E-ISSN: 3025-0994
Halaman 4403-4413
Volume 4 Nomor 3 Tahun 2026

Efektivitas Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas dalam Merger Perseroan Terbatas: Analisis terhadap UUPT dan Regulasi Terkait

Bagus Firman Wibowo[1], Etty Uyun[2]

[1,2] Program Studi Hukum, Universitas Bunda Thamrin, Medan - Indonesia
e-mail: Bagusfirmann@gmail.com[1], uyunetty@gmail.com[2]

Abstrak

Dinamika restrukturisasi korporasi melalui mekanisme penggabungan usaha (merger) di Indonesia menghadirkan tantangan kompleks dalam menyeimbangkan kepentingan ekspansi bisnis dengan perlindungan hak-hak pemegang saham minoritas. Artikel ini menyajikan analisis yuridis normatif yang mendalam mengenai efektivitas kerangka hukum Indonesia, khususnya Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK), dalam melindungi kepentingan minoritas di tengah dominasi prinsip majority rule. Melalui penelaahan kritis terhadap mekanisme appraisal right, validitas penentuan "harga wajar" (fair value), serta independensi Profesi Penunjang Pasar Modal, studi ini mengungkap kesenjangan signifikan antara perlindungan de jure dan realitas de facto. Analisis komparatif dengan yurisdiksi Delaware, Amerika Serikat, khususnya terkait doktrin entire fairness dan evolusi metode valuasi yudisial, digunakan sebagai pisau bedah untuk mengevaluasi ketertinggalan standar hukum korporasi di Indonesia. Temuan studi mengindikasikan bahwa formalisme prosedural dalam regulasi Indonesia seringkali gagal menangkap substansi keadilan, diperburuk oleh lemahnya penegakan hukum dalam kasus-kasus krusial seperti sengketa Bank Agris dan PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk. Artikel ini merekomendasikan reformasi struktural yang mencakup kodifikasi standar valuasi yang lebih rigid, penguatan fiduciary duty dalam transaksi benturan kepentingan, serta pemberdayaan peran pengadilan dalam judicial appraisal.

Kata Kunci: *Perlindungan Hukum, Pemegang Saham Minoritas, Merger, Good Corporate Governance*

Abstract

The dynamics of corporate reform through merger mechanisms in Indonesia present complex challenges in balancing the interests of business expansion with the protection of minority shareholder rights. This article presents an in-depth normative legal analysis of the effectiveness of the Indonesian legal framework, particularly Law Number 40 of 2007 concerning Limited Liability Companies (UUPT) and the Financial Services Authority

Regulation (POJK), in protecting minority interests amidst the dominance of the principle of majority rule. Through a critical examination of the rights assessment mechanism, the validity of determining "fair value," and the independence of Capital Market Supporting Professionals, this study reveals a significant gap between de jure protection and de facto reality. Comparative analysis with the recognition of Delaware, United States, particularly regarding the doctrine of overall fairness and the evolution of judicial valuation methods, is used as a scalpel to expose the backwardness of corporate legal standards in Indonesia. The study findings indicate that formalistic procedures in Indonesian regulations often fail to fulfill the substance of justice, exacerbated by weak law enforcement in crucial cases such as the settlement of Bank Agris and PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk. This article recommends structural reforms that include codifying more rigid valuation standards, strengthening fiduciary duties in conflict transactions.

Keywords : Legal Protection, Minority Shareholders, Mergers; Good Corporate Governance

LATAR BELAKANG

Mengacu pada arsitektur hukum korporasi modern, penggabungan usaha atau merger merupakan salah satu instrumen vital bagi korporasi untuk mengakselerasi pertumbuhan, mencapai efisiensi ekonomi melalui skala ekonomi (economies of scale), serta memperluas pangsa pasar (Varaiya & Ferris, 1987). Namun, di balik narasi efisiensi dan sinergi korporasi, merger seringkali menjadi arena pertarungan kepentingan yang asimetris antara pemegang saham pengendali (mayoritas) dan pemegang saham non-pengendali (minoritas). Di Indonesia, fenomena ini semakin relevan mengingat struktur kepemilikan saham pada perusahaan publik yang umumnya terkonsentrasi (concentrated ownership), berbeda dengan struktur kepemilikan menyebar (dispersed ownership) yang lazim ditemukan di Amerika Serikat atau Inggris (Claessens et al., 2000; Gilson, 2006). Konsentrasi kepemilikan ini memberikan kekuasaan yang nyaris absolut bagi pemegang saham pengendali untuk mendikte arah kebijakan korporasi, termasuk keputusan untuk melakukan merger, yang seringkali menempatkan pemegang saham minoritas pada posisi rentan atau fait accompli.

Prinsip dasar demokrasi korporasi yang dianut dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas ("UUPT"), yakni majority rule, memberikan legitimasi bagi keputusan yang diambil oleh suara terbanyak dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Namun, penerapan prinsip ini tanpa mekanisme penyeimbang (checks and balances) yang memadai berpotensi melahirkan apa yang disebut oleh Alexis de Tocqueville sebagai "tirani mayoritas" (tyranny of the majority) (Tocqueville, 1835/2000). Dalam konteks merger, tirani ini dapat bermanifestasi dalam bentuk pemaksaan konversi saham dengan rasio yang merugikan, dilusi kepemilikan, atau bahkan pendepakan paksa (squeeze-out) pemegang saham minoritas dengan harga yang tidak mencerminkan nilai intrinsik perusahaan.

Meskipun UUPT telah memperkenalkan instrumen perlindungan berupa hak untuk meminta penilaian harga saham yang wajar (appraisal right) sebagaimana termaktub dalam

Pasal 62, serta Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah menerbitkan regulasi teknis seperti POJK Nomor 74/POJK.04/2016 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka, efektivitas implementasinya masih menyisakan residu persoalan hukum yang mendasar. Ketidakjelasan parameter "harga wajar" (fair value), independensi penilai (Kantor Jasa Penilai Publik/KJPP) yang sering dipertanyakan, serta hambatan prosedural dalam litigasi, menjadikan perlindungan hukum bagi minoritas seringkali hanya macan kertas (Puspita & Gunadi, 2025; Sya'bani, 2014).

Penelitian ini menjadi urgen untuk dilakukan guna membedah anatomi perlindungan hukum tersebut secara komprehensif. Dengan menggunakan pendekatan perbandingan hukum (comparative legal study) terhadap yurisdiksi Delaware—yang dianggap sebagai kiblat hukum korporasi dunia (Cheffins, 2018)—artikel ini bertujuan untuk mengidentifikasi celah regulasi (regulatory gaps) dan menawarkan perspektif baru dalam reformasi hukum merger di Indonesia. Analisis tidak hanya berhenti pada teks peraturan, melainkan menukik pada realitas empiris melalui bedah kasus sengketa korporasi yang terjadi di pasar modal Indonesia.

METODE

Penulisan artikel review ini menggunakan metode penelitian hukum normatif dengan pendekatan perundang-undangan (statute approach), pendekatan kasus (case approach), dan pendekatan perbandingan (comparative approach). Analisis difokuskan pada harmonisasi antara UUPT, regulasi pasar modal (POJK), dan prinsip-prinsip Good Corporate Governance (GCG). Sumber data sekunder meliputi peraturan perundang-undangan, putusan pengadilan, jurnal hukum bereputasi, serta dokumen keterbukaan informasi perusahaan tercatat. Melalui sintesis bahan-bahan hukum tersebut, artikel ini akan mengevaluasi apakah konstruksi hukum saat ini telah memenuhi asas keadilan (fairness) dan kepastian hukum bagi investor minoritas (La Porta et al., 2000; Shleifer & Vishny, 1997).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dialektika Kekuasan dalam Korporasi

a. Teori Keagenan dan Konflik Kepentingan

Hasil Landasan teoretis utama dalam menganalisis hubungan antar pemegang saham dalam merger adalah Teori Keagenan (Agency Theory) yang diperkenalkan oleh Berle dan Means (1932) dan dikembangkan lebih lanjut oleh Jensen dan Meckling (1976). Dalam konteks perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi seperti di Indonesia, konflik keagenan utama bukanlah antara pemegang saham dan manajer (seperti model Berle-Means klasik), melainkan antara pemegang saham pengendali (controlling shareholders) dan pemegang saham minoritas (minority shareholders) (Fama & Jensen, 1983; Weinstein, 2012). Pemegang saham pengendali memiliki insentif dan kemampuan untuk mengekstraksi manfaat privat (private benefits of control) yang merugikan minoritas, misalnya melalui transaksi pihak berelasi (related party transactions) atau merger dengan perusahaan afiliasi yang overvalued. Dalam transaksi merger, potensi konflik ini memuncak. Pemegang saham pengendali mungkin mendorong merger bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan, tetapi untuk menyelamatkan perusahaan afiliasi yang sedang sakit

(bailout terselubung) atau untuk memperbesar imperium bisnis mereka dengan mengorbankan likuiditas saham minoritas. Oleh karena itu, hukum korporasi berfungsi sebagai instrumen untuk meminimalisir biaya keagenan (agency cost) ini melalui regulasi yang ketat mengenai benturan kepentingan dan kewajaran transaksi (Shleifer & Vishny, 1997).

b. Doktrin Majority Rule vs. Minority Protection

Hukum perseroan Indonesia menganut asas majority rule yang tercermin dalam mekanisme pengambilan keputusan RUPS. Pasal 87 ayat (2) UUPT menegaskan bahwa keputusan RUPS diambil berdasarkan musyawarah untuk mufakat, namun jika tidak tercapai, keputusan diambil berdasarkan suara terbanyak. Dalam konteks merger, Pasal 89 ayat (1) UUPT menetapkan kuorum kehadiran dan persetujuan yang lebih tinggi (supermajority), yaitu dihadiri oleh paling sedikit 3/4 dari seluruh saham dengan hak suara dan disetujui oleh paling sedikit 3/4 dari jumlah suara yang dikeluarkan.

Secara kasat mata, persyaratan kuorum tinggi ini tampak melindungi minoritas. Namun, dalam praktik di Indonesia di mana satu grup konglomerasi seringkali menguasai lebih dari 75% saham (langsung maupun tidak langsung), persyaratan ini menjadi formalitas belaka (Claessens et al., 2000). Suara minoritas yang menolak merger seringkali tidak memiliki daya aritmatika untuk memblokir keputusan tersebut. Di sinilah letak krusialnya doktrin perlindungan minoritas. Hukum harus menyediakan "jaring pengaman" ketika mekanisme demokrasi suara gagal melindungi kepentingan ekonomi minoritas. Perlindungan ini terbagi menjadi dua rezim: perlindungan ex-ante (sebelum transaksi, seperti hak informasi dan keterbukaan) dan perlindungan ex-post (setelah transaksi, seperti appraisal right dan gugatan derivatif) (Armour et al., 2009).

Analisis Kritis Rezim Hukum Merger di Indonesia

a. Konstruksi Hukum dalam UUPT: Pasal 126 dan Hak Veto Semu

Merger atau penggabungan usaha diatur secara spesifik dalam Bab VII UUPT. Pasal 126 ayat (1) menyatakan bahwa perbuatan hukum penggabungan harus memperhatikan kepentingan: (a) Perseroan, pemegang saham minoritas, karyawan perseroan; (b) kreditur dan mitra usaha lainnya; dan (c) masyarakat dan persaingan sehat. Penyebutan "pemegang saham minoritas" secara eksplisit dalam pasal ini menunjukkan bahwa legislator menyadari kerentanan posisi mereka.

Namun, frasa "memperhatikan kepentingan" bersifat sangat abstrak dan normatif. Tidak ada pedoman teknis dalam UUPT mengenai bagaimana kepentingan tersebut harus "diperhatikan". Apakah cukup dengan memberikan notifikasi? Atau harus ada kompensasi khusus? Ketidakjelasan ini seringkali dimanfaatkan oleh direksi dan pemegang saham pengendali untuk sekadar memenuhi kewajiban administratif tanpa mengakomodasi keberatan substansial dari minoritas (Putra, 2016).

Lebih lanjut, UUPT tidak memberikan hak veto kepada pemegang saham minoritas dalam transaksi merger, kecuali jika diatur lain dalam Anggaran Dasar—hal yang sangat jarang terjadi pada perusahaan publik. Akibatnya, perlindungan hukum beralih pada mekanisme "pintu keluar" yang diatur dalam Pasal 62 UUPT.

b. Mekanisme Appraisal Right (Pasal 62 UUPT): Teori dan Realitas

Pasal 62 UUPT adalah benteng terakhir bagi pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan keputusan merger. Pasal ini memberikan hak kepada pemegang saham untuk meminta perseroan membeli sahamnya dengan "harga yang wajar" (fair price). Mekanisme ini, yang dikenal secara global sebagai appraisal right atau dissenters' right, didasarkan pada premis bahwa pemegang saham tidak boleh dipaksa untuk terus berinvestasi pada entitas yang telah berubah secara fundamental akibat merger (Cleveland, 2022).

Namun, efektivitas Pasal 62 UUPT terganjal oleh beberapa hambatan praktis yang signifikan. Pertama, ketidakpastian definisi "harga wajar": Penjelasan Pasal 62 ayat (1) UUPT hanya menyebutkan bahwa harga wajar dapat ditentukan berdasarkan nilai pasar atau nilai yang ditetapkan oleh ahli penilai. Tidak ada mandat spesifik mengenai metodologi valuasi yang harus digunakan. Hal ini membuka ruang negosiasi yang tidak seimbang antara manajemen (yang memegang data) dan pemegang saham minoritas (yang buta informasi).

Kedua, batasan keuangan perseroan: Pasal 62 ayat (2) memberikan batasan bahwa pembelian kembali saham (share buyback) tidak boleh menyebabkan kekayaan bersih perseroan menjadi kurang dari modal ditempatkan ditambah cadangan wajib. Jika kondisi keuangan perseroan tidak memungkinkan, hak ini menjadi gugur atau tertunda pelaksanaannya, meninggalkan pemegang saham minoritas dalam ketidakpastian ("terkunci" dalam investasi yang tidak diinginkan).

Ketiga, hambatan prosedural: Pemegang saham harus hadir dalam RUPS dan memberikan suara tidak setuju. Bagi investor ritel atau institusi asing yang memegang saham melalui kustodian, persyaratan administratif ini seringkali menyulitkan (Rosida, 2023).

Regulasi OJK: POJK No. 74/POJK.04/2016

Bagi perusahaan terbuka, ketentuan UUPT diperkaya oleh peraturan pasar modal. POJK No. 74/POJK.04/2016 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka menjadi lex specialis yang mengatur tata cara merger emiten. POJK ini mewajibkan emiten untuk: (1) Mengumumkan Ringkasan Rancangan Penggabungan kepada masyarakat dan menyampaikan kepada OJK; (2) Memperoleh persetujuan RUPSLB; dan (3) Menyediakan "pendapat kewajaran" (fairness opinion) dari Penilai Independen mengenai kewajaran transaksi penggabungan usaha.

Meskipun POJK ini meningkatkan transparansi, ia masih belum sepenuhnya mengatasi masalah fundamental dalam perlindungan minoritas, yaitu independensi penilai dan validitas harga. Pasal 19 dan ketentuan terkait dalam POJK mewajibkan penunjukan Penilai Independen (KJPP) untuk menilai harga wajar saham bagi pemegang saham yang menggunakan hak appraisal. Namun, karena KJPP ditunjuk dan dibayar oleh emiten (manajemen), independensi mereka seringkali dipertanyakan oleh pelaku pasar (Coffee, 2006; Puspita & Gunadi, 2025). Struktur insentif ini menciptakan potensi bias di mana penilai cenderung mengakomodasi ekspektasi harga dari pihak yang memberi tugas (management-friendly valuation).

Dinamika Penilaian Harga Wajar dan Peran Profesi Penunjang

a. Metodologi Valuasi: Pergulatan antara Pasar dan Intrinsik

Jantung dari sengketa merger seringkali berdetak di seputar angka: berapa harga yang wajar? Di Indonesia, terdapat dua pendekatan utama yang sering berbenturan. Pertama, harga pasar (market price): Bagi perusahaan terbuka, harga pasar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sering dianggap sebagai indikator paling objektif. POJK tentang Penilaian Perusahaan (misalnya dalam konteks Tender Offer) sering merujuk pada harga rata-rata perdagangan harian selama 90 hari terakhir. Namun, pendekatan ini memiliki kelemahan fatal jika pasar tidak efisien atau saham tersebut tidak likuid (illiquid stock). Harga pasar historis mungkin tidak mencerminkan nilai intrinsik perusahaan atau potensi sinergi masa depan dari merger.

Kedua, nilai intrinsik (intrinsic value): Pendekatan ini biasanya menggunakan metode Diskonto Arus Kas (Discounted Cash Flow - DCF) atau aset bersih (Net Asset Value). KJPP umumnya menggunakan metode DCF dalam menyusun fairness opinion. Masalahnya, metode DCF sangat sensitif terhadap asumsi-asumsi input seperti proyeksi pendapatan, biaya modal (WACC), dan tingkat pertumbuhan terminal. Sedikit manipulasi pada asumsi ini dapat menghasilkan valuasi yang sangat berbeda secara drastis (Cleveland, 2022; Choi & Talley, 2017).

Dalam praktik di Indonesia, sering terjadi disparitas antara harga pasar dan nilai yang dihasilkan oleh KJPP. Pemegang saham minoritas seringkali merasa dirugikan ketika harga appraisal ditetapkan berdasarkan harga pasar rata-rata yang sedang tertekan ("undervalued"), sementara manajemen berargumen bahwa itulah "harga wajar" yang objektif.

b. Kritik terhadap Independensi KJPP

Independensi Kantor Jasa Penilai Publik (KJPP) merupakan pilar kepercayaan dalam transaksi merger (Coffee, 2006). Laporan penilaian KJPP seringkali memuat disclaimer (penafian) yang luas, menyatakan bahwa penilaian didasarkan pada data yang diberikan manajemen dan KJPP tidak bertanggung jawab atas verifikasi independen terhadap validitas data mentah tersebut.

Kondisi ini menempatkan pemegang saham minoritas pada posisi sulit. Mereka disajikan laporan tebal penuh jargon teknis yang menyimpulkan bahwa harga merger adalah "wajar" (fair), namun tidak memiliki akses ke data mentah untuk menguji asumsi tersebut. Tidak adanya mekanisme second opinion yang dibiayai perusahaan untuk kepentingan minoritas (seperti komite independen yang memiliki penasihat keuangannya sendiri) memperparah ketimpangan informasi ini (Puspita & Gunadi, 2025).

Studi Kasus: Realitas Perlindungan Hukum di Lapangan

a. Kasus Bank Agris: Anomali Pengecualian Tender Offer

Kasus pengambilalihan PT Bank Agris Tbk oleh Industrial Bank of Korea (IBK) yang kemudian diikuti dengan merger dengan PT Bank Mitraniaga Tbk, menjadi preseden penting mengenai interaksi antara regulasi perbankan dan pasar modal. Dalam transaksi ini, IBK mengakuisisi saham pengendali Bank Agris. Secara normatif, berdasarkan regulasi pasar modal, perubahan pengendalian memicu kewajiban Penawaran Tender Wajib (Mandatory

Tender Offer - MTO) untuk membeli sisa saham publik di harga premium (harga tertinggi antara harga akuisisi atau rata-rata pasar).

Namun, dalam kasus ini, MTO dikecualikan. OJK memiliki kewenangan untuk mengecualikan kewajiban MTO dalam kondisi tertentu, misalnya dalam rangka konsolidasi perbankan atau penyelamatan bank (Kaplan, 2018). Pemegang saham minoritas Bank Agris (sekitar 4,22%) kehilangan kesempatan untuk keluar (exit) dengan harga premium yang biasanya ditawarkan dalam MTO. Mereka dihadapkan pada pilihan untuk tetap menjadi pemegang saham bank hasil merger (yang mungkin terdilusi) atau menjual sahamnya di pasar yang mungkin tidak likuid.

Pemegang saham minoritas akhirnya hanya memiliki dua opsi: menjual di pasar sekunder atau menggunakan mekanisme buyback oleh perseroan. Namun, harga pelaksanaan merger seringkali lebih rendah dibandingkan harga yang bisa didapat jika MTO dilakukan. Kasus ini menunjukkan bahwa dalam hierarki kebijakan, stabilitas sektor perbankan dan konsolidasi industri seringkali ditempatkan di atas kepentingan proteksi finansial pemegang saham minoritas. Perlindungan hukum menjadi tumpul ketika berhadapan dengan diskresi regulator yang berdalih kepentingan sistemik.

b. Analisis Putusan Mahkamah Agung: PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk

Sengketa PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk (Putusan MA No. 3017 K/Pdt/2011) merupakan landmark decision terkait transaksi benturan kepentingan dan hak minoritas, meskipun konteks utamanya adalah divestasi aset, prinsip hukumnya sangat relevan untuk merger. Dalam kasus ini, pemegang saham minoritas menggugat direksi dan komisaris karena melakukan transaksi penjualan aset yang dinilai merugikan perseroan dan mengandung benturan kepentingan yang tidak diungkapkan (undisclosed conflict of interest). Mahkamah Agung dalam putusannya melakukan terobosan dengan mengabulkan permohonan pemeriksaan terhadap perseroan.

Putusan ini penting karena menegaskan bahwa kepatuhan formal terhadap prosedur RUPS (misalnya kuorum terpenuhi) tidak serta merta menghapus sifat melawan hukum jika terdapat pelanggaran prinsip fiduciary duty dan Good Corporate Governance (GCG). MA mengakui legal standing pemegang saham minoritas untuk menuntut pertanggungjawaban manajemen atas keputusan yang tidak adil.

Implikasi bagi merger adalah: persetujuan RUPS atas merger tidak kebal hukum. Jika minoritas dapat membuktikan bahwa merger tersebut dirancang dengan itikad buruk atau mengandung benturan kepentingan yang disembunyikan untuk menguntungkan mayoritas, pengadilan dapat mengintervensi. Namun, tantangannya tetap pada pembuktian (burden of proof) yang berat dan biaya litigasi yang mahal (Rosida, 2023).

Komparasi Hukum: Indonesia vs. Delaware (Amerika Serikat)

a. Evolusi Appraisal Rights di Delaware: Weinberger dan Deep Judicial Review

Di Delaware, Pasal 262 DGCL mengatur appraisal rights dengan sangat rinci. Perbedaan fundamental dengan Indonesia terletak pada peran pengadilan. Di Delaware, jika terjadi sengketa harga, pengadilan (Court of Chancery) melakukan penilaian sendiri (judicial

appraisal) secara aktif. Hakim tidak hanya menerima laporan penilai, tetapi membedah metodologi yang digunakan oleh ahli dari kedua belah pihak.

Kasus Weinberger v. UOP, Inc. (457 A.2d 701, Del. 1983) mengubah lanskap penilaian di Delaware. Sebelumnya, pengadilan menggunakan "Delaware Block Method" yang kaku. Pasca-Weinberger, pengadilan membuka pintu bagi segala metode penilaian keuangan yang dapat diterima secara umum, termasuk DCF, untuk menentukan "fair value". Fleksibilitas ini memungkinkan pengadilan menangkap nilai ekonomi yang lebih akurat.

Lebih lanjut, tren yurisprudensi terbaru di Delaware (seperti dalam kasus Dell dan Aruba) menunjukkan pergeseran ke arah penggunaan "deal price" (harga transaksi merger) sebagai indikator terbaik fair value, dengan syarat proses merger tersebut dilakukan melalui mekanisme pasar yang kompetitif, transparan, dan bebas dari paksaan (arm's-length transaction) (Cleveland, 2022; Cornerstone Research, 2022). Ini memberikan insentif bagi perusahaan untuk merancang proses merger yang fair sejak awal agar harga transaksinya dihormati oleh pengadilan.

b. Doktrin Entire Fairness: Keadilan Proses dan Harga

Konsep paling kuat di Delaware yang belum diadopsi secara penuh di Indonesia adalah doktrin Entire Fairness. Dalam transaksi merger yang melibatkan pemegang saham pengendali (controlling shareholder merger), beban pembuktian bergeser. Direksi (atau pengendali) harus membuktikan bahwa transaksi tersebut "sepenuhnya adil" (entirely fair) kepada minoritas (Weinberger v. UOP, 1983; Kahn v. M&F Worldwide, 2014).

Keadilan ini terdiri dari dua elemen yang tak terpisahkan: (1) Fair dealing: Keadilan dalam proses inisiasi, negosiasi, dan persetujuan. Apakah ada komite independen? Apakah minoritas punya daya tawar? (2) Fair price: Keadilan harga saham. Di Indonesia, fokus regulasi dan pengadilan masih sangat berat pada aspek prosedural (apakah RUPS sah? Apakah ada KJPP?). Aspek fair dealing sering terabaikan. Selama harga dinilai "wajar" oleh KJPP, merger dianggap sah meskipun proses negosiasinya didominasi penuh oleh pengendali tanpa partisipasi bermakna dari minoritas (Bebchuk et al., 2009).

Tantangan Penegakan Hukum dan Rekomendasi Pembaruan

a. Peran OJK sebagai Gatekeeper yang Belum Optimal

OJK memegang peran kunci dalam menelaah pernyataan penggabungan usaha. Namun, peran OJK saat ini lebih condong pada pendekatan disclosure-based regulation. OJK memastikan semua informasi diungkapkan, namun enggan masuk ke dalam penilaian substansi komersial (merit-based) apakah harga tersebut adil atau tidak. Mengingat rendahnya literasi keuangan investor ritel di Indonesia dan lemahnya penegakan hukum perdata, pendekatan murni disclosure-based mungkin belum memadai. OJK perlu mempertimbangkan untuk lebih agresif dalam menantang asumsi valuasi KJPP, terutama dalam transaksi merger afiliasi yang berisiko tinggi merugikan publik. OJK dapat mewajibkan second opinion dari penilai yang ditunjuk regulator dalam kasus-kasus ekstrem.

b. Hambatan Struktural Litigasi

Bagi pemegang saham minoritas di Indonesia, mengajukan gugatan ke pengadilan adalah jalan terjal. Biaya perkara yang tidak murah, waktu penyelesaian yang lama (bisa bertahun-tahun hingga Kasasi/PK), dan ketidakpastian putusan membuat opsi ini tidak menarik. Selain itu, Indonesia tidak mengenal mekanisme class action yang seefektif di AS untuk kasus sekuritas, di mana pengacara bekerja dengan contingency fee. Hal ini menyebabkan rasionalitas apatis (rational apathy) di kalangan investor minoritas—lebih baik "cut loss" jual saham daripada menuntut keadilan.

c. Rekomendasi Reformasi Hukum

Berdasarkan analisis di atas, artikel ini merekomendasikan langkah-langkah reformasi berikut. Pertama, kodifikasi standar valuasi dalam POJK: OJK perlu menerbitkan pedoman teknis yang lebih rigid mengenai standar penilaian harga wajar dalam merger, mengadopsi prinsip-prinsip Weinberger (fleksibilitas metode namun ketat dalam asumsi). Penggunaan metode DCF harus disertai kewajiban audit atas asumsi proyeksi keuangan.

Kedua, adopsi mekanisme Majority of the Minority (MOM): Untuk merger yang melibatkan benturan kepentingan (pihak afiliasi), persetujuan RUPS seharusnya tidak hanya didasarkan pada kuorum umum, tetapi mensyaratkan persetujuan dari mayoritas pemegang saham independen. Ini memberikan hak veto kolektif yang adil bagi minoritas.

Ketiga, peningkatan peran pengadilan: Mendorong spesialisasi hakim di Pengadilan Niaga untuk menangani sengketa valuasi korporasi. Hakim harus dibekali kemampuan untuk menilai kewajaran ekonomi transaksi, bukan sekadar kepatuhan formal.

Keempat, reformasi profesi penilai: Memperketat kode etik dan sanksi bagi KJPP yang terbukti memberikan opini tidak independen (Coffee, 2006). Perlu dipertimbangkan mekanisme di mana komite independen (bukan direksi) yang berwenang menunjuk dan memberhentikan penilai dalam transaksi merger.

SIMPULAN

Efektivitas perlindungan hukum pemegang saham minoritas dalam merger perseroan terbatas di Indonesia masih menghadapi tantangan fundamental. Secara normatif, UUPT dan POJK telah menyediakan kerangka dasar melalui hak suara dan appraisal right. Namun, analisis mendalam menunjukkan bahwa perlindungan ini seringkali tergerus oleh dominasi struktur kepemilikan terkonsentrasi, independensi penilai yang lemah, dan formalisme hukum yang mengabaikan keadilan substansial.

Perbandingan dengan Delaware memperlihatkan bahwa Indonesia tertinggal dalam mengadopsi doktrin fair dealing dan mekanisme judicial appraisal yang canggih. Kasus Bank Agris dan PT Sumalindo menjadi bukti empiris bahwa tanpa pengawasan ketat dan mekanisme penyeimbang yang riil, pemegang saham minoritas rentan menjadi korban ambisi korporasi pemegang saham pengendali.

Reformasi hukum ke depan tidak bisa lagi hanya bersifat kosmetik prosedural. Diperlukan pergeseran paradigma dari sekadar "kepatuhan aturan" menuju "keadilan transaksi". Penguatan fiduciary duty, pemberdayaan investor independen melalui hak suara khusus, dan keberanian regulator serta pengadilan untuk menguji kewajaran transaksi secara

substantif adalah prasyarat mutlak untuk membangun pasar modal Indonesia yang berintegritas, tepercaya, dan berkeadilan. Tanpa perlindungan minoritas yang tangguh, fondasi penggalangan dana masyarakat melalui perseroan terbatas akan senantiasa rapuh.

DAFTAR PUSTAKA

Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2009). Agency Problems And Legal Strategies. In R. Kraakman Et Al. (Eds.), The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach (2nd Ed., Pp. 35-53). Oxford University Press.

Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What Matters In Corporate Governance? *Review Of Financial Studies, 22(2), 783-827.*

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation And Private Property.* Macmillan.

Cheffins, B. R. (2018). The Rise And Fall (?) Of The Berle-Means Corporation. *Seattle University Law Review, 42(2), 445-477.*

Choi, A., & Talley, E. (2017). Appraising The 'Merger Price' Appraisal Rule. *Journal Of Legal Analysis, 9(1), 1-49.*

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The Separation Of Ownership And Control In East Asian Corporations. *Journal Of Financial Economics, 58(1-2), 81-112.*

Cleveland, S. J. (2022). Appraisal Rights And 'Fair Value'. *Cardozo Law Review, 43(3), 921-*1003. Https://Larc.Cardozo.Yu.Edu/Clr/Vol43/Iss3/3/

Coffee, J. C., Jr. (2006). Gatekeepers: The Professions And Corporate Governance. Oxford University Press.

Cornerstone Research. (2022). Appraisal Litigation In Delaware: Trends In Petitions And Opinions 2006-2022. Https://Www.Cornerstone.Com/Insights/Reports/Appraisal-Litigation-In-Delawaretrends-In-Petitions-And-Opinions-20062022/

Delaware General Corporation Law § 262 (2023). Appraisal Rights.

Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1991). The Economic Structure Of Corporate Law. Harvard University Press.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation Of Ownership And Control. *Journal Of Law And Economics, 26(2), 301-325.*

Fuady, M. (2005). *Perlindungan Pemegang Saham Minoritas*. Cv Utomo.

Gilson, R. J. (2006). Controlling Shareholders And Corporate Governance: Complicating The Comparative Taxonomy. *Harvard Law Review, 119(6), 1641-1679.*

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.*

Jiang, W., Li, T., & Mei, D. (2016). *Influence All The Way Through: The Determinants And Effects Of Appraisal Arbitrage.* Columbia Law And Economics Working Paper.

Kahn V. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

Kaplan, D. (2018). Perlindungan Pemegang Saham Minoritas Pada Pengecualian Penawaran Tender Wajib Pt Bank Agris Tbk. *Crepido, 1(1), 102-115.* Https://Ejournal2.Undip.Ac.Id/Index.Php/Crepido/Article/View/18888

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection And Corporate Governance. *Journal Of Financial Economics, 58(1-2), 3-27.*

Otoritas Jasa Keuangan. (2016). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 74/Pojk.04/2016 Tentang Penggabungan Usaha Atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka. Https://Www.Ojk.Go.Id/Id/Kanal/Pasar-Modal/Regulasi/Peraturan-Ojk/

Puspita, L., & Gunadi, A. (2025). Legal Protection Of Minority Shareholders Interests In Merger Actions. *Awang Long Law Review, 7(2), 418-426.* Https://Doi.Org/10.56301/Awl.V7i2.1572

Putra, I. M. D. P. (2016). Legal Protection Of Minority Shareholders In Merger Limited Liability Company In Indonesia. *Journal Of Law, Policy And Globalization, 45, 1-10.* Https://Www.Iiste.Org/Journals/Index.Php/Jlpg/Article/View/36168

Putusan Mahkamah Agung Republik Indonesia Nomor 3017 K/Pdt/2011 Tentang Pt Sumalindo Lestari Jaya Tbk.

Republik Indonesia. (2007). Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2007 Nomor 106.

Rosida, H. (2023). Legal Reformulation Of Derivative Action Regulations For Protection Of Minority Shareholders In Indonesia: Comparative Study Of Indonesia And Australia. *Journal Of Law And Legal Reform, 4(3), 399-428.* Https://Doi.Org/10.15294/Jllr.V4i3.68087

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey Of Corporate Governance. *Journal Of Finance, 52(2), 737-783.*

Sya'bani, A. (2014). Minority Shareholders' Protection In The Indonesian Capital Market. *Indonesia Law Review, 4(1), 104-148.* Https://Scholarhub.Ui.Ac.Id/Ilrev/Vol4/Iss1/6/

Tocqueville, A. De. (1835/2000). Democracy In America (H. C. Mansfield & D. Winthrop, Trans.). University Of Chicago Press.

Varaiya, N. P., & Ferris, K. R. (1987). Overpaying In Corporate Takeovers: The Winner's Curse. *Financial Analysts Journal, 43(3), 64-70.*

Weinberger V. Uop, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983). Https://Law.Justia.Com/Cases/Delaware/Supreme-Court/1983/457-A-2d-701-4.Html

Weinstein, O. (2012). Firm, Property And Governance: From Berle And Means To The Agency Theory, And Beyond. Accounting, *Economics, And Law, 2(2), 1-55.* Https://Doi.Org/10.1515/2152-2820.1061