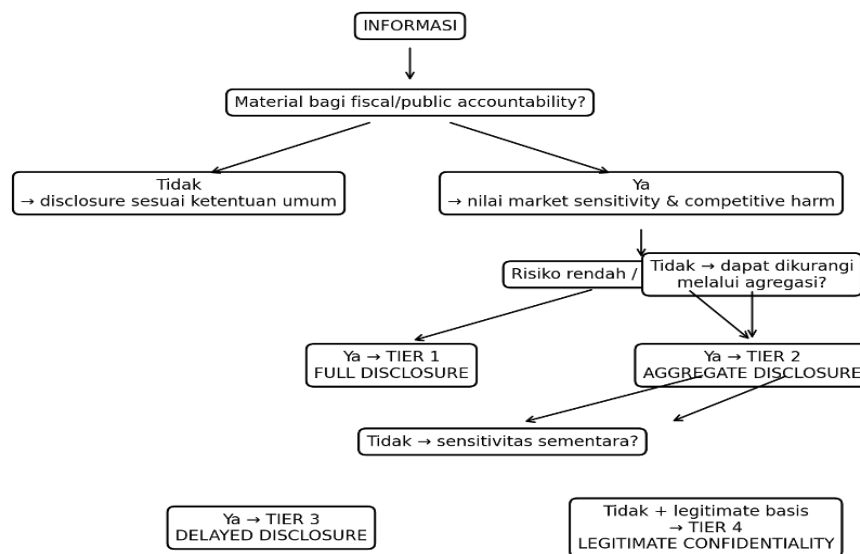
4.7.3 Kerangka Ambang Pengungkapan Empat Tingkat

Berdasarkan lima kriteria tersebut, penelitian mengembangkan *Four-Tier Disclosure Threshold Framework* sebagai kerangka analitis untuk mengubah pendekatan *disclose-or-withhold* menjadi perlakuan yang bertingkat. Kerangka ini bukan klasifikasi hukum yang ditetapkan Danantara, OECD, IFSWF, atau peraturan perundang-undangan Indonesia. Ia merupakan *analytical framework* yang dikembangkan penelitian melalui sintesis materialitas, akuntabilitas, sensitivitas pasar, risiko kompetitif, dan legitimasi kerahasiaan.

Tabel 6. Matriks Empat Tingkat Perlakuan Pengungkapan

Tingkat	Kondisi Inti	Perlakuan	Contoh Representatif
Tier 1: Full Disclosure	Materialitas fiskal dan relevansi akuntabilitas tinggi; risiko komersial rendah/dapat dikelola.	Pengungkapan penuh setelah informasi terverifikasi dan siap dipublikasikan.	Hasil keuangan material, dividen yang telah direalisasikan, hasil audit, kewajiban material, risiko fiskal material.
Tier 2: Aggregate Disclosure	Akuntabilitas tinggi; detail individual menimbulkan risiko kompetitif, tetapi tujuan akuntabilitas dapat dipenuhi secara agregat.	Pengungkapan pada tingkat portofolio/sektor/periode.	Ukuran portofolio, alokasi sektor, total investasi/divestasi, kinerja dan aggregate returns.
Tier 3: Delayed Disclosure	Akuntabilitas tinggi; sensitivitas pasar bersifat sementara dan diperkirakan menurun setelah peristiwa tertentu.	Pengungkapan ditunda sampai trigger tercapai dan dilakukan reassessment.	M&A yang sedang berlangsung, harga/struktur transaksi yang masih dinegosiasikan, identitas target sebelum pengumuman.
Tier 4: Legitimate Confidentiality	Harm tinggi, spesifik, dan persisten; terdapat dasar kerahasiaan yang sah; agregasi/penundaan tidak memadai.	Menahan hanya informasi spesifik yang benar-benar terlindungi, dengan mekanisme review.	Rahasia dagang, informasi proprietary tertentu, data yang dilindungi, atau informasi kontraktual yang sah.

Perbedaan Tier 2, Tier 3, dan Tier 4 bersifat substantif. Tier 2 menjawab masalah granularitas: informasi tetap dapat dibuka, tetapi dalam bentuk agregat. Tier 3 menjawab masalah waktu: informasi terlalu sensitif untuk dibuka sekarang, tetapi sensitivitas diperkirakan berakhir. Tier 4 menjawab masalah perlindungan yang persisten: kerugian tetap dapat terjadi meskipun transaksi atau periode tertentu telah berakhir dan terdapat dasar kerahasiaan yang sah. Karena itu, label *confidential* tidak dengan sendirinya menentukan tier.



Gambar 1. Alur Keputusan Ambang Pengungkapan

Sumber: sintesis penulis berdasarkan OECD (2024), Santiago Principles/IFSWF, praktik Temasek, pengungkapan resmi Danantara, dan literatur pengungkapan.

Temasek mendukung relevansi Tier 2 melalui publikasi ukuran dan kinerja portofolio serta investasi/divestasi agregat, tanpa membuka seluruh detail transaksi. Sebaliknya, pengalaman Danantara memperlihatkan pentingnya membedakan keterlambatan administratif dari kerahasiaan komersial. Label High, Medium, dan Low merupakan deskriptor konseptual, bukan skor; tier ditentukan melalui penilaian kelima kriteria, bukan satu indikator tunggal.

4.7.4 Revenue-Proximity Principle sebagai Proposisi Analitis

Penelitian mengajukan Revenue-Proximity Principle sebagai analytical proposition developed by this study, bukan prinsip hukum positif atau standar governance yang telah ditetapkan. Revenue proximity menambah posisi informasi dalam rantai manfaat fiskal dan memperkuat presumsi pengungkapan, tetapi tidak menggantikan Fiscal Materiality maupun Public Accountability Relevance. Dengan demikian, prinsip ini tidak menyatakan bahwa informasi pada tahap awal tidak perlu dibuka atau bahwa seluruh informasi pada tahap akhir otomatis Tier 1.

4.7.5 Penerapan Kerangka pada Proses Penerimaan Negara

Penerapan framework harus dimulai dari alur ekonomi dan hukum manfaat investasi sampai menjadi penerimaan atau manfaat fiskal, bukan dari asumsi bahwa seluruh *investment return* merupakan PNB. Rantai konseptual penelitian adalah:

State Assets → *Investment/Asset Management* → *Investment Return* → *Dividend/Distribution* → *Transfer/Recognition as State Revenue or Fiscal Benefit* → *Public Accountability*

Tabel 7. Penerapan Kerangka Pengungkapan pada Rantai Penerimaan Negara

Tahap	Informasi Relevan	Relevansi Fiskal	Sensitivitas Komersial	Perlakuan yang Disarankan
State Assets	Nilai dan komposisi agregat aset yang dikelola.	Tinggi; menunjukkan skala kekayaan sebagai basis investasi.	Rendah–menengah pada level agregat.	Tier 1/Tier 2.
Investment/Asset Management	Mandat, ukuran portofolio, alokasi sektoral, arah pengelolaan.	Tinggi; menunjukkan bagaimana aset diarahkan menghasilkan nilai.	Menengah; detail strategi/transaksi dapat sensitif.	Tier 2; transaksi berjalan dapat Tier 3.
Investment Return	Total return, kinerja portofolio, realised gain, cash return.	Tinggi; menunjukkan hasil pengelolaan aset.	Rendah–menengah pada level portofolio; lebih tinggi pada transaksi individual.	Tier 1/Tier 2; detail sensitif dapat Tier 3.
Dividend/Distribution	Dividen yang diterima dan distribusi yang dilakukan.	Tinggi; menunjukkan arus manfaat ekonomi.	Rendah–menengah pada agregat.	Tier 1/Tier 2, dengan pembedaan dari PNB APBN.
Transfer/Recognition as State Revenue	Dana yang benar-benar ditransfer dan diakui sebagai penerimaan Pemerintah.	Sangat tinggi; langsung terkait realisasi fiskal.	Umumnya lebih rendah setelah terealisasi.	Tier 1, sepanjang tidak terdapat bagian informasi yang dilindungi secara spesifik.

Tahap	Informasi Relevan	Relevansi Fiskal	Sensitivitas Komersial	Perlakuan yang Disarankan
Public Accountability	Laporan keuangan, audit, rekonsiliasi return–distribution–state revenue.	Sangat tinggi; memungkinkan traceability.	Rendah pada hasil agregat; underlying data dapat sensitif.	Tier 1 untuk hasil material; Tier 2/Tier 4 hanya untuk underlying information yang sah.

Pembedaan hukum yang paling penting adalah bahwa investment return tidak identik dengan PNBP. Karena itu, dividen yang diterima Danantara ≠ secara otomatis PNBP yang diterima oleh Pemerintah Pusat. Sebaliknya, ketika arus dana benar-benar ditransfer dan diakui sebagai penerimaan Pemerintah, informasi mengenai jumlah, jenis, periode, sumber, realisasi dibandingkan target, dan rekonsiliasi dengan laporan keuangan pemerintah memiliki relevansi fiskal dan akuntabilitas yang sangat tinggi. Revenue-Proximity Principle.

4.7.6 Garis Batas Pengungkapan

Garis batas pengungkapan dalam penelitian ini bersifat graduated rather than binary. Pertama, informasi yang material terhadap pengelolaan aset negara, return, distribusi, dan manfaat fiskal memperoleh presumsi keterbukaan yang kuat. Secara praktis, garis tersebut menjawab empat pertanyaan. “Apa yang diungkap?” Informasi material mengenai kinerja, aset, portofolio, return, distribusi, risiko, governance, audit, dan manfaat fiskal. Dengan demikian, status publik atau komersial suatu entitas tidak dapat menjadi satu-satunya penentu.

4.7.7 Sintesis

Bagian ini menghubungkan lima kriteria sebagai decision filter, empat tier sebagai perlakuan, Revenue-Proximity Principle sebagai penguat presumsi, dan rantai penerimaan negara sebagai konteks penerapan. Kerangka bersifat analitis, bukan klasifikasi hukum baru. Kerangka ini tidak dimaksudkan untuk menciptakan kewajiban hukum baru. Bab implementasi menerjemahkan batas normatif tersebut menjadi kebijakan, alur klasifikasi, uji proporsionalitas, pengendalian waktu, pembagian tanggung jawab, dan review..

4.8 Mekanisme Implementasi Kerangka Pengungkapan di Danantara

4.8.1 Kebijakan Pengungkapan Investasi Negara yang Diusulkan

Penelitian mengusulkan pembentukan *State Investment Disclosure Policy* formal agar keputusan pengungkapan tidak bergantung pada *case-by-case judgment*. OECD Guidelines 2024 secara eksplisit mendorong *ownership entity* mengembangkan kebijakan transparansi dan pengungkapan yang koheren, menentukan informasi yang tersedia bagi publik, saluran pengungkapan, serta mekanisme untuk menjamin kualitas informasi.

Tabel 8. Elemen Kebijakan Pengungkapan Investasi Negara yang Diusulkan

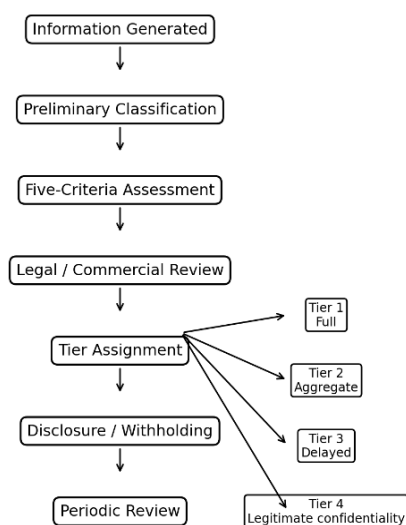
Elemen	Isi Kebijakan	Fungsi
Kategori informasi	Keuangan/kinerja; aset/portofolio; return/distribution; risiko/fiskal exposure; governance/audit; transaksi.	Memastikan klasifikasi dimulai dari karakter informasi.
Tingkat pengungkapan	Tier 1-4 berdasarkan lima kriteria.	Menentukan bentuk disclosure tanpa menjadikan tier sebagai klasifikasi hukum.

Elemen	Isi Kebijakan	Fungsi
Waktu	Periodik untuk Tier 1-2; trigger-based untuk Tier 3; review untuk Tier 4.	Mencegah keterlambatan yang tidak beralasan.
Saluran	Website resmi sebagai primary disclosure repository dan laporan keuangan/tahunan sebagai kanal utama.	Meningkatkan aksesibilitas dan verifiabilitas.
Dasar pembatasan	Dasar hukum/kontraktual, identifiable harm, dan ruang lingkup informasi yang dilindungi.	Mencegah label confidential menjadi dasar blanket secrecy.
Penanggung jawab	Finance, Investment, Legal/Compliance, Risk, Internal Audit, Communications, dan otoritas manajemen sesuai kewenangan.	Menciptakan decision ownership.
Review mechanism	Review tahunan dan reassessment berbasis peristiwa untuk Tier 3-4.	Memastikan klasifikasi tetap proporsional.

Kebijakan tersebut harus diposisikan sebagai usulan tata kelola internal, bukan sebagai instrumen hukum baru. Struktur resmi Danantara yang telah tersedia, termasuk *Finance, Investment, Risk & Sustainability, Legal & Compliance, Regulatory Legal, Internal Audit, Board of Directors*, dan Dewan Pengawas, dapat menjadi basis pembagian tanggung jawab tanpa mengasumsikan adanya *Disclosure Committee* formal yang saat ini belum didukung oleh sumber resmi yang ditelaah.

4.8.2 Alur Klasifikasi Internal

Klasifikasi sebaiknya diperlakukan sebagai *workflow*, bukan sebagai pembentukan organisasi baru. Informasi yang dihasilkan dari aktivitas investasi, laporan keuangan, pengelolaan portofolio, dividen, risiko, *governance*, dan audit terlebih dahulu diidentifikasi, kemudian dinilai dengan lima kriteria, melalui review hukum dan komersial, dan akhirnya ditempatkan pada tier yang sesuai.



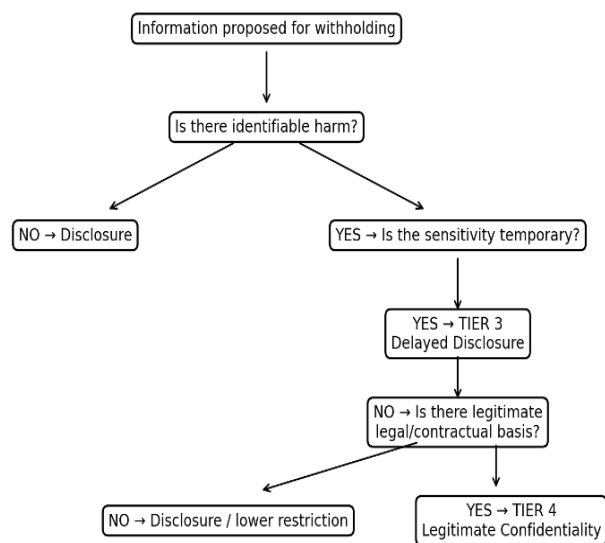
Gambar 2. Alur Klasifikasi Internal Empat Tingkat

Sumber: sintesis penulis berdasarkan *Four-Tier Disclosure Threshold Framework* dan OECD (2024).

Tahap pertama, *information generated*, memastikan informasi yang berpotensi material tidak langsung diberi label public atau confidential. Disclosure Classification Record mencatat item dan fungsi asal, tanggal, penilaian lima kriteria, dasar hukum/kontrak, tier, pemberi persetujuan, tanggal review/publikasi, serta alasan pembatasan. Prinsip implementasinya adalah *least restrictive disclosure treatment*.

4.8.3 Uji Proporsionalitas

Pembatasan pengungkapan, khususnya Tier 3 dan Tier 4, memerlukan justifikasi lebih kuat daripada keputusan untuk mempublikasikan informasi material yang tidak sensitif. Setiap keputusan withholding harus menjelaskan informasi yang ditahan, alasan sensitivitas, *identifiable harm*, dasar hukum atau kontraktual apabila relevan, pihak yang bertanggung jawab, serta kondisi yang memungkinkan pengungkapan kembali.



Gambar 3. Uji Proporsionalitas untuk Pembatasan Pengungkapan

Sumber: sintesis penulis berdasarkan kerangka lima kriteria, UU KIP, dan prinsip proporsionalitas yang dikembangkan dalam penelitian.

Uji tersebut harus dimulai dari pertanyaan apakah terdapat harm yang dapat diidentifikasi.

Sejalan dengan UU KIP dan UU Rahasia Dagang, dasar kerahasiaan harus diuji secara spesifik, bukan diterima hanya karena label internal. Catatan Tier 3–4 memuat informasi yang ditahan, sensitivitas dan *expected harm*, dasar hukum/kontrak, pengambil keputusan, tanggal/trigger review, kondisi pembukaan, alternatif yang dipertimbangkan, tier, dan persetujuan.

4.8.4 Kerahasiaan Berbatas Waktu

Tier 3 harus dipahami sebagai *time-bound confidentiality*, bukan *permanent confidentiality*. Tidak ditetapkan tenggat arbitrer 30/60/90 hari karena tidak ada dasar empiris atau regulasi untuk satu periode bagi semua transaksi; penundaan mengikuti trigger yang relevan. Trigger meliputi penyelesaian/pengumuman transaksi, penghentian negosiasi, berakhirnya penawaran atau kewajiban kerahasiaan, pengumuman keputusan investasi, atau tersedianya informasi bagi publik. Penting pula membedakan reporting delay dari commercial delay. Selama periode Tier 3, internal accountability tetap berjalan.

4.8.5 Tata Kelola dan Pembagian Tanggung Jawab

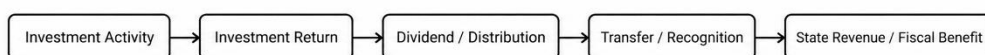
Tabel 9. Pembagian Tanggung Jawab dalam Implementasi Kebijakan Pengungkapan

Fungsi	Tanggung Jawab Utama
Finance	Verifikasi informasi keuangan, return, distribution, dan fiscal materiality.
Investment	Menilai konteks transaksi, strategi investasi, market sensitivity, dan potensi dampak komersial.
Risk & Sustainability	Memberikan input mengenai risiko material dan potential harm.
Legal & Compliance	Menguji legal basis, kewajiban regulasi, confidentiality, dan compliance.
Regulatory Legal	Menilai aspek regulasi dan keterkaitan dengan kerangka hukum yang berlaku.
Internal Audit	Menguji kepatuhan terhadap prosedur klasifikasi, dokumentasi, dan pengendalian internal.
Communications/Stakeholders Management	Mendukung penyampaian informasi kepada publik dan pemangku kepentingan setelah approval.
Board/authorized management	Menjalankan governance dan mengambil keputusan pada level yang sesuai dengan kewenangan.
Dewan Pengawas	Melaksanakan fungsi oversight sesuai mandat; bukan unit operasional klasifikasi sehari-hari.

Pembagian tersebut tidak mengusulkan kewenangan baru yang tidak didukung struktur resmi. Peran internal audit dan audit eksternal harus dibedakan dari disclosure.

4.8.6 Penerapan Revenue-Proximity dalam Implementasi

Dalam implementasi, *Revenue-Proximity Principle* berfungsi sebagai arah kekuatan presumsi pengungkapan sepanjang rantai manfaat ekonomi dan fiskal. Ia tidak menggantikan *Five-Criteria Assessment* dan tidak mengubah status hukum suatu arus dana.



Revenue proximity increases → stronger presumption for disclosure

Five criteria remain the controlling filter; high proximity does not override specific legal confidentiality or identifiable commercial harm.

Gambar 4. Hubungan Revenue Proximity dan Presumsi Pengungkapan

Sumber: Sintesis Analitis Penulis

Tabel 10. Revenue-Proximity Matrix

Tahap	Relevansi Akuntabilitas	Sensitivitas Komersial	Kedekatan Fiskal	Perlakuan yang Diusulkan
Asset / Investment Decision	Sedang-tinggi	Tinggi untuk informasi transaksi.	Rendah	Tier 2/Tier 3.

Tahap	Relevansi Akuntabilitas	Sensitivitas Komersial	Kedekatan Fiskal	Perlakuan yang Diusulkan
Investment Performance	Tinggi	Rendah–sedang pada level portofolio.	Rendah–sedang	Tier 1/Tier 2.
Investment Return	Tinggi	Rendah–sedang	Sedang	Tier 1/Tier 2.
Dividend / Distribution	Tinggi	Rendah–sedang	Tinggi	Tier 1/Tier 2.
Transfer / Recognition as State Revenue or Fiscal Benefit	Sangat tinggi	Umumnya lebih rendah setelah realisasi.	Sangat tinggi	Tier 1, kecuali bagian informasi tertentu dilindungi secara sah.
Audit / Accountability	Sangat tinggi	Rendah pada hasil material; underlying data dapat sensitif.	Sangat tinggi	Tier 1 untuk hasil material; pembatasan hanya untuk informasi underlying yang sah.

Kementerian Keuangan mencatat peralihan pengelolaan dividen BUMN ke Danantara berkaitan dengan penurunan Pendapatan KND dalam APBN. Prinsip ini bukan aturan mandiri: kedekatan fiskal tinggi dengan harm rendah dapat mengarah ke Tier 1; detail sensitif ke Tier 2; sensitivitas sementara ke Tier 3; dan kerahasiaan sah yang spesifik ke Tier 4..

4.8.7 Review Berkala dan Pengawasan

Klasifikasi *disclosure* harus diperlakukan sebagai *living classification*. Setidaknya satu kali dalam setiap siklus pelaporan tahunan, Danantara dapat meninjau informasi material yang telah dipublikasikan, informasi yang ditunda, informasi yang masih confidential, perubahan dasar hukum atau kontraktual, perubahan *commercial sensitivity*, serta konsistensi disclosure dengan laporan keuangan dan hasil audit.



Gambar 5.. Siklus Audit, Pelaporan, Review, dan Reassessment

Sumber: sintesis penulis berdasarkan mekanisme governance dan oversight yang dibahas dalam penelitian.

Review paling penting berlaku bagi Tier 3 dan Tier 4. Untuk Tier 3, setiap klasifikasi perlu memiliki alasan penundaan, kondisi sensitivitas, *trigger event*, pihak yang bertanggung jawab, dan kondisi yang memungkinkan disclosure. Untuk Tier 4, review harus menguji apakah legal/*contractual basis* masih berlaku, harm masih dapat diidentifikasi, perlindungan masih proporsional, dan apakah bagian informasi yang tidak sensitif dapat dipisahkan atau diagregasi.

Pada 17 September 2026 BPK memulai pemeriksaan atas Laporan Keuangan Konsolidasian BPI Danantara Tahun 2025. Pemeriksaan mencakup BPI Danantara, PT Danantara Aset Manajemen, PT Danantara Investasi Manajemen, dan BUMN dalam struktur BPI Danantara, termasuk penilaian atas kecukupan pengungkapan, kepatuhan, dan efektivitas pengendalian internal. Karena pemeriksaan masih berlangsung, penelitian tidak menyimpulkan opini audit tertentu.

Siklus oversight yang diusulkan adalah: audit → reporting → review → *reassessment* → updated disclosure. *Public reporting* dapat mencakup informasi material Tier 1, informasi agregat

Tier 2, informasi Tier 3 yang telah keluar dari periode sensitivitas, serta informasi umum mengenai kategori dan alasan pembatasan Tier 3/Tier 4. Dengan demikian, transparansi tidak hanya terjadi pada objek investasi, tetapi juga pada proses *disclosure* itu sendiri. Mekanisme ini membantu mencegah *confidentiality* menjadi keputusan permanen tanpa justifikasi yang berkelanjutan.

5. KESIMPULAN

RQ1: Kedudukan hukum dan governance Danantara dan Temasek

Danantara memiliki kerangka hukum publik dan hubungan administratif dengan negara; Temasek berbentuk korporasi privat dengan pengamanan konstitusional. Perbedaan ini membentuk konteks *disclosure*, tetapi tidak dengan sendirinya menentukan praktik transparansi.

Temuan tersebut tidak berarti bahwa salah satu konstruksi harus ditiru secara keseluruhan.

RQ2: Faktor yang menentukan perlakuan *disclosure*

Perlakuan informasi ditentukan oleh lima kriteria: *fiscal materiality*, *public accountability relevance*, *market sensitivity*, *potential competitive harm*, dan *legal/contractual confidentiality*.

Semakin tinggi kebutuhan akuntabilitas dan semakin rendah potensi harm, semakin kuat presumsi *disclosure*; harm yang spesifik dan persisten dapat membenarkan agregasi, penundaan, atau kerahasiaan terbatas.

RQ3: Operasionalisasi menjadi kerangka bertingkat

Framework mengoperasionalkan kriteria tersebut melalui Full Disclosure, Aggregate Disclosure, Delayed Disclosure, dan Legitimate Confidentiality. Revenue-Proximity Principle memperkuat presumsi pengungkapan ketika informasi makin dekat dengan realisasi, transfer, atau pengakuan manfaat fiskal.

Kerangka tersebut bukan klasifikasi hukum baru dan belum dapat diperlakukan sebagai mekanisme formal yang telah diadopsi Danantara.

Temuan Utama

- 1) Dilema *disclosure* pada state investment entity bukan konflik biner antara transparansi dan kerahasiaan.
- 2) Lima kriteria memberi filter keputusan yang lebih proporsional daripada klasifikasi semata-mata berdasarkan status publik atau komersial.
- 3) *Four-Tier Framework* mengubah pilihan *disclose-or-withhold* menjadi perlakuan bertingkat: penuh, agregat, ditunda, atau dibatasi secara sah.
- 4) Revenue-Proximity Principle menghubungkan intensitas *disclosure* dengan kedekatan pada manfaat fiskal, tetap tunduk pada lima kriteria dan tidak mengubah status hukum arus dana.

Kontribusi Teoretis dan Praktis

1) Kontribusi Analitis/Teoretis

Kontribusi analitis utama adalah Four-Tier Disclosure Threshold Framework.

Integrasi akuntabilitas fiskal dan kerahasiaan komersial memungkinkan akuntabilitas melalui *disclosure* penuh/agregat, sementara risiko komersial ditangani melalui agregasi, penundaan, atau perlindungan spesifik.

Kontribusi ketiga adalah Revenue-Proximity Principle sebagai analytical proposition yang dikembangkan dari studi ini.

2) Kontribusi Praktis

Secara praktis, usulan mencakup formal *disclosure* policy, workflow klasifikasi, justifikasi minimum Tier 3–4, *confidentiality* terbatas waktu dengan event-based review, pembagian tanggung jawab, serta pengawasan berkala.

Mekanisme tersebut dapat diringkas sebagai: Information → Classification → Justification → Disclosure/Withholding → Periodic Review.

Keterbatasan dan Penelitian Lanjutan

1) Keterbatasan

- a. Penelitian menggunakan desain kualitatif berbasis dokumen (qualitative/document-based design).
- b. Ketersediaan data historis Danantara masih terbatas karena institusi ini relatif baru dan periode pelaporan publiknya belum sepanjang Temasek.
- c. Danantara berada dalam kondisi institutional transition.
- d. *Four-Tier Disclosure Threshold Framework* belum diuji secara empiris. Penelitian belum menguji secara kuantitatif apakah penerapannya meningkatkan transparansi, mengurangi *information asymmetry*, atau menghasilkan outcome *governance* tertentu.
- e. Penelitian bergantung pada public disclosures.

Keterbatasan ini membatasi interpretasi, dan framework belum terbukti efektif secara empiris; kontribusinya saat ini berupa analisis dokumen dan rancangan konseptual berbasis bukti yang tersedia.

2) Penelitian Lanjutan

- a. Studi lanjutan dapat mewawancarai regulator, manajemen, auditor, dan pemangku kepentingan untuk menelusuri praktik klasifikasi disclosure.
- b. Persepsi publik, investor, akademisi, media, dan pengawas dapat diteliti untuk menilai kecukupan bentuk disclosure.
- c. Penerapan lintas negara dapat menguji relevansi framework pada konteks hukum dan kelembagaan berbeda.
- d. Pengujian empiris dapat menghubungkan lima determinan dengan keputusan disclosure aktual.
- e. Aplikasi pada SWF/SOIE lain dapat menguji transferability dan kebutuhan adaptasi terhadap struktur kepemilikan, mandat, dan rezim disclosure.

DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Ali, A., Klasa, S., & Yeung, E. (2014). Industry concentration and corporate disclosure policy. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2–3), 240–264.
- Al-Janadi, Y., Abdul Rahman, R., & Alazzani, A. (2016). Does government ownership affect corporate governance and corporate disclosure? *Managerial Auditing Journal*, 31(8/9), 871–890. <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2015-1287>
- Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia. (2026, September 18). BPK mulai pemeriksaan atas laporan keuangan konsolidasian BPI Danantara tahun 2025. <https://www.bpk.go.id/news/bpk-mulai-pemeriksaan-atas-laporan-keuangan-konsolidasian-bpi-danantara-tahun-2025>
- Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara. (2026, May 12). Official statement: First financial report of Danantara Indonesia. <https://www.danantaraindonesia.co.id/media-center/announcement/corporate-statement>
- Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The investment strategies of sovereign wealth funds. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 219–238. <https://doi.org/10.1257/jep.27.2.219>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Carney, R. W., Child, T. B., Liu, W.-M., & Ngo, P. T. H. (2021). The dynamism of partially state-owned enterprises in East Asia. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101951. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101951>

- Chen, Y. (2022). The corporate governance consequences of small shareholdings: Evidence from sovereign wealth fund cross-border investments. *Corporate Governance: An International Review*. <https://doi.org/10.1111/corg.12445>
- Cumming, D. J., & Monteiro, P. (2023). Sovereign wealth fund investment in venture capital, private equity, and real asset funds. *Journal of International Business Policy*, 6, 1–26. <https://doi.org/10.1057/s42214-023-00162-3>
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Ding, X., Guedhami, O., Ni, Y., & Pittman, J. A. (2020). Local and foreign institutional investors, information asymmetries, and state ownership. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101405. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101405>
- Ellis, J. A., Fee, C. E., & Thomas, S. E. (2012). Proprietary costs and the disclosure of information about customers. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 685–727. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00441.x>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- International Forum of Sovereign Wealth Funds. (n.d.). Santiago Principles. <https://ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles>
- International Monetary Fund. (2008). Sovereign wealth funds—A work agenda. <https://doi.org/10.5089/9781498334907.007>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johan, S. A., Knill, A. M., & Mauck, N. (2013). Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity. *Journal of International Business Studies*, 44(2), 155–172. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.1>
- Kim, J. M., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2021). Voluntary disclosure when private information and disclosure costs are jointly determined. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 971–1001. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09601-z>
- Kotter, J. D., & Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 360–381. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.007>
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement), 91–124. <https://doi.org/10.2307/2672910>
- Li, Y., Lin, Y., & Zhang, L. (2018). Trade secrets law and corporate disclosure: Causal evidence on the proprietary cost hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 56(1), 265–308. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12187>
- Lourenço, R. P. (2015). An analysis of open government portals: A perspective for transparency for accountability. *Government Information Quarterly*, 32(3), 323–332. <https://doi.org/10.1016/j.giq.2015.05.006>
- Maire, J., Mazarei, A., & Truman, E. M. (2021). Sovereign wealth funds are growing more slowly, and governance issues remain. Peterson Institute for International Economics.
- Muttaqin, M. F., Septiarani, I., & Velentina, R. A. (2025). The formation of Danantara: Between efficiency and the threat of moral hazard for state investments. *Walisongo Law Review*, 7(1). <https://doi.org/10.21580/walrev.2025.7.1.26982>
- Nurun, A. (2026). The legal politics of establishing the Danantara investment management agency in the perspective of constitutional law and state administrative accountability. *JianE (Jurnal Ilmu Administrasi Negara)*, 8(2). <https://doi.org/10.32938/jan.v8i2.10978>
- OECD. (2024). OECD guidelines on corporate governance of state-owned enterprises 2024. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/18a24f43-en>
- Republik Indonesia. (2003). Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/43017/uu-no-17-tahun-2003>
- Republik Indonesia. (2003). Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/43919>
- Republik Indonesia. (2008). Undang-Undang Nomor 14 Tahun 2008 tentang Keterbukaan Informasi Publik. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/39047/uu-no-14->
- Republik Indonesia. (2018). Undang-Undang Nomor 9 Tahun 2018 tentang Penerimaan Negara Bukan Pajak. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/90041>

- Republik Indonesia. (2025). Peraturan Pemerintah Nomor 10 Tahun 2025 tentang Organisasi dan Tata Kelola Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/314627/pp-no-10-tahun-2025>
- Republik Indonesia. (2025). Peraturan Pemerintah Nomor 16 Tahun 2025 tentang Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia pada Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/316692/pp-no-16-tahun-2025>
- Republik Indonesia. (2025). Peraturan Pemerintah Nomor 34 Tahun 2025 tentang Tata Cara Pengelolaan Aset Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/328621/pp-no-34-tahun-2025>
- Republik Indonesia. (2025). Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025 tentang Perubahan Ketiga atas Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara.
- Republik Indonesia. (2025). Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 tentang Perubahan Keempat atas Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/330668/uu-no-16-tahun-2025peraturan.bpk>
- Republik Indonesia. (2026). Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2026 tentang Perubahan atas Peraturan Pemerintah Nomor 10 Tahun 2025 tentang Organisasi dan Tata Kelola Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara. JDIH BPK. <https://peraturan.bpk.go.id/>
- Singapore Statutes Online. (1959). Minister for Finance (Incorporation) Act 1959. Attorney-General's Chambers of Singapore. <https://sso.agc.gov.sg/Act/MFIA1959>
- Singapore Statutes Online. (1967). Companies Act 1967. Attorney-General's Chambers of Singapore. <https://sso.agc.gov.sg/Act-Rev/CoA1967/>
- Suijs, J. P. M., & Wielhouwer, J. L. (2014). Disclosure regulation in duopoly markets: Proprietary costs and social welfare. *European Accounting Review*, 23(2), 227–255. <https://doi.org/10.1080/09638180.2013.835245>
- Tang, S., He, K., & Xu, J. (2015). Proprietary costs and the disclosure of information about major customers: Evidence from Chinese listed firms. *China Accounting and Finance Review*, 17, Article 6. <https://doi.org/10.7603/s40570-015-0006-x>
- Temasek. (2024, July 9). Temasek reports S\$389 billion net portfolio value, up S\$7 billion from last year. <https://www.temasek.com.sg/en/news-and-resources/news-room/news/2024/temasek-review-2024-389-billion-net-portfolio-value>
- Temasek. (n.d.). Corporate governance. <https://www.temasek.com.sg/en/about-us/corporate-governance>
- Truman, E. M. (2007). Sovereign wealth funds: The need for greater transparency and accountability. Peterson Institute for International Economics.
- Truman, E. M. (2008). A blueprint for sovereign wealth fund best practices. Peterson Institute for International Economics.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 179–194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Verrecchia, R. E., & Weber, J. (2006). Redacted disclosure. *Journal of Accounting Research*, 44(4), 791–814. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00216.x>