

Transparansi Material Information bagi Pemegang Saham Minoritas dalam Proses Merger dan Akuisisi: Studi Perbandingan Regulasi Good Corporate Governance Indonesia dan Singapura

Catharina Crisanty Eva Putri
Fakultas Hukum Universitas Indonesia,
email : catharinaeva26@gmail.com

Abstract: Penelitian ini membandingkan regulasi Good Corporate Governance (GCG) dalam menjamin transparansi material information bagi pemegang saham minoritas selama Merger dan Akuisisi (M&A) di Indonesia (UUPT & POJK) dan Singapura (The Takeover Code & CA). Studi ini menganalisis kewajiban pengungkapan (disclosure obligations) untuk mencegah asymmetric information dan peran fiduciary duty Direksi. Ditemukan bahwa meskipun kewajiban pengungkapan di kedua negara bersifat protektif, Singapura lebih unggul dalam mencegah asymmetric information melalui pendekatan berbasis prinsip yang secara ketat menerapkan Equality of Information (Rule 12 The Takeover Code), melarang selective disclosure. Sementara Indonesia memiliki kekosongan signifikan karena ketergantungan pada ambang batas materialitas formal dan kurangnya standar rinci yang universal, sehingga risiko asymmetric information tetap tinggi. Mengenai fiduciary duty Direksi, kewajiban ini menjadi katalisator utama. Di Indonesia (Pasal 97 UUPT), fokusnya pada Duty of Care dan Duty of Loyalty dalam integritas dokumen, sementara di Singapura (Section 157 CA), fokusnya diarahkan untuk menegakkan prinsip perlakuan setara (General Principle 1). Secara prosedural, Indonesia unggul dalam memberikan Hak Keluar (Exit Right) yang eksplisit dalam undang-undang (Pasal 62 UUPT) bagi minoritas yang tidak setuju, sedangkan Singapura menekankan jaminan harga melalui Mandatory Offer.

Abstract: *This study compares the Good Corporate Governance (GCG) regulations concerning the transparency of material information for minority shareholders during Mergers and Acquisitions (M&A) in Indonesia (UUPT & POJK) and Singapore (The Takeover Code & CA). The study analyzes disclosure obligations to prevent asymmetric information and the role of Directors' fiduciary duty. It was found that although disclosure obligations in both countries are protective, Singapore is superior in preventing asymmetric information through its principle-based approach which strictly enforces the principle of Equality of Information (Rule 12 The Takeover Code), prohibiting selective disclosure. Conversely, Indonesia has significant gaps due to reliance on formal materiality thresholds and a lack of universal detailed standards, thus keeping the risk of asymmetric information high. Regarding Directors' fiduciary duty, this obligation serves as the main catalyst. In Indonesia (Pasal 97 UUPT), the focus is on the Duty of Care and Duty of Loyalty in ensuring document integrity, while in Singapore (Section 157 CA), the focus is directed towards enforcing the principle of equal treatment (General Principle 1). Procedurally, Indonesia excels in granting an explicit legal Exit Right (Pasal 62 UUPT) for dissenting minorities, whereas Singapore emphasizes price guarantee through the Mandatory Offer (Rule 9 The Takeover Code).*

Article History

Received: December 06, 2025

Revised: December 09, 2025

Published: December 11, 2025

Keywords:

Good Corporate Governance, Transparency, Material Information, M&A, Asymmetric Information, Fiduciary Duty, Minority Rights.

Keywords

Good Corporate Governance, Transparansi, Material Information, M&A, Asymmetric Information, Fiduciary Duty, Hak Minoritas.



<https://doi.org/10.5281/zenodo.17894992>

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



PENDAHULUAN

Merger dan akuisisi (M&A) merupakan salah satu instrumen strategis dalam perkembangan bisnis modern, terutama di tengah persaingan pasar global yang semakin intens. Proses M&A tidak hanya menjadi

sarana ekspansi, restrukturisasi, atau efisiensi perusahaan, tetapi juga memiliki dampak yang signifikan terhadap keberlangsungan kepentingan para pemegang saham. Di antara seluruh kelompok pemegang saham, pemegang saham minoritas adalah pihak yang paling rentan mengalami kerugian apabila informasi yang digunakan untuk mengambil keputusan tidak disampaikan secara lengkap, akurat, dan tepat waktu. Oleh karena itu, *material information* atau informasi material memiliki posisi yang sangat sentral dalam memastikan bahwa pemegang saham minoritas dapat menjalankan haknya secara efektif serta memperoleh perlindungan yang layak dalam proses M&A.¹

Konsep *material information* pada dasarnya merujuk pada setiap informasi yang, apabila tidak adanya transparansi informasi dapat memengaruhi keputusan ekonomi pemegang saham atau investor.² Di Indonesia, definisi ini dapat ditemukan dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal serta POJK terkait keterbukaan informasi bagi perusahaan publik. Namun, pengaturan mengenai informasi material yang spesifik dalam konteks merger dan akuisisi belum diatur secara mendalam dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas (UUPT). UUPT hanya memberikan pedoman umum terkait proses M&A, termasuk tanggung jawab direksi untuk menyusun rancangan penggabungan dan menyampaikan informasi tersebut kepada pemegang saham sebelum RUPS mengambil Keputusan yang diatur dalam Pasal 122-133 UUPT.³ Walaupun demikian, undang-undang tersebut tidak memberikan standar baku mengenai ruang lingkup informasi material yang wajib diungkapkan, mekanisme verifikasinya, maupun standar due diligence yang harus dilakukan sebelum persetujuan pemegang saham diberikan. Kekosongan mengenai pengaturan ini mengakibatkan pelaksanaan transparansi dalam M&A sangat bervariasi antar perusahaan karena bergantung pada penafsiran internal dan kualitas tata kelola yang dimiliki.

Ketiadaan standar mengenai transparansi informasi material pada akhirnya berdampak pada munculnya *asymmetric information* atau ketimpangan informasi antara direksi, pemegang saham mayoritas, dan pemegang saham minoritas.⁴ Ketidakseimbangan informasi antara pihak-pihak terkait inilah yang sering menempatkan pemegang saham minoritas pada situasi yang tidak menguntungkan dalam M&A. Dalam praktiknya, pemegang saham minoritas sering berada pada posisi yang tidak seimbang karena tidak memiliki akses yang sama terhadap fakta-fakta penting, termasuk valuasi perusahaan, potensi risiko hukum, keberadaan utang tersembunyi, konflik kepentingan direksi, serta dampak transaksi terhadap hak ekonomi mereka. Keterbukaan atau transparansi merupakan prinsip dari Good Corporate Governance yang diakomodasikan ke dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal, dimana pada sektor pasar modal keterbukaan adalah mutlak. Salah satu prinsip utama menurut OECD adalah prinsip *fairness*, yang menekankan pentingnya perlakuan yang setara bagi seluruh pemegang saham tanpa memandang besar kecilnya kepemilikan.⁵ Dengan adanya prinsip ini, tindakan diskriminatif yang dapat merugikan pemegang saham minoritas dapat diminimalkan sejak awal.

Penerapan prinsip *fairness* secara nyata dapat terlihat dari beberapa hak pemegang saham. Pertama, pemegang saham berhak hadir dan memberikan suara dalam RUPS berdasarkan ketentuan bahwa satu saham memberikan satu hak suara. Kedua, setiap pemegang saham berhak memperoleh informasi penting tentang kondisi perseroan secara rutin dan tepat waktu, dan informasi tersebut harus diberikan secara adil

¹ Dutordoir, M., et al. (2014). "Synergy disclosures in mergers and acquisitions." *International Review of Financial Analysis*.

² Louis, H. (2004). "Do managers intentionally use merger announcements to hide bad news?" *Journal of Financial Economics*.

³ UUPT pasal 122-133

⁴ Mallin, C., & Melis, A. (2012). *Shareholder rights, shareholder voting, and corporate performance*. *Journal of Management & Governance*, 16, 171–176.

⁵ Lin, L.-Y. H. (2017). *Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*. SSRN Working Paper.

tanpa membedakan jenis atau klasifikasi saham. Ketiga, pemegang saham berhak atas bagian keuntungan perusahaan, termasuk dividen, sesuai dengan proporsi jumlah saham yang dimilikinya.

Prinsip berikutnya mengenai perlindungan pemegang saham minoritas adalah prinsip *transparency*. Prinsip ini merupakan salah satu fondasi utama dalam sistem hukum perusahaan dan bertujuan memastikan perusahaan tidak menutup-nutupi informasi yang diperlukan oleh pemegang saham dalam menilai kondisi perusahaan.⁶ Kurangnya keterbukaan dapat menimbulkan berbagai masalah, seperti misleading statements, lemahnya akuntansi perusahaan, hingga penyalahgunaan data keuangan. Transparansi yang dimaksud tidak hanya terbatas pada penyampaian laporan keuangan, melainkan juga mencakup informasi terkait struktur pengelolaan perusahaan, aktivitas bisnis, serta transaksi-transaksi penting yang telah dilakukan.

Berdasarkan Pasal 1 angka 25 Undang-Undang Pasar Modal menjelaskan bahwa transparansi dalam pasar modal berarti adanya keharusan emiten, perusahaan publik, dan pihak lain yang tunduk kepada UUPM untuk memberikan informasi kepada masyarakat dalam waktu dan informasi material yang tepat mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap Keputusan pemodal terhadap efek yang dimaksud atau harga dari efek tersebut.⁷ Secara umum, terdapat hal yang membedakan di dalam perusahaan yang membuat posisi para pemegang saham berbeda satu sama lain, termasuk perbedaan dalam pemenuhan hak-hak mereka. Hal ini paling jelas terlihat dalam pelaksanaan RUPS, di mana pemegang saham mayoritas kerap mengabaikan kepentingan kelompok minoritas dengan alasan bahwa besarnya porsi modal yang mereka tanamkan memberi mereka kendali lebih besar atas perusahaan.⁸ Jika merujuk pada Pasal 86 Ayat (1) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, RUPS dapat dilangsungkan apabila saham dengan hak suara yang hadir atau diwakili melebihi dua pertiga dari total keseluruhan, kecuali apabila peraturan atau anggaran dasar menetapkan ketentuan kuorum yang berbeda.⁹

Berbeda dengan Indonesia, Singapura memiliki kerangka hukum yang jauh lebih komprehensif dan terstruktur dalam mengatur transparansi informasi material dalam M&A. *Companies Act* memuat ketentuan eksplisit mengenai kewajiban direksi untuk mengungkapkan setiap kepentingan pribadi mereka dalam transaksi, termasuk transaksi yang berpotensi menimbulkan konflik kepentingan¹⁰. Selain itu, Singapore Code on Take-overs and Mergers mengharuskan pengungkapan penuh atas seluruh informasi material yang relevan dengan suatu transaksi akuisisi, termasuk opini penasehat independen (independent financial adviser) yang wajib dilibatkan dalam transaksi tertentu untuk memastikan bahwa pemegang saham minoritas menerima penilaian objektif mengenai dampak dan kelayakan transaksi tersebut.¹¹

Merujuk pada SGX Listing Rules yang berlaku bagi perusahaan terbuka di Singapura menetapkan prinsip *continuous disclosure* yang sangat ketat. Perusahaan diwajibkan mengungkapkan setiap perkembangan material yang dapat memengaruhi harga saham atau keputusan pemegang saham sesegera

⁶ Saputro, B. A. (2011). *Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas dalam Suatu Transaksi di Pasar Modal (Studi Kasus: Transaksi Aset PT. Karwell Indonesia, Tbk.)*. Universitas Indonesia.

⁷ I Nyoman Tjager, F. Antonius Alijoyo, Humprey D. Djemat, Bambang Soembodo, *Corporate Governance Tantangan dan Kesempatan Bagi Komunitas Bisnis Indonesia*, PT Pienhallindo, Jakarta, 2003, hlm. 19.

⁸ Asril, dkk., "Akuisisi Saham Hubungannya Dengan Investasi Asing Dikaitkan Dengan Undang-Undang Nomor 5 Tahun 1999 Tentang Larangan Praktek Monopoli Dan Persaingan Usaha Tidak Sehat." *Jurnal Hukum Media Justitia Nusantara* 4, no. 2 (2019): 128-129.

⁹ Pasal 86 UUPM

¹⁰ Companies Act (Cap. 50). (1967). Section 156–157 (Disclosure of interests; Duty and liability of officers). Singapore Statutes Online. <https://sso.a.gc.gov.sg/Act/CoA1967?ProvIds=pr156->

¹¹ Securities Industry Council. (2019). *The Singapore Code on Take-overs and Mergers* (ed. Januari 2019). Monetary Authority of Singapore.

mungkin. Pengaturan ini meminimalkan kemungkinan terjadinya informasi selektif atau informasi yang hanya diberikan kepada pihak tertentu saja.¹² Dalam konteks M&A, standar keterbukaan yang tegas seperti ini memungkinkan pemegang saham minoritas untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif sebelum memberikan persetujuan atau mengambil keputusan lainnya.

Keteraturan sistem pengungkapan informasi di Singapura juga diperkuat oleh mekanisme penegakan hukum yang lebih efektif. Pelanggaran terhadap kewajiban disclosure dapat dikenai sanksi berdasarkan Securities and Futures Act (SFA), yang mencakup denda administratif, sanksi perdata, maupun tindakan pidana dalam kasus misrepresentation. Keberadaan sanksi yang kuat ini memberikan *deterrent effect* bagi perusahaan untuk melakukan transparansi yang lebih bertanggung jawab, sekaligus meningkatkan kepercayaan investor terhadap stabilitas pasar modal Singapura. Dalam hal ini dapat dilihat bahwa Singapura dalam menciptakan pasar modal yang stabil dan sehat tidak hanya bertumpu pada regulasi yang lengkap, tetapi juga pada konsistensi penerapan prinsip GCG dalam operasi perusahaan sehari-hari.

Dalam konteks Indonesia, meskipun konsep GCG telah banyak diterapkan dalam berbagai regulasi OJK dan BEI, Mekanisme GCG di Indonesia sering tidak berjalan efektif karena pengawasan internal yang lemah dan kurangnya transparansi Perusahaan.¹³ Masih banyaknya Perusahaan di Indonesia terutama perusahaan keluarga dan non-publik, belum sepenuhnya memahami pentingnya pengungkapan informasi yang transparan dan akurat dalam M&A. Adanya kelonggaran terhadap prinsip GCG sering kali terjadi karena lemahnya pengawasan terhadap direksi yang memiliki konflik kepentingan, kurangnya mekanisme fairness opinion yang independen, dan rendahnya literasi pemegang saham minoritas mengenai hak mereka. Selain itu, regulasi mengenai keterbukaan informasi untuk perusahaan non-publik hampir tidak ada, sehingga proses M&A pada perusahaan tertutup dilakukan tanpa kontrol publik yang memadai.¹⁴

Indonesia adalah negara dengan dominasi perusahaan keluarga, di mana pemegang saham mayoritas sering memegang posisi direksi dan mengendalikan seluruh informasi internal perusahaan. Keadaan ini sangat berbeda dengan Singapura, yang secara historis mengembangkan pasar modal¹⁵ yang berorientasi pada investor dan menempatkan transparansi sebagai kewajiban fundamental bagi keberlangsungan perusahaan. Oleh karena itu, melakukan studi komparasi antara Indonesia dan Singapura menjadi relevan bukan hanya untuk mengetahui perbedaan aturan hukum, tetapi untuk memahami bagaimana prinsip GCG diterapkan secara nyata dalam konteks yang berbeda.

Beberapa penelitian sebelumnya mengenai M&A di Indonesia berfokus pada aspek formal prosedural seperti tahapan merger, persyaratan RUPS, atau implikasi persaingan usaha, namun kurangnya studi yang membahas secara mendalam bagaimana pengungkapan informasi material mempengaruhi perlindungan pemegang saham minoritas.¹⁶ Demikian pula, sedikit kajian yang membandingkan secara langsung standar transparansi informasi dalam M&A antara Indonesia dan Singapura dari perspektif GCG. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi baru dengan menyoroti regulasi yang memengaruhi akses minoritas terhadap informasi material, bagaimana perbedaan norma hukum

¹² Singapore Exchange. (n.d.). *SGX Rulebook: Practice Note 7.1 Continuing Disclosure*; Appendix 7.1 Corporate Disclosure Policy (Rule 703). SGX Rulebook.

¹³ Sirigar, S. & Utama, S. (2008). "Type of earnings management and corporate governance mechanisms: Evidence from Indonesia." *The International Journal of Accounting*.

¹⁴ Haniffa & Cooke (2002). "Culture, corporate governance and disclosure in Malaysia and Indonesia." *ABACUS Journal*.

¹⁵ Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.

¹⁶ Alief, D. W. N., & Putra, M. A. P. (2025). *Perlindungan hukum pemegang saham minoritas atas keputusan voluntary delisting perusahaan tercatat oleh Bursa Efek Indonesia*. Fakultas Hukum Universitas Udayana.

membentuk perilaku korporasi, dan bagaimana Indonesia dapat memperkuat prinsip GCG melalui penyempurnaan regulasi keterbukaan informasi.

Maka latar belakang ini memperlihatkan bahwa transparansi informasi material dalam M&A bukan hanya persoalan teknis, melainkan menyangkut perlindungan hak-hak investor dan kekuatan tata kelola Perusahaan terutama dalam memberi perlindungan terhadap pemegang saham Minoritas. Oleh karena itu, kajian komparatif antara Indonesia dan Singapura menjadi penting untuk menilai bagaimana pengaturan dari Singapura yang dimana menggunakan *companies act* dalam Transparansi Material Information bagi Pemegang Saham Minoritas dalam Proses Merger dan Akuisisi

Rumusan Masalah

1. Sejauh mana kewajiban pengungkapan (*disclosure obligations*) dalam peraturan Indonesia dan Singapura mampu mencegah terjadinya *asymmetric information* yang dapat merugikan pemegang saham minoritas dalam pengambilan keputusan terkait Merger dan Akuisisi?
2. Bagaimana peran fiduciary duty direksi baik berdasarkan UUPT di Indonesia maupun Companies Act di Singapura dalam menjamin penyampaian informasi material secara lengkap, dan tepat waktu kepada pemegang saham minoritas selama proses M&A?

METODE PENELITIAN

Penelitian menggunakan yuridis normatif (*doctrinal legal research*) dan pendekatan konseptual (*conceptual approach*). Pendekatan ini berfokus pada penelitian ini memfokuskan pada analisis terhadap ketentuan hukum positif yang mengatur transparansi informasi material dalam proses merger dan akuisisi, dan memberikan perlindungan pemegang saham minoritas dalam kerangka Good Corporate Governance (GCG). Melalui pendekatan ini, penelitian menelaah berbagai peraturan perundang-undangan di Indonesia, seperti Undang-Undang Perseroan Terbatas (UUPT), POJK keterbukaan informasi, serta regulasi pasar modal yang relevan. Pendekatan ini juga mencakup pengkajian terhadap regulasi di Singapura, termasuk Companies Act, Singapore Code on Takeovers and Mergers, dan SGX Listing Rules.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Kewajiban pengungkapan (*disclosure obligations*) dalam peraturan Indonesia dan Singapura mampu mencegah terjadinya *asymmetric information* yang dapat merugikan pemegang saham minoritas dalam pengambilan keputusan terkait M&A

Kewajiban pengungkapan informasi merupakan salah satu fondasi paling penting dalam tata kelola perusahaan modern, karena informasi yang akurat, lengkap, dan tepat waktu menentukan kemampuan pemegang saham terutama pemegang saham minoritas untuk menilai apakah suatu aksi korporasi seperti merger dan akuisisi (M&A) patut disetujui atau justru berpotensi merugikan.¹⁷ Dasar hukum kewajiban ini dalam konteks Indonesia sudah tampak dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas (UUPT). UUPT mengatur bahwa direksi wajib menyusun Rancangan Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan dan menyampaikannya kepada pemegang saham sebelum RUPS dilakukan (Pasal 123–126).¹⁸ Ketentuan ini dimaksudkan agar pemegang saham tidak mengambil keputusan secara buta, melainkan berdasarkan informasi yang memadai. Namun dalam praktiknya, berbagai kajian menunjukkan bahwa ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*) tetap muncul karena UUPT belum memberikan

¹⁷ Sukarmo, I. G. et al. (2021). *Minority Shareholders' Legal Protection in a Limited Liability Company System*.

¹⁸ UUPT PASAL 123-126

standar rinci mengenai *jenis* informasi material yang wajib diungkapkan dan *kedalaman* informasi yang harus diberikan kepada pemegang saham minoritas.¹⁹ UUPT memang mengatur prosedurnya, tetapi tidak menjelaskan secara rinci informasi apa saja yang wajib diungkapkan. Akibatnya, diserahkan sepenuhnya kepada perusahaan untuk menentukan seberapa lengkap informasi yang mereka berikan. Dalam banyak perusahaan di Indonesia yang umumnya dimiliki atau dikendalikan oleh keluarga informasi penting sering kali tetap berada di lingkaran pemilik mayoritas atau direksi, sehingga pemegang saham minoritas tidak memperoleh informasi yang cukup untuk menilai keputusan tersebut²⁰

Di Indonesia, kewajiban keterbukaan informasi yang lebih tegas baru ditemui dalam peraturan pasar modal seperti POJK 31/2015 dan POJK 74/2016. Peraturan tersebut memang memperkuat kewajiban yang belum diatur secara rinci dalam UUPT, seperti penyampaian informasi material terkait alasan M&A, dampak finansial, serta perubahan struktur kepemilikan. Meski demikian, efektivitasnya tetap sangat bergantung pada apakah perusahaan tersebut adalah perusahaan terbuka. UUPT tidak menerapkan standar keterbukaan yang sama ketatnya bagi perusahaan non-publik, sehingga ruang ketidakseimbangan informasi tetap terbuka. Kajian empiris mengenai struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa dominasi perusahaan keluarga membuat akses informasi sering terkonsentrasi pada pemegang saham pengendali dan direksi, yang seharusnya menurut UUPT wajib bertindak dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab (Pasal 92 dan Pasal 97).²¹ Akan tetapi, kewajiban fiduciary duty tersebut sering sulit ditegakkan ketika pemegang saham minoritas tidak memiliki akses informasi yang cukup untuk membuktikan adanya pelanggaran. Penelitian Siregar & Utama juga menunjukkan bahwa praktik *earnings management* masih banyak terjadi di Indonesia, yang berarti laporan dan informasi perusahaan kerap tidak mencerminkan keadaan sebenarnya.²² Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa kewajiban pengungkapan yang bersumber dari UUPT dan POJK belum sepenuhnya mampu menghilangkan risiko ketidakseimbangan informasi.

Berbeda dengan Indonesia, Singapura memiliki kerangka disclosure yang jauh lebih ketat dan konsisten. Meskipun Companies Act Singapura juga mengatur tanggung jawab direksi secara umum, seperti halnya UUPT, peraturan Singapura memberikan mekanisme pelengkap yang jauh lebih kuat. Singapore Code on Take overs and Mergers mewajibkan pengungkapan penuh dan akurat mengenai valuasi, pendanaan, risiko, serta dampak M&A kepada seluruh pemegang saham, sementara SGX Listing Rules mewajibkan *continuous disclosure* sehingga tidak ada informasi material yang boleh ditunda pengumumannya. Mekanisme ini jauh lebih komprehensif daripada apa yang diatur dalam UUPT, yang hanya mengatur prosedur RUPS dan penyampaian rancangan M&A tanpa menetapkan standar kedalaman informasi. Selain itu, Singapura mewajibkan pelibatan Independent Financial Adviser (IFA) dalam transaksi tertentu untuk memastikan fairness bagi pemegang saham minoritas.

Kemampuan disclosure obligations mencegah asymmetric information sangat ditentukan oleh regulasi yang kuat. UUPT hanya menyediakan kerangka dasar seperti kewajiban direksi menyampaikan rancangan M&A dan kewajiban bertindak dengan itikad baik namun tidak menjabarkan standar

¹⁹ Siregar, S. V., & Utama, S. (2008). *Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate governance practices: Evidence from Indonesia*. The International Journal of Accounting, 43(1), 1–27.

²⁰ Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.

²¹ Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). *The separation of ownership and control in East Asian corporations*. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.

²² Siregar, S., & Utama, S. (2008). *Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate governance practices: Evidence from Indonesia*. The International Journal of Accounting, 43(1), 1–27.

keterbukaan yang rinci, tidak mengatur mekanisme independen seperti IFA, dan tidak mengatur sanksi khusus terkait kegagalan pengungkapan informasi material dalam M&A.²³ Indonesia memperkuatnya melalui POJK, tetapi efektivitasnya tetap terbatas pada perusahaan terbuka. Sebaliknya, Singapura mengintegrasikan aturan umum (Companies Act), kode tindakan (Takeover Code), dan aturan bursa (SGX Rules), sehingga kewajiban keterbukaan informasi benar-benar menjadi bagian dari sistem yang menyeluruh dan mampu secara nyata mengurangi risiko ketidakseimbangan informasi dalam proses pengambilan keputusan oleh pemegang saham minoritas.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kewajiban pengungkapan berdasarkan UUPT masih memiliki kekosongan signifikan yang memungkinkan terjadinya *asymmetric information*, terutama karena tidak adanya standar rinci mengenai informasi material, tidak adanya mekanisme independen, serta lemahnya penegakan terhadap fiduciary duty dalam konteks M&A. Sementara itu, Singapura berhasil membangun sistem *disclosure* yang lebih protektif dan efektif bagi pemegang saham minoritas. Perbandingan ini menunjukkan perlunya pembaruan UUPT atau penguatan POJK agar standar keterbukaan informasi dalam M&A benar-benar mampu melindungi pemegang saham minoritas dari potensi kerugian akibat informasi yang tidak merata.

Konsep Good Corporate Governance (GCG)

Good Corporate Governance (GCG) adalah sebuah peraturan yang dimana mengatur mengenai hubungan antara berbagai pihak yang memiliki kepentingan (*stakeholders*), terutama antara pemegang saham, Dewan Komisaris, dan Direksi, guna mencapai tujuan perusahaan. Secara esensial, GCG adalah struktur yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan untuk mencapai akuntabilitas, transparansi, dan kinerja yang berkelanjutan. Di Indonesia, landasan formal GCG banyak merujuk pada regulasi pasar modal dan komite-komite GCG, seperti Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 21/POJK.04/2023 tentang Penerapan Tata Kelola Perusahaan Terbuka, yang secara eksplisit mewajibkan Emiten atau Perusahaan Publik menerapkan prinsip-prinsip GCG. GCG memiliki lima prinsip dasar universal yaitu :²⁴

1. *Transparansi (Transparency)*: Prinsip menjelaskan adanya keterbukaan informasi dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan yang relevan mengenai Perseroan. Keterbukaan ini sangat penting bagi semua *stakeholders*, terutama investor, untuk mengambil keputusan yang tepat. Dalam konteks Indonesia, kewajiban transparansi ini diatur dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) dan peraturan pelaksanaannya, seperti POJK tentang Keterbukaan Informasi atau Fakta Material.
2. *Akuntabilitas (Accountability)*: Prinsip ini menjelaskan mengenai fungsi, pelaksanaan, dan pertanggungjawaban organ Perseroan (RUPS, Dewan Komisaris, dan Direksi) sehingga pengelolaan Perseroan berjalan efektif. Dewan Komisaris dan Direksi harus dapat mempertanggungjawabkan setiap tindakan dan keputusan yang diambil. Landasan akuntabilitas ini ditegaskan dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT), terutama pada tugas dan tanggung jawab Direksi (Pasal 97) dan Dewan Komisaris (Pasal 108).
3. *Responsibilitas (Responsibility)*: Prinsip ini berkaitan dengan kepatuhan Perseroan terhadap adanya perundang-undangan yang berlaku dan tanggung jawab sosial perusahaan (*Corporate Social*

²³ Suhardjanto, D., Utamai, W. B., & Supriyono. (2013). *Peran Corporate Governance dalam Pengungkapan Sosial dan Lingkungan: Studi Empiris BUMN*.

²⁴ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, 2023, hlm. 12.

Responsibility/CSR). Tujuannya adalah memastikan Perseroan beroperasi secara etis dan bertanggung jawab terhadap lingkungan dan masyarakat.

4. *Independensi (Independency)*: Prinsip ini menjelaskan agar Perseroan dikelola secara profesional tanpa tekanan dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan dan. *Independensi* sangat ditekankan pada Dewan Komisaris *Independen* dan komite-komite pendukung (*audit committee*) dalam konteks Perusahaan Terbuka (berdasarkan POJK).
5. *Kewajaran dan Kesetaraan (Fairness)*: Prinsip ini menjamin adanya perlakuan yang adil dan setara kepada semua *stakeholders* sesuai dengan hak-hak yang mereka miliki berdasarkan kontrak dan peraturan perundang-undangan. Prinsip ini secara langsung menjadi landasan perlindungan pemegang saham minoritas.

Perlindungan Pemegang Saham Minoritas sebagai Pijakan GCG

Perlindungan pemegang saham minoritas adalah salah satu pilar fundamental GCG, terutama dalam sistem perseroan di mana pemegang saham mayoritas memiliki kekuatan dominan untuk menentukan arah dan kebijakan perusahaan. Tujuan GCG adalah meminimalisir masalah keagenan (*agency problem*), di mana kepentingan pengendali (mayoritas/Direksi) mungkin berbeda atau bahkan bertentangan dengan kepentingan pemilik minoritas. Tanpa adanya perlindungan yang memadai, pemegang saham minoritas rentan terhadap praktik *self-dealing*, *dilution* (pengurangan nilai saham), dan transaksi yang mengandung benturan kepentingan (*conflict of interest*).²⁵

Perlindungan ini diwujudkan melalui mekanisme hukum dan prosedural yang menjamin hak minoritas untuk memperoleh informasi dan hak untuk berpartisipasi dalam pengambilan keputusan penting. Di Indonesia, perlindungan ini didukung oleh:

1. *Hak Suara dalam RUPS*: Pemegang saham minoritas memiliki hak suara, dan untuk keputusan fundamental seperti M&A, UUPT (Pasal 89) mensyaratkan kuorum persetujuan super-mayoritas (minimal 75%), yang secara substansial meningkatkan kekuatan suara minoritas.
2. *Hak Meminta Informasi*: Minoritas memiliki hak untuk meminta penjelasan dari Direksi atau Dewan Komisaris (Pasal 67 UUPT) dalam RUPS mengenai hal-hal yang berkaitan dengan kepentingan Perseroan.
3. *Hak Keluar (Exit Right)*: Perlindungan paling eksplisit adalah hak minoritas untuk dapat menjual lagi sahamnya kepada Perseroan dengan harga yang wajar apabila mereka tidak setuju dengan keputusan strategis tertentu yang berpotensi merugikan, termasuk M&A (Pasal 62 UUPT).

Regulasi Transparansi dalam M&A

Regulasi transparansi (*disclosure regulation*) dalam proses Merger dan Akuisisi (M&A) merupakan mekanisme kunci dalam *Good Corporate Governance* (GCG) untuk menjembatani kesenjangan informasi antara pihak pengendali (Direksi dan pemegang saham mayoritas) dengan pemegang saham minoritas. Transparansi di sini tidak hanya berarti pengumuman adanya transaksi, tetapi juga pengungkapan secara akurat dan lengkap mengenai Informasi Material yang mendasari transaksi tersebut.

1. Definisi Material Information dalam Transaksi Korporasi

Informasi Material merupakan sebuah hal yang terjadi dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau keadaan yang dapat memengaruhi harga Efek di bursa atau keputusan investor, pemegang saham minoritas. Aturan mengenai Merger dan Akuisisi di Indonesia tercantum dalam Undang-Undang Nomor 8

²⁵ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2023, Prinsip II.

Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) dan POJK Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material mewajibkan Emiten untuk mengungkapkan informasi mengenai rencana M&A, dampaknya terhadap kondisi keuangan, dan alasan strategis transaksi. Sementara di Singapura, kewajiban ini diatur dalam Securities and Futures Act (SFA) dan diperkuat oleh prinsip-prinsip The Singapore Code on Take-overs and Mergers, khususnya yang menekankan pada Equality of Information (kesetaraan informasi), melarang *selective disclosure*.²⁶

2. Konsep Fairness Opinion

Salah satu instrumen transparansi yang paling penting dalam M&A adalah penggunaan Penilai Independen untuk menghasilkan Laporan Penilaian atau *Fairness Opinion*. Laporan ini bertujuan untuk memberikan pandangan objektif mengenai kewajaran harga (misalnya harga saham yang ditawarkan dalam Akuisisi) atau nilai aset dalam transaksi M&A. Kewajiban ini sangat penting ketika M&A melibatkan Transaksi Afiliasi atau Benturan Kepentingan yang berpotensi merugikan minoritas. Di Indonesia, POJK Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan mewajibkan perusahaan untuk memperoleh Laporan Valuasi dan *Fairness Opinion* dari Penilai Independen untuk transaksi tertentu.²⁷ Laporan ini harus diungkapkan secara transparan kepada pemegang saham minoritas agar mereka memiliki basis data yang independen untuk menilai apakah transaksi tersebut adil bagi mereka.²⁸

3. Hak Keluar (Exit Right) dan Pengambilalihan Wajib (Mandatory Offer)

Regulasi transparansi tidak hanya terbatas pada informasi, tetapi juga pada mekanisme prosedural yang melindungi hak ekonomi minoritas.

1. Hak Keluar (*Exit Right*): Dikenal di Indonesia melalui Pasal 62 UUPM, hak ini menjamin bahwa pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan keputusan fundamental M&A (yang telah didasarkan pada informasi transparan) berhak meminta Perseroan membeli sahamnya dengan harga yang wajar. Mekanisme ini berfungsi sebagai katup pengaman bagi minoritas yang merasa bahwa meskipun informasi telah diungkapkan, hasil M&A tetap tidak sesuai dengan kepentingan mereka.²⁹
2. Pengambilalihan Wajib (*Mandatory Offer*): Mekanisme ini dominan dalam hukum M&A berbasis *common law*, seperti di Singapura (Rule 9 The Takeover Code). *Mandatory Offer* mewajibkan pihak yang mengakuisisi saham di atas ambang batas tertentu (saat ini 30%) untuk mengajukan penawaran beli kepada semua pemegang saham, termasuk minoritas, dengan harga yang tidak kurang dari harga tertinggi yang pernah dibayarkan oleh pihak tersebut. Tujuannya adalah memastikan semua pemegang saham minoritas memiliki peluang yang setara untuk menjual saham mereka pada harga yang sama dan adil (*fair exit price*) ketika terjadi perubahan pengendalian perusahaan.³⁰

Landasan Pengaturan mengenai Merger dan akuisisi di Indonesia

Di Indonesia, landasan hukum utama bagi transparansi informasi material dalam konteks M&A, terutama bagi Perusahaan Terbuka (Emiten), tercantum dari (UUPM) dan peraturan pelaksanaannya, khususnya yang dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Peraturan OJK (POJK) Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik adalah inti dari kewajiban transparansi. Pasal 2 POJK ini secara tegas mewajibkan Emiten untuk

²⁶ Cain & Denis, "Truth and Bias in M&A Target Fairness Valuations", *Harvard DASH*, 2013, 15.

²⁷ Stout, "Fairness Opinions: A Brief Primer", *Stout Insights*, 2022.

²⁸ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2023, Prinsip V.

²⁹ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2023, Prinsip II.

³⁰ Sunarto et al., "Minority Investor Protection Mechanisms and Agency Costs...", *Growing Science*, 2021, 147.

menyampaikan laporan Informasi atau Fakta Material kepada OJK dan mengumumkannya kepada masyarakat sesegera mungkin, paling lambat pada akhir hari kerja ke-2 setelah Informasi Material tersebut diketahui, atau bahkan lebih cepat jika informasi sudah diketahui oleh pihak lain selain orang dalam. Dalam konteks M&A, Informasi Material mencakup rencana transaksi, dampak transaksi terhadap kondisi keuangan perusahaan, dan informasi lain yang dapat mempengaruhi harga Efek atau keputusan investor.³¹ POJK ini menjadi landasan dasar yang mengikat semua transaksi yang melibatkan Perusahaan Terbuka, termasuk M&A.

Secara lebih spesifik pada transaksi korporasi, transparansi informasi bagi pemegang saham minoritas diperkuat melalui dua pilar regulasi OJK:

1. POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha: Peraturan ini mewajibkan Perusahaan Terbuka untuk mengungkapkan informasi secara detail dan, jika transaksi tersebut melebihi ambang batas materialitas (misalnya, lebih dari 20% nilai ekuitas), wajib memperoleh persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Keterbukaan informasi ini harus memuat pertimbangan dan alasan dilakukannya transaksi, serta, yang paling krusial bagi minoritas, ringkasan laporan penilaian (valuasi) dari Penilai Independen (Pasal 19). Hal ini memastikan minoritas memiliki basis informasi yang independen dan kredibel untuk menilai kewajaran transaksi.³²
2. POJK Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan: Peraturan ini menyediakan perlindungan ekstra ketika transaksi M&A mengandung unsur afiliasi atau benturan kepentingan. Dalam kasus ini, persetujuan RUPS diwajibkan dengan ketentuan bahwa Pemegang Saham Independen (minoritas) harus memberikan suara setuju, dan Pemegang Saham yang memiliki Benturan Kepentingan dilarang memberikan suara.³³ Keterbukaan informasi wajib mencakup Pendapat Kewajaran (*Fairness Opinion*) dari penasihat independen untuk menjamin bahwa harga dan syarat transaksi tidak merugikan pemegang saham minoritas.

Perlindungan Prosedural dan Transparansi dalam UUPT

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) yang memiliki peran penting untuk mengatur tata kelola seluruh Perseroan Terbatas (PT) di Indonesia, termasuk ketika PT tersebut melakukan tindakan korporasi fundamental seperti Penggabungan (Merger) dan Pengambilalihan (Akuisisi).³⁴ UUPT tidak hanya mengatur definisi dan persyaratan formal M&A, tetapi juga menetapkan serangkaian prosedur yang esensial untuk menjamin transparansi informasi dan perlakuan yang adil bagi semua pihak, khususnya pemegang saham minoritas yang secara struktural memiliki posisi tawar yang lemah.

1. Kewajiban Perhatian Kepentingan Pihak Terkait (Pasal 126 UUPT)

Landasan filosofis perlindungan UUPT terhadap minoritas dalam M&A terca Pasal 126 ayat (1), yang mewajibkan Direksi untuk memastikan bahwa setiap perbuatan hukum Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan wajib memperhatikan kepentingan Perseroan, pemegang saham minoritas, karyawan, kreditur, dan mitra usaha lainnya dari Perseroan. Kewajiban "memperhatikan" ini menuntut Direksi untuk melakukan evaluasi menyeluruh mengenai dampak transaksi, dan secara implisit mengharuskan adanya

³¹ Otoritas Jasa Keuangan, 2015, Pasal 2

³² Otoritas Jasa Keuangan, 2020, Pasal 19

³³ Otoritas Jasa Keuangan, 2020b, Bagian III

³⁴ Al Aqib, R. A., Mandalai, A. F., & Jorgi, J. (2023). Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Saham Minoritas Dalam Perusahaan Perseroan. *Media Keadilan: Jurnal Ilmu Hukum*, 14(1), 17-31

transparansi informasi mengenai dampak-dampak tersebut.³⁵ Sebagai contoh, Direksi harus mengungkapkan bagaimana skema M&A akan mempengaruhi nilai saham, struktur kepemilikan, dan arah bisnis masa depan, yang semuanya merupakan informasi material bagi minoritas dalam pengambilan keputusan.

2. Kewajiban Penyusunan dan Pengumuman Rancangan M&A

Transparansi prosedural diwujudkan melalui kewajiban penyusunan dokumen dan pengumuman yang ketat. Pasal 127 UUPT secara rinci mengatur prosedur pengumuman:³⁶

1. Penyusunan Rancangan: Direksi wajib menyusun Rancangan Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan yang memuat sekurang-kurangnya nama dan tempat kedudukan Perseroan, alasan serta penjelasan Direksi, perkiraan dampak, dan neraca Perseroan. Dokumen ini menjadi sumber informasi material primer bagi semua pemegang saham.
2. Pengumuman dan Pemberitahuan (Pasal 127 ayat 2 dan 3): Rancangan tersebut wajib diumumkan dalam 1 (satu) surat kabar dan diberitahukan secara tertulis kepada semua karyawan paling lambat 30 (tiga puluh) hari sebelum pemanggilan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Jangka waktu 30 hari ini adalah periode krusial bagi minoritas (dan kreditor) untuk mempelajari, mengevaluasi, dan mengajukan keberatan atau permintaan klarifikasi atas rancangan tersebut sebelum RUPS.

Hak Pemegang Saham Minoritas untuk Menjual Saham (*Exit Right*) (Pasal 62 UUPT)

Perlindungan paling signifikan dan konkret bagi pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan keputusan M&A diatur dalam Pasal 62 UUPT (dikenal sebagai *exit right* atau *put option*). Pasal ini menyatakan bahwa pemegang saham yang tidak setuju terhadap keputusan RUPS mengenai antara lain Penggabungan, Peleburan, Pengambilalihan, atau perubahan anggaran dasar yang merugikan, berhak meminta kepada Perseroan agar sahamnya dibeli dengan harga yang wajar.

- A. Mekanisme Perlindungan: Ketentuan ini secara efektif menjamin bahwa pemegang saham minoritas tidak dipaksa untuk tetap menjadi bagian dari perusahaan hasil M&A yang strukturnya atau strategi barunya tidak mereka yakini atau anggap merugikan.
- B. Kewajaran Harga: Frasa "harga yang wajar" menuntut adanya penilaian yang objektif. Walaupun UUPT tidak secara eksplisit mewajibkan Penilai Independen untuk semua PT non-terbuka, prinsip *fiduciary duty* Direksi (Pasal 97 UUPT) tetap mengharuskan penentuan harga didasarkan pada metode penilaian yang diakui dan transparan, yang pada praktiknya seringkali melibatkan valuasi oleh pihak independen, terutama untuk PT yang memiliki nilai strategis tinggi.

Batasan Angka Kuorum RUPS (Pasal 89 UUPT)

UUPT juga melindungi minoritas melalui mekanisme pengambilan keputusan yang super-mayoritas. Pasal 89 juncto Pasal 88 UUPT mewajibkan persetujuan atas Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan hanya sah jika diputuskan dalam RUPS dengan kehadiran pemegang saham yang mewakili paling sedikit tiga per empat bagian dari total saham dengan hak suara, dan disetujui paling sedikit tiga per empat bagian dari jumlah suara yang dikeluarkan dalam RUPS. Ambang batas yang tinggi ini secara signifikan meningkatkan peran suara pemegang saham minoritas dan mengharuskan pemegang saham mayoritas untuk membangun konsensus yang luas.³⁷ Hal ini memaksa Direksi untuk menyajikan

³⁵ Undang-Undang Republik Indonesia tentang Perseroan Terbatas, 2007, Pasal 126

³⁶ Herman, Y. (2017). Analisis Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Saham Minoritas Dalam Proses Akuisisi Berdasarkan Pasal 126 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007. *Jurnal Ilmiah Pendidikan Pancasila dan Kewarganegaraan*, 2(2), 2–11.

³⁷ Galutama, Y. S. (2021). *Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas di Indonesia*. (Jurnal Ilmiah Pendidikan Pancasila dan Kewarganegaraan, Vol. 2 No. 2), 2–11.

informasi yang sangat transparan dan persuasif agar dapat memperoleh dukungan dari minoritas, sebab tanpa dukungan minoritas yang cukup besar, transaksi tersebut dapat dibatalkan secara prosedural.³⁸

UUPT melengkapi regulasi pasar modal dengan menyediakan kerangka prosedural minimum yang berlaku untuk semua PT, baik terbuka maupun tertutup. Kerangka ini berfokus pada kewajiban Direksi untuk mempertimbangkan semua kepentingan terkait, mewajibkan pengungkapan informasi material (Rancangan M&A) sebelum RUPS, memberikan hak fundamental kepada minoritas yang tidak setuju untuk keluar dari Perseroan (*exit right*) dengan harga yang wajar, dan menetapkan kuorum persetujuan yang sangat tinggi untuk memastikan proses M&A berjalan dengan integritas dan keadilan yang tinggi.

Studi Perbandingan dengan Singapura: Pendekatan *Code on Take-overs and Mergers*

Singapura, sebagai salah satu pusat keuangan terkemuka di Asia, menerapkan kerangka GCG yang komprehensif, khususnya untuk M&A pada Perusahaan Terbuka (*Public Listed Companies*). Regulasi utamanya adalah *The Singapore Code on Take-overs and Mergers* (*The Takeover Code*), yang diawasi oleh Securities Industry Council (SIC), yang didukung oleh Securities and Futures Act (SFA) dan Companies Act (CA). Pendekatan Singapura bersifat *non-statutory* (meskipun memiliki kekuatan regulasi yang kuat) dan berfokus pada prinsip-prinsip umum.

Pengaturan transparansi dan perlindungan pemegang saham minoritas di Singapura dalam konteks M&A pada Perusahaan Terbuka (*Public Listed Companies*) didasarkan pada kerangka hukum yang kuat, yang unik karena sifatnya yang berbasis prinsip dan *non-statutory* tetapi dipegang teguh. Regulasi utamanya adalah *The Singapore Code on Take-overs and Mergers* (*The Takeover Code*), yang didukung secara hukum oleh Securities and Futures Act (SFA) dan Companies Act (CA). Pendekatan ini memastikan bahwa integritas pasar dan perlakuan yang adil bagi pemegang saham menjadi prioritas utama.

The Singapore Code on Take-overs and Mergers (The Takeover Code)

The Takeover Code, yang diawasi oleh Securities Industry Council (SIC), adalah inti dari pengaturan M&A di Singapura. Meskipun secara teknis bersifat *non-statutory*, SIC memiliki kewenangan yang luas dan penegakannya diakui secara *quasi-statutory*. Kode ini didasarkan pada serangkaian Prinsip Umum (*General Principles*) dan Aturan (*Rules*) yang fokus pada transparansi dan perlakuan yang setara.

Prinsip Umum (General Principles)

- a. General Principle 1: Ini adalah prinsip fundamental yang mewajibkan semua pemegang saham, dari kelas dan jenis yang sama, untuk diperlakukan secara setara (*treated equally*). Dalam konteks transparansi, ini berarti bahwa setiap informasi material yang diberikan kepada satu pemegang saham harus diberikan kepada semua pemegang saham, termasuk minoritas.³⁹
- b. General Principle 2: Menyatakan bahwa pemegang saham harus diberi waktu yang memadai untuk mempertimbangkan penawaran dan harus menerima informasi yang memadai untuk membuat penilaian yang berhati-hati. Prinsip ini secara langsung menjadi landasan kewajiban pengungkapan informasi material secara lengkap dan tepat waktu.⁴⁰

³⁸ Siahaan, H. B. (2011). Perlindungan Hukum Bagi Pihak Berkepentingan Atas Proses Akuisisi PT. Bank Jasa Arta oleh PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk. *Jurnal Hukum Bisnis*, 28(4), 16–28.

³⁹ Monetary Authority of Singapore, 2019, *General principle 1*

⁴⁰ Monetary Authority of Singapore, 2019, *General principle 2*

- c. General Principle 3: Mengatur bahwa Direksi perusahaan target harus bertindak demi kepentingan perusahaan secara keseluruhan dan tidak boleh menghambat penawaran yang sah, menuntut transparansi dalam rekomendasi Direksi.⁴¹

Prinsip utama transparansi dan perlakuan adil bagi pemegang saham minoritas tercantum dalam General Principle 1 dan Rule 9 (Equality of Information).⁴²

1. Equality of Information (Kesetaraan Informasi): Salah satu pilar utama The Takeover Code adalah Kewajiban Perlakuan Setara. Rule 9 secara eksplisit melarang *selective disclosure* (pengungkapan selektif) informasi kepada beberapa pemegang saham (misalnya mayoritas atau institusi) tanpa memberikannya kepada semua pemegang saham lain, termasuk minoritas. Informasi yang dibuat tersedia oleh *Offeror* (pihak pengambil alih), *Target Company*, atau penasihatnya harus dibuat tersedia untuk semua pemegang saham secepatnya dan dengan cara yang sama. Hal ini menciptakan lapangan bermain yang setara bagi semua investor.
2. Independent Advice and Circular: The Takeover Code mewajibkan Dewan Direksi perusahaan target untuk memperoleh Nasihat Independen (*Independent Advice*) dari penasihat yang kompeten dan independen mengenai tawaran pengambilalihan. Nasihat ini, bersama dengan rekomendasi Direksi, wajib dimasukkan dalam Circular yang dikirimkan kepada semua pemegang saham. Circular ini harus memberikan informasi material yang memadai dan akurat mengenai tawaran, termasuk penilaian rinci yang independen mengenai kewajaran harga (*fairness of the offer*), sehingga pemegang saham minoritas dapat membuat keputusan yang terinformasi.⁴³
3. Prohibition of Special Deals: The Takeover Code juga secara ketat melarang Special Deals (kesepakatan khusus) yang memberikan persyaratan yang lebih menguntungkan kepada beberapa pemegang saham (biasanya mayoritas) dan tidak ditawarkan kepada semua pemegang saham. Larangan ini melindungi minoritas dari upaya pihak yang ingin mengakuisisi untuk "membeli" dukungan dari pemegang saham besar dengan imbalan khusus yang tidak adil bagi pemegang saham publik lainnya.

Companies Act 1967 (CA)

Undang-Undang yang mengatur semua perusahaan di Singapura ini memberikan dasar hukum bagi kewajiban fidusia Direksi yang mendukung transparansi dalam M&A.

1. Section 157(1) - Fiduciary Duties: Pasal ini mewajibkan setiap direktur untuk bertindak dengan jujur (*honestly*) dan menggunakan usaha yang wajar (*reasonable diligence*) dalam menjalankan tugasnya. Ini menjadi landasan hukum yang memaksa Direksi untuk memastikan bahwa semua informasi material M&A disiapkan dan diungkapkan secara akurat dan tidak menyesatkan, demi kepentingan terbaik perusahaan dan pemegang saham secara keseluruhan. Pelanggaran terhadap kewajiban ini dapat menyebabkan tanggung jawab pribadi.
2. Section 199 - Accounts and Records: Meskipun tidak spesifik M&A, pasal ini menjamin bahwa catatan akuntansi dan bisnis yang mendasari keputusan M&A harus disimpan dengan benar, yang mendukung validitas dan keandalan informasi finansial yang diungkapkan.

⁴¹ Monetary Authority of Singapore, 2019, *General principle 3*

⁴² Monetary Authority of Singapore, 2019, Rule 9

⁴³ Tan, S. J. (2018). Independent Financial Advisers' Opinions for Public Takeovers and Related Party Transactions in Singapore. *Company and Securities Law Journal*, 36(3), 29-48.

Securities and Futures Act 2001 (SFA)

SFA, yang diatur oleh Monetary Authority of Singapore (MAS), adalah undang-undang pasar modal utama dan memberikan dukungan penegakan yang kuat di belakang The Takeover Code, terutama dalam hal larangan perdagangan orang dalam (*insider trading*) dan misrepresentasi.

Section 199 - Misrepresentation (Penipuan): Pasal ini melarang Direktur atau orang lain yang terkait dengan perusahaan untuk membuat pernyataan yang palsu atau menyesatkan sehubungan dengan penawaran sekuritas (saham) dalam suatu transaksi. Pelanggaran pasal ini adalah tindak pidana dan menjamin bahwa informasi material yang diberikan kepada pemegang saham minoritas (melalui *Circular* atau pengumuman lainnya) harus benar secara faktual.

Dapat disimpulkan bahwa Indonesia menggunakan pendekatan yang lebih terperinci dan berbasis aturan melalui POJK untuk mendefinisikan apa itu "material" dan bagaimana keterbukaan harus dilakukan, dengan penekanan pada kewajiban pelaporan dan *fairness opinion* dalam transaksi tertentu. Sementara itu, Singapura menggunakan pendekatan berbasis prinsip, di mana The Takeover Code menekankan pada kesetaraan informasi dan perlakuan yang ketat bagi semua pemegang saham, melarang *selective disclosure* dan *special deals*, memastikan minoritas menerima Circular yang memuat nasihat independen yang kompeten untuk membuat keputusan investasinya. Keduanya memberikan landasan pengaturan yang kuat untuk memastikan bahwa pemegang saham minoritas mendapatkan informasi yang transparan dan memadai agar hak-hak mereka terlindungi dalam proses M&A

Peran *Fiduciary Duty* Direksi Berdasarkan UUPT di Indonesia

Dalam konteks hukum Indonesia, kewajiban fidusia Direksi diatur secara eksplisit dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT), khususnya Pasal 92 dan Pasal 97. Pasal 97 ayat (5) UUPT secara fundamental menetapkan bahwa setiap Direktur wajib menjalankan pengurusan Perseroan dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab dengan memperhatikan kepentingan Perseroan dan sesuai dengan maksud dan tujuan Perseroan.⁴⁴ Dalam konteks M&A, kewajiban ini secara otomatis diterjemahkan menjadi tanggung jawab untuk memastikan bahwa setiap keputusan M&A, mulai dari negosiasi hingga pelaksanaan, didasarkan pada informasi yang benar dan adil, dan bahwa prosesnya tidak merugikan pemegang saham secara keseluruhan, terutama minoritas. Kewajiban fidusia di sini berwujud sebagai tugas loyalitas (*duty of loyalty*) dan tugas kehati-hatian (*duty of care*).⁴⁵

Tugas loyalitas dalam M&A mewajibkan Direksi untuk menghindari benturan kepentingan (*conflict of interest*) dan tidak menggunakan informasi material yang diperoleh selama proses M&A untuk keuntungan pribadi atau pihak afiliasi. Hal ini sangat penting dalam menjamin akurasi informasi, karena Direksi dilarang memanipulasi atau menahan informasi material untuk memfasilitasi transaksi yang hanya menguntungkan pemegang saham mayoritas atau pihak pengambil alih. Peran ini diperkuat oleh regulasi pasar modal, seperti POJK Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan, yang menuntut pengungkapan yang sangat rinci dan persetujuan dari Pemegang Saham Independen. Jika Direksi melanggar kewajiban ini, mereka bertanggung jawab secara pribadi atas kerugian Perseroan dan/atau pemegang saham.⁴⁶ Sementara itu, tugas kehati-hatian (*duty of care*) menuntut Direksi

⁴⁴ Undang-Undang Republik Indonesia No. 40 Tahun 2007, Pasal 97 Ayat 5

⁴⁵ Syarif, E. (2017). Doktrin Fiduciary Duty dan Corporate Opportunity terhadap Pertanggungjawaban Direksi dan Dewan Komisaris. *Journal of Law and Policy Transformation*, 2(2), 79-90

⁴⁶ Otoritas Jasa Keuangan, 2020, Pasal 3 & 4

untuk melakukan uji tuntas (*due diligence*) yang komprehensif atas seluruh informasi yang akan disampaikan kepada publik dan pemegang saham minoritas, termasuk memastikan bahwa ringkasan rancangan M&A, laporan valuasi independen, dan opini kewajaran harga (*fairness opinion*) yang ada adalah hasil dari pertimbangan yang wajar, keahlian, dan ketelitian yang memadai.⁴⁷ Dengan kata lain, kewajiban fidusia Direksi di Indonesia adalah jembatan hukum yang menjamin bahwa prosedur transparansi yang diatur dalam UUPT dan POJK dilaksanakan dengan integritas dan kejujuran tertinggi, memastikan minoritas menerima informasi material yang lengkap dan tidak menyesatkan tepat waktu sebelum Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Peran *Fiduciary Duty* Direksi Berdasarkan *Companies Act* di Singapura

Di Singapura, kewajiban fidusia Direksi ditetapkan dalam Companies Act 1967 (CA), yang diperkaya dengan prinsip-prinsip *common law* dan panduan dari Singapore Code on Take-overs and Mergers (The Takeover Code). Pasal 157(1) CA mewajibkan seorang direktur untuk bertindak dengan jujur (*honestly*) dan menggunakan usaha yang wajar (*reasonable diligence*) dalam menjalankan tugasnya. Sama halnya dengan Indonesia, kewajiban ini terbagi menjadi *duty of loyalty* dan *duty of care and skill*, namun dengan penekanan yang lebih kuat pada prinsip perlakuan setara (*equality of information*).⁴⁸ Dalam konteks M&A, *fiduciary duty* Direksi perusahaan target Singapura memiliki peran utama dalam menjamin penyampaian informasi material secara setara kepada pemegang saham minoritas. The Takeover Code secara fundamental dipandu oleh General Principle 1, yang menyatakan bahwa semua pemegang saham harus diperlakukan secara setara.⁴⁹

Kewajiban fidusia Direksi di sini berfokus pada memastikan kepatuhan terhadap prinsip ini. Misalnya, Direksi target diwajibkan oleh The Takeover Code untuk mempersiapkan dan mendistribusikan *Circular* yang memuat nasihat dari Penasihat Independen kepada semua pemegang saham (termasuk minoritas), yang harus memuat semua fakta material yang relevan mengenai penawaran.⁵⁰ Kewajiban Direksi untuk bertindak *bona fide* (dengan itikad baik) demi kepentingan terbaik perusahaan menuntut mereka untuk tidak menyembunyikan informasi atau memberikan informasi yang menyesatkan. Apabila Direksi menerima informasi material dari *Offeror* (pihak pengambil alih), *fiduciary duty* mereka di bawah Rule 9 (Equality of Information) The Takeover Code mewajibkan informasi tersebut untuk segera diungkapkan kepada semua pemegang saham lainnya.

Selain itu, *fiduciary duty* juga secara tegas melarang Direksi untuk menggunakan posisi mereka untuk memfasilitasi "kesepakatan khusus" (*special deals*) yang menguntungkan beberapa pemegang saham (misalnya mayoritas) tetapi tidak ditawarkan kepada minoritas. Dengan demikian, *fiduciary duty* di Singapura menjadi landasan etika dan hukum yang memaksa Direksi untuk bersikap netral dan informatif selama proses penawaran, memastikan bahwa minoritas memiliki akses ke informasi yang sama dan tepat waktu seperti pemegang saham lainnya, sehingga mereka dapat membuat keputusan yang terinformasi dan *fair*.

⁴⁷ Prakasa, A. W., & Sudarwanto, A. S. (2025). Doktrin Fiduciary Duty: Perannya sebagai Pedoman Pengurusan Perseroan Terbatas oleh Direksi. *Al-Zayn: Jurnal Ilmu Sosial & Hukum*, 1(1)

⁴⁸ Singapore Parliament, 1967/2020, Section 157(1)

⁴⁹ Monetary Authority of Singapore, 2019, *General principle 1*

⁵⁰ Abioso, B. (2025). Memahami Fiduciary Duty Direksi Berdasarkan Hukum Indonesia: Studi Perbandingan dengan Hukum Inggris. *Begawan Abioso*, 16(1).

Meskipun UUPT di Indonesia dan *Companies Act* di Singapura memiliki basis hukum yang berbeda, peran *fiduciary duty* Direksi dalam M&A adalah identik dalam esensinya: sebagai benteng pertahanan pertama untuk memastikan bahwa kepentingan pemegang saham minoritas tidak dikorbankan demi kepentingan mayoritas atau Direksi sendiri.⁵¹ Di kedua yurisdiksi, kewajiban fidusia direksi adalah pendorong di balik kepatuhan terhadap aturan transparansi, yang mewajibkan Direksi:

1. Bertindak dengan itikad baik (*bona fide*) demi kepentingan perusahaan.
2. Menghindari benturan kepentingan (khususnya dalam transaksi afiliasi).
3. Mengungkapkan secara penuh dan tepat waktu semua informasi material yang mempengaruhi valuasi dan syarat M&A.

Didukung oleh Rule 12 *The Takeover Code*, mewajibkan informasi tersebut untuk segera diungkapkan kepada seluruh pemegang saham secara simultan. Ini menjamin bahwa pemegang saham minoritas tidak berada pada posisi yang kurang menguntungkan dibandingkan pemegang saham mayoritas atau institusi. Lebih lanjut, tugas Direksi untuk bertindak jujur mewajibkan mereka memastikan *Circular* yang dikirimkan kepada pemegang saham (termasuk minoritas) memuat Nasihat Independen (*Independent Advice*) yang komprehensif, jujur, dan tidak bias mengenai penawaran.⁵²

Perbedaannya terletak pada mekanisme penegakan: Indonesia lebih mengandalkan aturan rinci yang diamanatkan oleh OJK (seperti kewajiban *fairness opinion* dan *exit right* yang ketat) sebagai manifestasi dari *fiduciary duty*, sementara Singapura menekankan kepatuhan Direksi terhadap prinsip-prinsip *equality of information* dan *integrity* yang tercantum dalam *The Takeover Code*, di mana pelanggaran prinsip-prinsip tersebut merupakan pelanggaran langsung terhadap *fiduciary duty* mereka. Pada akhirnya, di kedua negara, *fiduciary duty* Direksi adalah jaminan utama bahwa penyampaian informasi material secara akurat, lengkap, dan tepat waktu kepada pemegang saham minoritas adalah sebuah kewajiban hukum yang wajib dipenuhi.

Mekanisme Perlindungan Pemegang Saham Minoritas

Mekanisme perlindungan prosedural khusus bertujuan memberikan hak fundamental kepada pemegang saham minoritas untuk secara adil keluar dari perusahaan ketika terjadi transaksi M&A yang mengubah pengendalian atau substansi perusahaan secara signifikan. Mekanisme ini memastikan bahwa prinsip *fairness* dan *equity* dalam GCG terpenuhi.⁵³

1. Hak Keluar (*Exit Right*) di Indonesia: Analisis Pasal 62 UUPT

Di Indonesia, perlindungan prosedural utama bagi pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan keputusan strategis M&A (Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan) adalah Hak Keluar (*Exit Right*), yang diatur secara eksplisit dalam Pasal 62 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT).

⁵¹ Prakasari, A. W., & Sudarwanto, A. S. (2025). Doktrin Fiduciary Duty: Perannya sebagai Pedoman Pengurusan Perseroan Terbatas oleh Direksi. *Al-Zayn: Jurnal Ilmu Sosial & Hukum*, 1(1)

⁵² Monetary Authority of Singapore, 2019, Rule 9 & Rule 12

⁵³ Undang-Undang Republik Indonesia No. 40 Tahun 2007, Pasal 62 Ayat 1)

a. Mekanisme dan Syarat

Hak Keluar dapat diaktivasi oleh pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) mengenai transaksi yang bersifat fundamental. Pasal 62 ayat (1) UUPT menyatakan bahwa:⁵⁴

"Setiap Pemegang Saham berhak meminta kepada Perseroan agar sahamnya dibeli dengan harga yang wajar apabila yang bersangkutan tidak menyetujui tindakan Perseroan yang merugikan Pemegang Saham atau Perseroan, yang berupa: a. Perubahan Anggaran Dasar; b. Penggabungan, Peleburan, Pengambilalihan, atau Pemisahan; c. Pengajuan permohonan agar Perseroan dinyatakan pailit; atau d. Perpanjangan jangka waktu berdirinya Perseroan."

Syarat utama untuk dapat menggunakan hak ini adalah pemegang saham tersebut harus secara jelas menyatakan ketidaksetujuan terhadap keputusan RUPS saat keputusan tersebut diambil. Permintaan pembelian kembali saham harus diajukan dalam jangka waktu yang ditetapkan oleh UUPT atau Anggaran Dasar Perseroan, dan Perseroan wajib membeli saham tersebut.

b. Tantangan Penentuan "Harga yang Wajar"

Tantangan terbesar dalam penerapan Pasal 62 UUPT adalah penentuan "harga yang wajar". UUPT tidak secara eksplisit mendefinisikan metode penilaian yang harus digunakan untuk menentukan kewajiban harga.⁵⁵ Dalam praktik:

1. Untuk Perusahaan Terbuka, penentuan harga wajar umumnya diatur lebih lanjut oleh regulasi OJK (seperti POJK 42/2020) yang mewajibkan penggunaan Penilai Independen dan mengacu pada harga pasar.⁵⁶
2. Untuk Perseroan Tertutup, Direksi wajib bertindak berdasarkan *fiduciary duty* (*duty of care* dan *duty of loyalty* - Pasal 97 UUPT) untuk memastikan harga yang ditawarkan adil. Namun, ketiadaan kewajiban Penilai Independen yang universal sering kali menyebabkan sengketa mengenai valuasi, di mana minoritas merasa harga yang ditawarkan tidak mencerminkan nilai intrinsik perusahaan pasca-M&A. *Exit Right* berfungsi sebagai katup pengaman (*safeguard*) yang melindungi minoritas dari pemaksaan kehendak mayoritas, memberikan mereka pilihan untuk keluar daripada terjebak dalam entitas baru yang keputusannya mereka tentang.

Kewajiban Penawaran Wajib (*Mandatory Offer*) di Singapura: Analisis Rule 9 *The Takeover Code*

Di Singapura, perlindungan bagi pemegang saham minoritas saat terjadi perubahan pengendalian perusahaan terbuka didominasi oleh mekanisme Kewajiban Penawaran Wajib (*Mandatory Offer*), yang diatur dalam Rule 9 The Singapore Code on Take-overs and Mergers (The Takeover Code). Mekanisme ini berakar kuat pada prinsip GCG tentang perlakuan setara (*equality of treatment*).⁵⁷

a. Mekanisme

Rule 9 mengatur bahwa setiap pihak yang (bersama-sama dengan pihak yang bertindak bersama dengannya) mengakuisisi saham di Perusahaan Target (Perusahaan Publik) yang mengakibatkan kepemilikan saham dengan hak suara mencapai ambang batas 30% (atau meningkatkan kepemilikan saham

⁵⁴ Ardin, D. S., & Alwi, S. (2023). Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas dari Penggabungan Perusahaan (Merger). *JIMFH: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Fakultas Hukum*, 7(1), 1-10.

⁵⁵ Undang-Undang Republik Indonesia No. 40 Tahun 2007, Pasal 62 Ayat 1

⁵⁶ Otoritas Jasa Keuangan, 2020, Pasal 17 & Pasal 23

⁵⁷ Varottil, U., & Wain, W. Y. (2021). The Divergent Designs Of Mandatory Takeovers In Asia. *NUS Law Working Paper*, 2021(11)

dari 30% menjadi 50%), wajib mengajukan Penawaran Umum (*General Offer*) untuk mengakuisisi semua sisa saham yang beredar yang tidak dimilikinya.⁵⁸

Tujuan utama dari *Mandatory Offer* ini adalah:

1. Memberikan *Exit Right* yang Universal: Begitu pengendalian berubah, semua pemegang saham minoritas diberi kesempatan yang sama untuk menjual saham mereka kepada pengendali baru jika mereka tidak ingin tetap berada di bawah manajemen baru.
2. Menjamin Perlakuan Setara: Penawaran ini harus sama persyaratannya bagi semua pemegang saham, termasuk harga.

b. Dampaknya terhadap Fair Exit Price bagi Minoritas

Mandatory Offer secara kuat menjamin *fair exit price* melalui ketetapan harga yang ketat. Rule 9.1 The Takeover Code mensyaratkan bahwa harga yang ditawarkan dalam *Mandatory Offer* tidak boleh lebih rendah dari harga tertinggi yang dibayarkan oleh pihak pengambil alih (atau pihak yang bertindak bersama) untuk saham Perusahaan Target selama periode enam bulan sebelum pengumuman *Mandatory Offer*. Ketentuan ini secara efektif mencegah pihak pengambil alih mendapatkan saham dari beberapa pemegang saham dengan harga tinggi, dan kemudian menawarkan harga yang lebih rendah kepada publik (minoritas).⁵⁹

Selain itu, Direksi perusahaan target wajib memperoleh Nasihat Independen (*Independent Advice*) dari penasihat keuangan yang kompeten, yang kemudian diungkapkan dalam *Circular* kepada pemegang saham (Rule 25). Nasihat ini memastikan minoritas memiliki pandangan ahli yang transparan mengenai kewajaran harga dan syarat penawaran, sehingga mereka dapat membuat keputusan yang terinformasi.

Perbedaan utama terletak pada pemicu dan sifatnya:

1. Indonesia (*Exit Right* - UUPT): Mekanismenya bersifat defensif; hanya dipicu oleh ketidaksetujuan pemegang saham minoritas terhadap keputusan strategis yang telah disetujui RUPS. Tantangan terbesarnya adalah subjektivitas dalam penentuan "harga yang wajar."⁶⁰
2. Singapura (*Mandatory Offer* - *The Takeover Code*): Mekanismenya bersifat obligatoris; dipicu secara otomatis oleh perubahan pengendalian (melebihi 30% kepemilikan). Mekanisme ini memberikan jaminan harga yang kuat dan objektif berdasarkan harga tertinggi yang pernah dibayarkan sebelumnya oleh pihak pengambil alih.

SIMPULAN

1. Kewajiban Pengungkapan (Disclosure Obligations) dan Pencegahan Asymmetric Information

Kewajiban pengungkapan di Indonesia (UUPT dan POJK) dan Singapura (*The Takeover Code* dan SFA) secara substansial mampu mencegah *asymmetric information* melalui mekanisme keterbukaan informasi yang wajib, penggunaan Penilai Independen, dan penentuan harga yang wajar. Namun, Singapura lebih unggul dalam hal pencegahan *asymmetric information* spesifik melalui prinsip Equality of Information (*The Takeover Code*). Prinsip ini secara tegas melarang pengungkapan selektif, memastikan pemegang saham minoritas menerima informasi material secara simultan dengan pihak lain, sehingga meminimalisir peluang pemanfaatan informasi oleh *insider*. Sementara itu, Indonesia mengandalkan

⁵⁸ Monetary Authority of Singapore, 2019, Rule 9

⁵⁹ Monetary Authority of Singapore, 2019, Rule 9.1

⁶⁰ Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015, Prinsip III.A

ambang batas materialitas dan kewajiban pengungkapan dokumen yang rinci, yang meskipun memadai, masih rentan terhadap *loopholes* pada area yang tidak diatur secara eksplisit oleh aturan formal.

2. Peran Fiduciary Duty Direksi dalam Menjamin Transparansi Informasi

Peran *fiduciary duty* Direksi di kedua yurisdiksi adalah katalisator utama untuk menjamin penyampaian informasi material secara akurat, lengkap, dan tepat waktu.

1. Di Indonesia, *fiduciary duty* (Pasal 97 UUPT) difokuskan untuk menegakkan Duty of Care (kehati-hatian dalam *due diligence* dan kelengkapan dokumen) dan Duty of Loyalty (pencegahan benturan kepentingan yang terukur), memastikan Direksi bertanggung jawab atas validitas data yang disajikan.
2. Di Singapura, *fiduciary duty* (Section 157 CA) diarahkan untuk menegakkan prinsip perlakuan setara (*General Principle 1*), yang secara etis dan hukum memaksa Direksi untuk bertindak jujur, netral, dan memastikan informasi, termasuk Nasihat Independen, disajikan secara *fair* kepada minoritas.

REFERENSI

- Abioso, B. (2025). Memahami *fiduciary duty* Direksi berdasarkan hukum Indonesia: Studi perbandingan dengan hukum Inggris. *Begawan Abioso*, 16(1).
- Al Aqib, R. A., Mandala, A. F., & Jorgi, J. (2023). Perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas dalam perusahaan Perseroan. *Media Keadilan: Jurnal Ilmu Hukum*, 14(1), 17–31.
- Alief, D. W. N., & Putra, M. A. P. (2025). *Perlindungan hukum pemegang saham minoritas atas keputusan voluntary delisting perusahaan tercatat oleh Bursa Efek Indonesia*. (Skripsi tidak dipublikasikan). Fakultas Hukum Universitas Udayana.
- Ardin, D. S., & Alwi, S. (2023). Perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dari penggabungan perusahaan (Merger). *JIMFH: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Fakultas Hukum*, 7(1), 1–10.
- Asril, D. S. M., et al. (2019). Akuisisi saham hubungannya dengan investasi asing dikaitkan dengan Undang-Undang Nomor 5 Tahun 1999 tentang Larangan Praktek Monopoli dan Persaingan Usaha Tidak Sehat. *Jurnal Hukum Media Justitia Nusantara*, 4(2), 128–129.
- Cain, M., & Denis, D. (2013). *Truth and bias in M&A target fairness valuations*. Harvard DASH.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.
- Dutordoir, M., et al. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, XX, XXX-XXX.
- Gautama, Y. S. (2021). Perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Pendidikan Pancasila dan Kewarganegaraan*, 2(2), 2–11.
- Haniffa, R., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysia and Indonesia. *ABACUS Journal*
- Herman, Y. (2017). Analisa perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas dalam proses akuisisi berdasarkan Pasal 126 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007. *Jurnal Ilmiah Pendidikan Pancasila dan Kewarganegaraan*, 2(2), 2–11.
- Lin, L.-Y. H. (2017). *Corporate governance and leveraged corporate control*. SSRN Working Paper.
- Louis, H. (2004). Do managers intentionally use merger announcements to hide bad news? *Journal of Financial Economics*,.

- Mallin, C., & Melis, A. (2012). Shareholder rights, shareholder voting, and corporate performance. *Journal of Management & Governance*, 16(1), 171–176.
- Prakasa, A. W., & Sudarwanto, A. S. (2025). Doktrin *fiduciary duty*: Peranannya sebagai pedoman pengurusan Perseroan Terbatas oleh Direksi. *Al-Zayn: Jurnal Ilmu Sosial & Hukum*, 1(1).
- Saputro, B. A. (2011). *Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas dalam Suatu Transaksi di Pasar Modal (Studi Kasus: Transaksi Aset PT. Karwell Indonesia, Tbk.)*. (Skripsi tidak dipublikasikan). Universitas Indonesia.
- Siahaan, H. B. (2011). Perlindungan hukum bagi pihak berkepentingan atas proses akuisisi PT. Bank Jasa Arta oleh PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk. *Jurnal Hukum Bisnis*, 28(4), 16–28.
- Siregar, S. V., & Utama, S. (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, 43(1), 1–27.
- Suhardjanto, D., Utama, W. B., & Supriyono. (2013). Peran *Corporate Governance* dalam pengungkapan sosial dan lingkungan: Studi empiris BUMN.
- Sukarmo, I. G., et al. (2021). Minority shareholders' legal protection in a limited liability company system. *XX, XXX-XXX*.
- Sunarto, et al. (2021). Minority investor protection mechanisms and agency costs.... *Growing Science*, XX, 147.
- Syarief, E. (2017). Doktrin *fiduciary duty* dan *corporate opportunity* terhadap pertanggungjawaban direksi dan dewan komisaris. *Journal of Law and Policy Transformation*, 2(2), 79–90.
- Tan, S. J. (2018). Independent financial advisers' opinions for public takeovers and related party transactions in Singapore. *Company and Securities Law Journal*, 36(3), 29–48.
- Varottil, U., & Wan, W. Y. (2021). *The divergent designs of mandatory takeovers in Asia*. NUS Law Working Paper, 2021(11).
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2023). *G20/OECD principles of corporate governance* (Revised 2023). OECD Publishing.
- Stout. (2022). *Fairness opinions: A brief primer*. Stout Insights.
- Tjager, I. N., Alijoyo, F. A., Djemat, H. D., & Soembodo, B. (2003). *Corporate governance tantangan dan kesempatan bagi komunitas bisnis Indonesia*. PT Prenhallindo.
- Monetary Authority of Singapore. (2019). *The Singapore code on take-overs and mergers* (Ed. Januari 2019). Securities Industry Council.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2015). *(Peraturan OJK terkait Pasar Modal: Asumsi POJK 31/2015 atau sejenisnya)*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan*.
- Securities Industry Council. (2019). *The Singapore code on take-overs and mergers* (Ed. Januari 2019). Monetary Authority of Singapore.
- Singapore Exchange. (n.d.). *SGX rulebook: Practice note 7.1 Continuing disclosure; Appendix 7.1 corporate disclosure policy (Rule 703)*. SGX Rulebook.
- Singapore Parliament. (1967). *Companies Act 1967 (Cap. 50)*. Singapore Statutes Online.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2007 Nomor 106.