

REKONSTRUKSI PERLINDUNGAN INVESTOR RITEL DALAM DERIVATIF DIGITAL

Evan Sammuelson Belvanio

Universitas Indonesia

Email: (evan.sammuelson@ui.ac.id)

Abstract

This article examines the responsibility of controlling shareholders for affiliated transactions that constitute tunneling in public companies. The issue arises because controlling shareholders may influence corporate decisions and related-party transactions to obtain private benefits of control at the expense of the company and minority shareholders. This research uses normative legal research with statutory, conceptual, and limited comparative approaches. The analysis shows that affiliated transactions may constitute tunneling when they transfer assets, profits, risks, or economic benefits from the company to the controlling shareholder or affiliated parties through unfair pricing, inadequate disclosure, weak independent approval, or non-commercial terms. This article argues for strengthening controlling shareholder accountability through substantive fairness review, independent shareholder approval, independent valuation, beneficial ownership disclosure, and effective supervision by the Financial Services Authority.

Keywords: Affiliated Transaction; Controlling Shareholder; Minority Shareholder Protection.

Abstrak

Artikel ini membahas pertanggungjawaban pemegang saham pengendali atas transaksi afiliasi yang bersifat tunneling pada perseroan terbuka. Persoalan ini muncul karena pemegang saham pengendali dapat memengaruhi keputusan korporasi dan transaksi pihak berelasi untuk memperoleh private benefits of control dengan merugikan perseroan dan pemegang saham minoritas. Penelitian ini menggunakan metode hukum normatif dengan pendekatan perundang-undangan, konseptual, dan perbandingan terbatas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa transaksi afiliasi dapat dikualifikasikan sebagai tunneling apabila digunakan untuk memindahkan aset, keuntungan, risiko, atau manfaat ekonomi perseroan kepada pemegang saham pengendali maupun pihak terafiliasi melalui harga yang tidak wajar, keterbukaan yang tidak memadai, persetujuan independen yang lemah, atau syarat transaksi yang tidak komersial. Artikel ini merekomendasikan penguatan pertanggungjawaban pemegang saham pengendali melalui uji kewajaran substantif, persetujuan pemegang saham independen, penilaian independen, keterbukaan beneficial ownership, dan pengawasan efektif oleh Otoritas Jasa Keuangan.

Kata Kunci: Pemegang Saham Pengendali, Perlindungan Pemegang Saham Minoritas, Perseroan Terbuka.

Copyright©2026 Lex Economica Journal. All rights reserved.

Introduction

Hukum perusahaan modern tidak cukup dibaca hanya sebagai instrumen pengatur hubungan antara direksi dan pemegang saham. Dalam perseroan terbuka yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi, persoalan yang lebih tajam sering muncul dari dominasi pemegang saham pengendali terhadap perseroan dan pemegang saham minoritas. Model klasik *agency problem* memang berangkat dari pemisahan kepemilikan dan pengendalian antara pemegang saham tersebar dan manajemen, tetapi struktur korporasi di banyak negara berkembang menunjukkan bahwa pengendalian tidak selalu berada di tangan manajer profesional, melainkan pada pemegang saham besar yang mampu memengaruhi keputusan RUPS, komposisi organ perseroan, arah kebijakan bisnis, dan transaksi strategis

perseroan.¹ Ketika pemegang saham pengendali memiliki kemampuan mengarahkan keputusan korporasi, hukum perusahaan tidak boleh berhenti pada pengawasan terhadap direksi. Pengawasan juga harus diarahkan kepada penggunaan kekuasaan kontrol yang berpotensi menggeser kekayaan perseroan kepada pihak yang berada dalam lingkaran pengendali.²

Pergeseran konflik dari *manager versus shareholder* menuju *controlling shareholder versus minority shareholder* menjadi penting karena pemegang saham pengendali dapat memperoleh manfaat ekonomi dan non-ekonomi yang tidak dinikmati secara proporsional oleh pemegang saham lain. Literatur corporate governance menyebutnya sebagai *private benefits of control*, yaitu keuntungan khusus yang lahir dari posisi kontrol atas perusahaan.³ Manfaat tersebut tidak selalu salah, sebab pemegang saham besar dapat mendorong efisiensi pengawasan terhadap manajemen. Masalah muncul ketika posisi kontrol dipakai untuk mengarahkan transaksi yang menguntungkan pengendali atau afiliasinya dengan mengorbankan kepentingan perseroan dan pemegang saham minoritas. Dalam struktur seperti ini, kepemilikan besar dapat berubah dari alat monitoring menjadi alat ekstraksi nilai.⁴ Risiko tersebut semakin kuat ketika hak kontrol tidak sebanding dengan hak ekonomi, struktur grup usaha berlapis, atau hubungan afiliasi tidak dibuka secara memadai kepada publik.⁵

Transaksi afiliasi berada pada titik rawan karena secara bisnis ia dapat menjadi kebutuhan yang sah, tetapi secara hukum dapat pula menjadi saluran ekspropriasi. Dalam grup usaha, transaksi antarperusahaan afiliasi sering terjadi untuk pembiayaan, pengadaan barang, distribusi, sewa aset, jasa manajemen,

¹ Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (New York: The Macmillan Company, 1932); Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, no. 4 (1976): 305–360. Dua rujukan ini penting untuk menjelaskan akar masalah keagenan klasik, tetapi artikel ini tidak berhenti pada konflik direksi-pemegang saham karena struktur kepemilikan terkonsentrasi melahirkan bentuk konflik yang berbeda.

² Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, no. 2 (1997): 737–783; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance* 54, no. 2 (1999): 471–517.

³ Alexander Dyck and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," *Journal of Finance* 59, no. 2 (2004): 537–600; Tatiana Nenova, "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial Economics* 68, no. 3 (2003): 325–351.

⁴ Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance* 57, no. 6 (2002): 2741–2771. Catatan naratif: pemegang saham besar memang dapat mengurangi biaya keagenan karena memiliki insentif mengawasi manajemen, tetapi efek itu berubah menjadi negatif ketika kontrol digunakan untuk mengunci kekuasaan dan mengambil manfaat privat.

⁵ Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman, and George Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights," in Randall K. Morck, ed., *Concentrated Corporate Ownership* (Chicago: University of Chicago Press, 2000).

penggunaan merek, penjaminan utang, atau restrukturisasi internal. Transaksi semacam ini tidak otomatis merugikan, bahkan dalam kondisi tertentu dapat menurunkan biaya transaksi dan mempercepat koordinasi bisnis.⁶ Akan tetapi, kewajaran transaksi menjadi problem utama ketika pihak yang mengendalikan perseroan juga memiliki kepentingan pada pihak lawan transaksi. OECD menempatkan *related party transactions* sebagai isu penting karena pihak yang mempunyai kendali dapat memengaruhi syarat transaksi sehingga manfaat ekonominya mengalir kepada dirinya sendiri, bukan kepada perseroan dan seluruh pemegang saham secara proporsional.⁷ Karena itu, transaksi afiliasi harus diuji melalui substansi kewajaran, kebutuhan bisnis, proses persetujuan independen, keterbukaan informasi, dan akibat ekonominya terhadap perseroan.⁸

Konsep *tunneling* memberikan kerangka analitis untuk membaca penyalahgunaan transaksi afiliasi. Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer mendefinisikan tunneling sebagai transfer aset dan keuntungan keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali.⁹ Bentuknya tidak selalu berupa penggelapan terang-terangan. Ia dapat hadir melalui penjualan aset perseroan kepada afiliasi dengan harga murah, pembelian barang atau jasa dari afiliasi dengan harga terlalu tinggi, pinjaman kepada pihak terafiliasi tanpa dasar komersial memadai, pemberian jaminan atas utang afiliasi, penggunaan piutang sebagai saluran pemindahan kas, atau pengalihan peluang usaha dari perseroan kepada entitas lain yang dikendalikan pihak yang sama.¹⁰ Karakter tunneling justru berbahaya karena sering dibungkus dalam dokumen transaksi

⁶ Elizabeth A. Gordon, Elaine Henry, and Darius Palia, "Related Party Transactions and Corporate Governance," *Advances in Financial Economics* 9 (2004): 1–27; Michael Ryngaert and Shawn Thomas, "Not All Related Party Transactions Are the Same: Ex Ante versus Ex Post RPTs," *Journal of Accounting Research* 50, no. 3 (2012): 845–882.

⁷ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights* (Paris: OECD Publishing, 2012). OECD menempatkan transaksi pihak berelasi sebagai isu perlindungan minoritas karena pengendali dapat memengaruhi syarat transaksi dan memperoleh manfaat yang tidak proporsional.

⁸ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023* (Paris: OECD Publishing, 2023). Prinsip OECD menekankan perlakuan setara terhadap pemegang saham, perlindungan terhadap penyalahgunaan oleh pihak pengendali, dan keterbukaan transaksi pihak berelasi sebagai bagian dari tata kelola perusahaan yang sehat.

⁹ Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 22–27. AEA mencatat artikel ini terbit dalam *American Economic Review* 90(2), halaman 22–27, dengan DOI 10.1257/aer.90.2.22.

¹⁰ Marianne Bertrand, Paras Mehta, and Sendhil Mullainathan, "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups," *Quarterly Journal of Economics* 117, no. 1 (2002): 121–148; Yan-Leung Cheung, Lihua Jing, Tong Lu, P. Raghavendra Rau, and Aris Stouraitis, "Tunneling and Propping Up: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies," *Pacific-Basin Finance Journal* 17, no. 3 (2009): 372–393.

yang tampak sah. Jika pengujian hanya berhenti pada prosedur dan kelengkapan dokumen, transaksi ekspropriatif dapat lolos sebagai keputusan bisnis biasa.¹¹

Indonesia memiliki relevansi kuat dengan isu ini karena banyak perseroan terbuka beroperasi dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi, grup usaha, dan hubungan afiliasi yang kompleks. Penelitian mengenai transaksi pihak berelasi di Indonesia menunjukkan bahwa besaran transaksi pihak berelasi berkaitan dengan tata kelola, tingkat pengungkapan, dan struktur kepemilikan, sehingga isu ini tidak dapat diperlakukan sebagai persoalan akuntansi teknis semata.¹² Studi lain mengenai *current asset tunneling* pada pasar berkembang juga menunjukkan kesulitan pembuktian tunneling karena aktivitas tersebut kerap tersembunyi dalam akun-akun yang secara formal terlihat sebagai transaksi bisnis normal.¹³ Kondisi ini memperlihatkan bahwa perlindungan pemegang saham minoritas tidak cukup hanya mengandalkan kewajiban pelaporan. Mekanisme hukum harus mampu membaca apakah transaksi afiliasi memiliki rasionalitas bisnis yang wajar atau justru menjadi sarana pengalihan manfaat kepada pengendali.¹⁴

Hukum positif Indonesia sebenarnya telah menyediakan dasar awal untuk mengendalikan risiko transaksi afiliasi. Undang-Undang Perseroan Terbatas mengakui prinsip tanggung jawab terbatas pemegang saham, tetapi prinsip itu tidak absolut apabila perseroan digunakan dengan itikad buruk, pemegang saham terlibat dalam perbuatan melawan hukum, atau kekayaan perseroan digunakan secara melawan hukum sehingga perseroan tidak cukup melunasi utangnya.¹⁵ Di pasar modal, POJK Nomor 42/POJK.04/2020 secara khusus mengatur transaksi afiliasi dan transaksi benturan kepentingan oleh emiten atau perusahaan publik,

¹¹ Vladimir Atanasov, Bernard Black, and Conrad S. Ciccotello, "Unbundling and Measuring Tunneling," *University of Illinois Law Review* 2014, no. 5 (2014): 1697–1738. Catatan naratif: kontribusi penting artikel ini terletak pada upaya memecah tunneling ke dalam bentuk-bentuk yang lebih terukur, sehingga tunneling tidak hanya dipahami sebagai konsep abstrak, tetapi sebagai pola pemindahan nilai yang dapat ditelusuri.

¹² Cynthia Afriani Utama, "Penentu Besaran Transaksi Pihak Berelasi: Tata Kelola, Tingkat Pengungkapan, dan Struktur Kepemilikan," *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 12, no. 1 (2015): Article 3, DOI: 10.21002/jaki.2015.03. ScholarHub UI mencatat artikel ini sebagai publikasi JAKI Vol. 12 No. 1 dengan DOI tersebut.

¹³ Ratna Candra Sari and Zaki Baridwan, "Current Asset Tunneling and Firm Performance in an Emerging Market," *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 11, no. 2 (2014): 165–176. Artikel ini meneliti *current asset tunneling* di pasar berkembang dan mencatat kesulitan pembuktian praktik tunneling karena sering tersembunyi dalam akun yang tampak normal.

¹⁴ Cynthia A. Utama and Sidharta Utama, "Corporate Governance, Size and Disclosure of Related Party Transactions, and Firm Value: Indonesia Evidence," *International Journal of Disclosure and Governance* 11, no. 4 (2014): 341–365. Laman Scholar UI mencatat penelitian ini menggunakan sampel perusahaan tercatat di BEI periode 2005–2007 dan menguji hubungan tata kelola, ukuran RPT, disclosure RPT, dan nilai perusahaan.

¹⁵ Indonesia, *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*, Pasal 3 ayat (1) dan ayat (2). Basis data BPK mencatat UU Nomor 40 Tahun 2007 sebagai Undang-Undang tentang Perseroan Terbatas yang berlaku sejak 16 Agustus 2007.

dengan tujuan memperkuat perlindungan pemegang saham independen dan kualitas keterbukaan.¹⁶ Regulasi lain seperti POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang transaksi material, POJK Nomor 15/POJK.04/2020 tentang RUPS perusahaan terbuka, dan POJK Nomor 31/POJK.04/2015 tentang keterbukaan informasi atau fakta material juga membentuk ekosistem pengawasan terhadap transaksi yang dapat memengaruhi kepentingan investor publik.¹⁷

Kelemahan utamanya terletak pada jarak antara kepatuhan formal dan keadilan substantif. Emiten dapat saja melakukan pengumuman, meminta penilaian kewajaran, atau memperoleh persetujuan sesuai prosedur, tetapi transaksi tetap dapat bersifat tunneling apabila harga, tujuan, risiko, dan manfaat ekonominya secara nyata berpihak kepada pengendali. Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer menunjukkan bahwa perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dalam transaksi *self-dealing* sangat bergantung pada desain hukum mengenai keterbukaan, persetujuan, dan mekanisme gugatan.¹⁸ Dalam konteks perseroan terbuka, ketiga mekanisme itu harus bekerja bersama: keterbukaan diperlukan agar pasar mengetahui hubungan afiliasi dan nilai transaksi; persetujuan independen diperlukan agar pengendali tidak memutuskan transaksi untuk dirinya sendiri; mekanisme pertanggungjawaban diperlukan agar pelanggaran tidak berhenti sebagai pelanggaran administratif ringan.¹⁹ Jika hukum hanya menilai prosedur tanpa menguji substansi kewajaran, transaksi afiliasi yang ekspropriatif tetap dapat merugikan perseroan dan pemegang saham minoritas.²⁰

¹⁶ Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan* (Jakarta: OJK, 2020). OJK mencatat POJK 42/POJK.04/2020 sebagai regulasi pasar modal mengenai transaksi afiliasi dan transaksi benturan kepentingan yang berlaku sejak 2 Juli 2020.

¹⁷ Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha*; Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 15/POJK.04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan RUPS Perusahaan Terbuka*; Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik*. OJK mencantumkan masing-masing regulasi tersebut sebagai instrumen pasar modal yang mengatur transaksi material, RUPS, dan keterbukaan fakta material.

¹⁸ Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "The Law and Economics of Self-Dealing," *Journal of Financial Economics* 88, no. 3 (2008): 430–465. Artikel ini membangun indeks anti-self-dealing untuk menilai perlindungan hukum pemegang saham minoritas melalui disclosure, approval, dan litigation dalam transaksi yang mengandung self-dealing.

¹⁹ Luca Enriques, "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges," *European Corporate Governance Institute Law Working Paper* (2014); Luca Enriques, Gerard Hertig, Hideki Kanda, and Mariana Pargendler, "Related-Party Transactions," in Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017).

²⁰ Zohar Goshen and Assaf Hamdani, "Corporate Control and Idiosyncratic Vision," *Yale Law Journal* 125 (2016): 560–617; Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders," *University of Pennsylvania Law Review* 152 (2003): 785–843.

Artikel ini berfokus pada pertanggungjawaban pemegang saham pengendali atas transaksi afiliasi yang bersifat tunneling pada perseroan terbuka. Fokus ini sengaja tidak diarahkan pada seluruh transaksi afiliasi, sebab tidak semua transaksi afiliasi bersifat buruk atau ekspropriatif. Titik tekan penelitian berada pada transaksi afiliasi yang digunakan untuk memindahkan nilai ekonomi dari perseroan kepada pengendali atau pihak terafiliasi melalui mekanisme yang tampak sah, tetapi merugikan perseroan dan pemegang saham minoritas. Dengan fokus tersebut, pembahasan diarahkan untuk menjawab dua persoalan: pertama, bagaimana transaksi afiliasi dapat dikualifikasikan sebagai tunneling; kedua, bagaimana konstruksi pertanggungjawaban pemegang saham pengendali dapat dibangun dalam hukum perusahaan dan pasar modal Indonesia. Pembacaan semacam ini penting agar perlindungan pemegang saham minoritas tidak berhenti pada prosedur disclosure, melainkan bergerak ke arah pengujian substantif terhadap penggunaan kekuasaan kontrol dalam perseroan terbuka.²¹

Research Problems

Berdasarkan uraian latar belakang masalah di atas, maka rumusan masalah pada penelitian ini yaitu :

1. Bagaimana transaksi afiliasi pada perseroan terbuka dapat dikualifikasikan sebagai tunneling yang merugikan perseroan dan pemegang saham minoritas?
2. Bagaimana konstruksi pertanggungjawaban pemegang saham pengendali atas transaksi afiliasi yang bersifat tunneling berdasarkan hukum perusahaan dan pasar modal Indonesia?

Research Methods

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum normatif-doktrinal dengan sifat deskriptif-analitis dan preskriptif. Pilihan metode ini tepat karena objek yang dikaji bukan perilaku empiris emiten tertentu, melainkan norma hukum, asas pertanggungjawaban, konsep pemegang saham pengendali, transaksi afiliasi, benturan kepentingan, tunneling, dan perlindungan pemegang saham minoritas dalam perseroan terbuka. Penelitian hukum normatif digunakan untuk menelaah bahan hukum primer dan sekunder guna menemukan konstruksi hukum atas persoalan yang belum sepenuhnya dirumuskan secara eksplisit dalam hukum positif, terutama mengenai sejauh mana pemegang saham pengendali dapat dimintai pertanggungjawaban ketika transaksi afiliasi digunakan sebagai sarana pemindahan nilai ekonomi dari perseroan kepada dirinya atau pihak

²¹ Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, and Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017); M. Yahya Harahap, *Hukum Perseroan Terbatas* (Jakarta: Sinar Grafika, 2016).

terafiliasi.²² Karakter doktrinal penelitian tampak dari upaya menghubungkan ketentuan mengenai tanggung jawab terbatas pemegang saham, penyalahgunaan badan hukum perseroan, transaksi afiliasi, keterbukaan informasi, persetujuan pemegang saham independen, dan prinsip kewajaran transaksi dengan teori tunneling serta perlindungan pemegang saham minoritas.²³

Pendekatan yang digunakan meliputi pendekatan perundang-undangan, pendekatan konseptual, dan pendekatan perbandingan terbatas. Pendekatan perundang-undangan digunakan untuk menelaah Undang-Undang Perseroan Terbatas, Undang-Undang Pasar Modal, POJK Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan, POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha, POJK Nomor 15/POJK.04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan RUPS Perusahaan Terbuka, serta POJK Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.²⁴ Pendekatan konseptual digunakan untuk membedah konsep tunneling, private benefits of control, controlling shareholder, minority shareholder protection, fiduciary control, fairness, dan self-dealing. Pendekatan perbandingan terbatas digunakan untuk membaca standar internasional mengenai related party transactions dan perlindungan pemegang saham minoritas, terutama dari OECD dan literatur corporate law komparatif.²⁵ Bahan hukum dianalisis secara kualitatif-preskriptif untuk merumuskan indikator transaksi afiliasi yang bersifat tunneling serta

²² Peter Mahmud Marzuki, *Penelitian Hukum* (Jakarta: Kencana, 2017); Soerjono Soekanto and Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif: Suatu Tinjauan Singkat* (Jakarta: Rajawali Pers, 2015); Johnny Ibrahim, *Teori dan Metodologi Penelitian Hukum Normatif* (Malang: Bayumedia Publishing, 2006).

²³ Terry Hutchinson and Nigel Duncan, "Defining and Describing What We Do: Doctrinal Legal Research," *Deakin Law Review* 17, no. 1 (2012): 83–119; Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 22–27; Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "The Law and Economics of Self-Dealing," *Journal of Financial Economics* 88, no. 3 (2008): 430–465.

²⁴ Indonesia, *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*; Indonesia, *Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*; Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan*; Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha*; Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 15/POJK.04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan RUPS Perusahaan Terbuka*; Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik*.

²⁵ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights* (Paris: OECD Publishing, 2012); OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023* (Paris: OECD Publishing, 2023); Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, and Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017); Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders," *University of Pennsylvania Law Review* 152 (2003): 785–843.

konstruksi pertanggungjawaban pemegang saham pengendali dalam hukum perusahaan dan pasar modal Indonesia.

Discussion

Transaksi Afiliasi sebagai Instrumen Tunneling dalam Perseroan Terbuka

Transaksi afiliasi pada perseroan terbuka berada dalam posisi yang ambivalen: ia dapat menjadi instrumen bisnis yang efisien, tetapi pada saat yang sama dapat berubah menjadi saluran ekspropriasi. Dalam struktur grup usaha, hubungan afiliasi sering membuat perusahaan memperoleh akses lebih mudah terhadap pasokan barang, pembiayaan, jasa manajemen, distribusi, penggunaan aset, atau dukungan operasional dari entitas lain dalam kelompok usaha yang sama.²⁶ Secara ekonomi, hubungan semacam itu tidak otomatis merugikan karena koordinasi internal dalam grup dapat menurunkan biaya transaksi dan mempercepat pengambilan keputusan. Akan tetapi, problem hukum muncul ketika transaksi dilakukan tidak berdasarkan kepentingan perseroan, melainkan berdasarkan kepentingan pemegang saham pengendali atau pihak yang berada dalam lingkaran afiliasinya.²⁷ Pada titik ini, transaksi afiliasi harus dibaca sebagai wilayah rawan konflik kepentingan karena pihak yang memiliki kemampuan mengendalikan perseroan juga dapat memengaruhi syarat transaksi yang dilakukan perseroan dengan pihak terafiliasi.²⁸

Istilah tunneling dipakai untuk menjelaskan pemindahan aset atau keuntungan dari perusahaan kepada pemegang saham pengendali melalui mekanisme yang secara formal dapat tampak sah. Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer memperkenalkan konsep tunneling sebagai transfer aset dan laba keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali.²⁹ Definisi tersebut penting karena tunneling tidak selalu berbentuk pencurian langsung atau pengambilan dana secara terang-terangan. Banyak praktik tunneling justru hadir melalui transaksi yang memiliki dokumen, persetujuan, kontrak, dan pencatatan akuntansi, tetapi substansi ekonominya memindahkan

²⁶ Elizabeth A. Gordon, Elaine Henry, and Darius Palia, "Related Party Transactions and Corporate Governance," *Advances in Financial Economics* 9 (2004): 1–27. Catatan naratif: literatur RPT tidak menempatkan transaksi afiliasi sebagai transaksi yang selalu buruk, karena sebagian transaksi internal grup dapat memiliki alasan efisiensi dan koordinasi bisnis.

²⁷ Michael Ryngaert and Shawn Thomas, "Not All Related Party Transactions Are the Same: Ex Ante versus Ex Post RPTs," *Journal of Accounting Research* 50, no. 3 (2012): 845–882.

²⁸ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights* (Paris: OECD Publishing, 2012). Laporan OECD ini secara khusus membahas risiko transaksi pihak berelasi bagi pemegang saham minoritas dan menekankan pentingnya kontrol tata kelola atas transaksi yang melibatkan pihak pengendali.

²⁹ Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 22–27, <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>.

manfaat dari perseroan kepada pengendali atau afiliasinya.³⁰ Karena itu, analisis hukum tidak boleh berhenti pada pertanyaan apakah transaksi afiliasi telah dibuat secara tertulis atau dilaporkan kepada publik. Pertanyaan yang lebih penting adalah apakah transaksi tersebut dilakukan secara wajar, memiliki kebutuhan bisnis yang sah, memberi manfaat bagi perseroan, dan tidak mengalihkan nilai ekonomi secara tidak proporsional kepada pihak pengendali.³¹

Bentuk transaksi afiliasi yang dapat menjadi instrumen tunneling sangat beragam. Perseroan terbuka dapat menjual aset kepada afiliasi dengan harga di bawah nilai wajar, membeli barang atau jasa dari afiliasi dengan harga di atas harga pasar, memberikan pinjaman kepada pihak terafiliasi tanpa jaminan yang memadai, menjadi penjamin utang perusahaan dalam grup, mengalihkan peluang usaha kepada entitas lain yang dikendalikan pihak yang sama, atau membuat kontrak jangka panjang yang menempatkan perseroan sebagai penanggung risiko utama sementara manfaat ekonominya mengalir ke pihak afiliasi.³² Studi mengenai perusahaan di Tiongkok menunjukkan bahwa transaksi pihak berelasi dapat dipakai baik untuk tunneling maupun propping up, sehingga bentuk transaksi yang sama dapat memiliki konsekuensi berbeda tergantung arah aliran manfaat dan konteks pengendaliannya.³³ Inilah alasan mengapa transaksi afiliasi tidak boleh dinilai secara hitam-putih. Transaksi yang tampak biasa dalam hubungan bisnis dapat menjadi ekspropriatif apabila harga, risiko, jaminan, dan manfaatnya tidak seimbang bagi perseroan.³⁴

Pembedaan antara transaksi afiliasi yang efisien dan transaksi afiliasi yang ekspropriatif menjadi kunci agar hukum perusahaan tidak jatuh pada dua kesalahan sekaligus: membiarkan tunneling berlindung di balik formalitas bisnis, atau sebaliknya menganggap semua transaksi afiliasi sebagai penyimpangan. Ryngaert dan Thomas menegaskan bahwa tidak semua related party transactions memiliki karakter yang sama; sebagian dapat disusun sebelum potensi konflik muncul, sementara sebagian lain dilakukan setelah relasi pengaruh terbentuk dan

³⁰ Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "The Law and Economics of Self-Dealing," *Journal of Financial Economics* 88, no. 3 (2008): 430-465, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>.

³¹ Luca Enriques, "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges," *European Corporate Governance Institute Law Working Paper* (2014). Catatan naratif: Enriques menekankan bahwa tantangan utama RPT bukan hanya melarang transaksi, tetapi merancang mekanisme hukum yang dapat membedakan transaksi efisien dari transaksi ekspropriatif.

³² Vladimir Atanasov, Bernard Black, and Conrad S. Ciccotello, "Unbundling and Measuring Tunneling," *University of Illinois Law Review* 2014, no. 5 (2014): 1697-1738.

³³ Yan-Leung Cheung, Lihua Jing, Tong Lu, P. Raghavendra Rau, and Aris Stouraitis, "Tunneling and Propping Up: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies," *Pacific-Basin Finance Journal* 17, no. 3 (2009): 372-393, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.10.001>.

³⁴ Marianne Bertrand, Paras Mehta, and Sendhil Mullainathan, "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups," *Quarterly Journal of Economics* 117, no. 1 (2002): 121-148, <https://doi.org/10.1162/003355302753399463>.

lebih berisiko merugikan pemegang saham luar.³⁵ Gordon, Henry, dan Palia juga menunjukkan bahwa transaksi pihak berelasi perlu dibaca bersama kualitas corporate governance karena kelemahan tata kelola dapat meningkatkan risiko penyalahgunaan transaksi tersebut.³⁶ Dalam konteks perseroan terbuka, perbedaan ini penting karena transaksi afiliasi sering tidak mungkin dihindari sepenuhnya. Yang harus dikendalikan bukan keberadaan hubungan afiliasi semata, melainkan ketidakwajaran syarat transaksi, lemahnya proses persetujuan independen, dan dominasi manfaat bagi pengendali.³⁷

Indikator transaksi afiliasi yang bersifat tunneling dapat dilihat dari beberapa unsur substantif. Pertama, transaksi tidak memiliki rasionalitas bisnis yang jelas bagi perseroan, tetapi menguntungkan pihak afiliasi. Kedua, harga atau nilai transaksi menyimpang dari nilai pasar tanpa dasar pembenaran yang memadai. Ketiga, risiko transaksi lebih banyak ditanggung perseroan terbuka, sedangkan manfaatnya diterima pihak terafiliasi. Keempat, transaksi dilakukan dengan proses persetujuan yang dikendalikan atau dipengaruhi oleh pemegang saham pengendali. Kelima, informasi mengenai hubungan afiliasi, nilai transaksi, penilaian kewajaran, dan dampak transaksi tidak dibuka secara cukup kepada pemegang saham publik.³⁸ Atanasov, Black, dan Ciccotello membagi tunneling ke dalam pola-pola yang lebih terukur, sehingga tunneling dapat diidentifikasi melalui aliran aset, arus kas, dan struktur transaksi yang menguntungkan pengendali.³⁹ Dalam pasar modal, indikator tersebut harus menjadi dasar untuk menilai apakah transaksi afiliasi hanya merupakan transaksi internal grup yang wajar atau telah berubah menjadi instrumen pemindahan nilai yang merugikan perseroan.⁴⁰

Dalam hukum pasar modal Indonesia, transaksi afiliasi sudah diletakkan sebagai objek pengaturan khusus melalui POJK Nomor 42/POJK.04/2020 tentang

³⁵ Ryngaert and Thomas, "Not All Related Party Transactions Are the Same," 845–882.

³⁶ Gordon, Henry, and Palia, "Related Party Transactions and Corporate Governance," 1–27.

³⁷ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023* (Paris: OECD Publishing, 2023). Prinsip OECD menempatkan perlakuan setara terhadap pemegang saham dan pengawasan terhadap transaksi pihak berelasi sebagai bagian penting dari perlindungan investor dan tata kelola perusahaan.

³⁸ Djankov et al., "The Law and Economics of Self-Dealing," 430–465. Artikel ini penting karena membangun ukuran perlindungan investor terhadap transaksi self-dealing melalui tiga tahap utama: disclosure, approval, dan private enforcement.

³⁹ Atanasov, Black, and Ciccotello, "Unbundling and Measuring Tunneling," 1697–1738. Catatan naratif: pembagian bentuk tunneling membantu analisis hukum karena praktik ekspropriasi tidak selalu tampak dalam satu bentuk transaksi, tetapi dapat tersebar dalam pinjaman, jaminan, penjualan aset, piutang, atau kontrak intra-grup.

⁴⁰ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*; Luca Enriques, Gerard Hertig, Hideki Kanda, and Mariana Pargendler, "Related-Party Transactions," in Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017).

Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan. Regulasi ini menunjukkan bahwa OJK menyadari risiko transaksi yang melibatkan hubungan afiliasi, terutama karena emiten dan perusahaan publik menghimpun dana dari masyarakat dan memiliki kewajiban melindungi pemegang saham publik.⁴¹ Selain itu, POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha menjadi relevan ketika transaksi afiliasi memiliki nilai yang signifikan terhadap kondisi keuangan atau kegiatan usaha emiten.⁴² Meski begitu, keberadaan regulasi tidak otomatis menutup ruang tunneling. Kepatuhan terhadap kewajiban pengumuman, laporan, penilai independen, atau persetujuan RUPS dapat menjadi formal apabila substansi kewajaran transaksi tidak diuji secara serius. Tunneling justru sering berbahaya karena mampu beradaptasi dengan prosedur hukum: transaksi dibuat tampak patuh, tetapi desain ekonominya tetap mengalihkan manfaat kepada pengendali.⁴³

Transaksi afiliasi yang bersifat tunneling pada akhirnya merupakan persoalan Good Corporate Governance karena merusak prinsip transparansi, akuntabilitas, kewajaran, dan perlindungan pemegang saham minoritas. Transparansi terganggu ketika hubungan afiliasi, tujuan transaksi, penilaian kewajaran, dan risiko ekonomi tidak dibuka secara memadai. Akuntabilitas melemah ketika direksi dan komisaris hanya menjalankan instruksi atau kepentingan pengendali tanpa menilai apakah transaksi benar-benar menguntungkan perseroan. Prinsip kewajaran rusak ketika pemegang saham pengendali memperoleh manfaat privat melalui perseroan terbuka, sedangkan pemegang saham publik menanggung kerugian secara tidak proporsional.⁴⁴ OECD menekankan bahwa perlindungan pemegang saham minoritas dalam transaksi pihak berelasi membutuhkan keterbukaan, persetujuan yang layak, dan

⁴¹ Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan* (Jakarta: OJK, 2020).

⁴² Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha* (Jakarta: OJK, 2020); Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik* (Jakarta: OJK, 2015).

⁴³ Cynthia Afriani Utama, "Penentu Besaran Transaksi Pihak Berelasi: Tata Kelola, Tingkat Pengungkapan, dan Struktur Kepemilikan," *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 12, no. 1 (2015): Article 3, <https://doi.org/10.21002/jaki.2015.03>. Catatan naratif: penelitian Indonesia ini relevan karena menunjukkan bahwa besaran transaksi pihak berelasi berkaitan dengan tata kelola, pengungkapan, dan struktur kepemilikan, sehingga RPT tidak dapat dilepaskan dari masalah kontrol.

⁴⁴ Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, no. 2 (1997): 737–783, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 58, no. 1–2 (2000): 3–27, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).

mekanisme penegakan yang efektif.⁴⁵ Karena itu, transaksi afiliasi harus ditempatkan bukan hanya sebagai isu teknis pasar modal, tetapi sebagai titik uji apakah hukum perusahaan mampu membatasi penyalahgunaan kekuasaan kontrol dalam perseroan terbuka.⁴⁶

Kedudukan Pemegang Saham Pengendali dan Risiko Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas

Pemegang saham pengendali dalam perseroan terbuka memiliki posisi yang berbeda dari pemegang saham biasa karena ia tidak hanya menikmati hak ekonomi atas saham, tetapi juga memiliki kemampuan nyata untuk memengaruhi arah pengurusan dan kebijakan perseroan. Pengaruh itu dapat muncul melalui kepemilikan suara mayoritas, struktur kepemilikan tidak langsung, hubungan keluarga, penguasaan dalam grup usaha, kemampuan menentukan komposisi direksi dan dewan komisaris, atau dominasi dalam RUPS. Dalam hukum pasar modal Indonesia, posisi pengendali tidak semata-mata ditentukan oleh kepemilikan saham di atas persentase tertentu, tetapi juga oleh kemampuan menentukan, baik langsung maupun tidak langsung, pengelolaan dan/atau kebijakan perusahaan terbuka.⁴⁷ Definisi semacam ini penting karena kekuasaan kontrol dalam praktik tidak selalu tampak dari angka kepemilikan formal. La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer menunjukkan bahwa struktur kepemilikan korporasi di banyak negara tidak tersebar seperti asumsi klasik pasar modal Anglo-Amerika, melainkan terkonsentrasi pada keluarga, negara, atau kelompok usaha tertentu.⁴⁸ Karena itu, analisis terhadap pemegang saham pengendali harus membaca kendali faktual, bukan hanya komposisi saham di atas kertas.⁴⁹

Kedudukan pemegang saham pengendali dapat memberikan manfaat bagi perseroan apabila digunakan untuk memperkuat pengawasan terhadap manajemen. Pemegang saham besar memiliki insentif ekonomi untuk memantau direksi karena nilai investasinya signifikan, sehingga dalam kondisi tertentu ia

⁴⁵ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*; OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance* 2023.

⁴⁶ Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders," *University of Pennsylvania Law Review* 152 (2003): 785–843; Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, and Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017).

⁴⁷ Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka* (Jakarta: OJK, 2018), Pasal 1 angka 4. Catatan naratif: definisi pengendali dalam regulasi pengambilalihan relevan karena menekankan dua dasar kontrol, yaitu kepemilikan saham dan kemampuan menentukan pengelolaan atau kebijakan perusahaan terbuka.

⁴⁸ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance* 54, no. 2 (1999): 471–517, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>.

⁴⁹ Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, no. 2 (1997): 737–783, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.

dapat mengurangi biaya keagenan antara pengurus dan pemilik modal. Masalah muncul ketika kontrol tersebut berubah menjadi instrumen untuk memperoleh *private benefits of control*, yaitu manfaat khusus yang hanya dinikmati pengendali dan tidak dibagikan secara proporsional kepada pemegang saham lain.⁵⁰ Dyck dan Zingales menunjukkan bahwa nilai manfaat privat atas kontrol berbeda antarnegara dan sangat dipengaruhi oleh kualitas perlindungan investor, penegakan hukum, serta tata kelola pasar modal.⁵¹ Dalam struktur perseroan terbuka yang kepemilikannya terkonsentrasi, manfaat privat dapat muncul melalui transaksi afiliasi, penggunaan aset perseroan, pengangkatan organ perseroan yang loyal kepada pengendali, atau pengalihan peluang bisnis. Risiko ini menjelaskan mengapa hukum perusahaan perlu mengawasi bukan hanya tindakan direksi, tetapi juga penggunaan kekuasaan oleh pemegang saham pengendali.⁵²

Risiko ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas lahir karena pengendali dapat memanfaatkan perbedaan antara kontrol dan kepemilikan ekonomi. Ketika pemegang saham pengendali dapat menentukan keputusan perseroan tetapi tidak menanggung seluruh kerugian secara proporsional, muncul insentif untuk mengalihkan manfaat kepada dirinya atau entitas terafiliasi. Claessens, Djankov, Fan, dan Lang membedakan efek insentif dan efek entrenchment dari kepemilikan besar: pada satu sisi, kepemilikan besar dapat menyelaraskan kepentingan pengendali dengan perusahaan; pada sisi lain, kontrol yang terlalu kuat dapat membuat pengendali terkunci dalam posisi dominan dan lebih mudah mengekstraksi manfaat privat.⁵³ Pemisahan antara hak kontrol dan hak arus kas juga dapat terjadi melalui struktur piramida, kepemilikan silang, atau kelas saham tertentu, sehingga pengendali mampu mengendalikan perusahaan dengan kepemilikan ekonomi yang tidak sebanding.⁵⁴ Dalam situasi semacam itu, pemegang saham minoritas berada pada posisi lemah karena mereka ikut

⁵⁰ Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance* 57, no. 6 (2002): 2741–2771, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>.

⁵¹ Alexander Dyck and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," *Journal of Finance* 59, no. 2 (2004): 537–600, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>.

⁵² Tatiana Nenova, "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial Economics* 68, no. 3 (2003): 325–351. Catatan naratif: Nenova menunjukkan bahwa hak suara dan kontrol memiliki nilai ekonomi tersendiri, yang menjelaskan mengapa posisi pengendali dapat menghasilkan manfaat di luar dividen atau capital gain biasa.

⁵³ Claessens et al., "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," 2741–2771.

⁵⁴ Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman, and George Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights," in Randall K. Morck, ed., *Concentrated Corporate Ownership* (Chicago: University of Chicago Press, 2000).

menanggung penurunan nilai perseroan, tetapi tidak memiliki kekuatan yang cukup untuk mencegah transaksi yang dikendalikan oleh pihak mayoritas.⁵⁵

Ekspropriasi minoritas tidak selalu tampak sebagai pelanggaran langsung terhadap hukum perseroan. Praktiknya sering berjalan melalui keputusan korporasi yang terlihat sah, seperti persetujuan RUPS, kontrak bisnis, pengalihan aset, pinjaman intra-grup, penjaminan utang afiliasi, atau transaksi barang dan jasa dengan pihak berelasi. Gilson dan Gordon menyebut persoalan utama dalam perusahaan dengan pemegang saham pengendali sebagai kebutuhan untuk “mengendalikan pihak yang mengendalikan”, karena pengendali memiliki kapasitas untuk memengaruhi organ perseroan dan memindahkan nilai dari pemegang saham luar.⁵⁶ Bebchuk dan Hamdani juga menunjukkan bahwa keberadaan direktur independen tidak otomatis cukup ketika perusahaan memiliki pemegang saham pengendali yang kuat, karena independensi formal dapat melemah jika proses nominasi, pemilihan, atau keberlanjutan jabatan tetap dipengaruhi oleh pengendali.⁵⁷ Pada titik ini, pemegang saham minoritas membutuhkan lebih dari sekadar struktur organ yang tampak independen. Mereka membutuhkan mekanisme hukum yang mampu menguji apakah keputusan perseroan benar-benar wajar, terbuka, dan tidak diarahkan untuk kepentingan pengendali.⁵⁸

Perlindungan pemegang saham minoritas dalam transaksi yang melibatkan pengendali harus berangkat dari prinsip perlakuan yang setara dan kewajiban substantif. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 menegaskan pentingnya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dari tindakan penyalahgunaan oleh pemegang saham pengendali, baik secara langsung maupun tidak langsung, serta pentingnya keterbukaan atas transaksi pihak berelasi.⁵⁹ Prinsip ini sejalan dengan kebutuhan pasar modal Indonesia yang menempatkan emiten sebagai perusahaan yang menghimpun dana masyarakat, sehingga kepentingan pemegang saham publik tidak dapat dikalahkan oleh kepentingan

⁵⁵ Mara Faccio, Larry H. P. Lang, and Leslie Young, “Dividends and Expropriation,” *American Economic Review* 91, no. 1 (2001): 54–78, <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>.

⁵⁶ Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, “Controlling Controlling Shareholders,” *University of Pennsylvania Law Review* 152 (2003): 785–843. Catatan naratif: gagasan “controlling controlling shareholders” penting untuk konteks Indonesia karena masalah utama bukan hanya bagaimana mengawasi manajemen, tetapi bagaimana membatasi penyalahgunaan kontrol oleh pengendali.

⁵⁷ Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, “Independent Directors and Controlling Shareholders,” *University of Pennsylvania Law Review* 165 (2017): 1271–1315.

⁵⁸ Luca Enriques, Gerard Hertig, Hideki Kanda, and Mariana Pargendler, “Related-Party Transactions,” in Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017).

⁵⁹ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023* (Paris: OECD Publishing, 2023). Prinsip OECD menekankan perlindungan pemegang saham minoritas dari penyalahgunaan oleh pemegang saham pengendali serta pentingnya pengungkapan dan pengelolaan transaksi pihak berelasi.

internal grup usaha. POJK Nomor 42/POJK.04/2020 mengatur transaksi afiliasi dan transaksi benturan kepentingan sebagai instrumen untuk memastikan adanya keterbukaan, prosedur kewajaran, dan perlindungan pemegang saham independen.⁶⁰ Namun, mekanisme tersebut tidak boleh dipahami sebagai formalitas administratif. Jika keterbukaan hanya menyebut hubungan afiliasi tanpa menjelaskan nilai, dasar kewajaran, manfaat, risiko, dan dampak transaksi, maka perlindungan minoritas tetap rapuh.⁶¹

Kedudukan pemegang saham pengendali dalam perseroan terbuka karena itu harus dibaca sebagai kedudukan yang membawa konsekuensi tanggung jawab, bukan sekadar hak untuk menentukan arah perusahaan. Prinsip tanggung jawab terbatas memang melindungi pemegang saham dari kewajiban pribadi atas perikatan perseroan, tetapi perlindungan tersebut tidak dapat dipakai untuk membenarkan penyalahgunaan perseroan demi kepentingan pribadi atau kelompoknya. Undang-Undang Perseroan Terbatas membuka ruang untuk menembus prinsip tanggung jawab terbatas apabila perseroan digunakan dengan itikad buruk untuk kepentingan pribadi, pemegang saham terlibat dalam perbuatan melawan hukum, atau kekayaan perseroan digunakan secara melawan hukum sehingga perseroan tidak cukup melunasi utangnya.⁶² Dalam konteks transaksi afiliasi yang bersifat tunneling, prinsip ini penting karena pengendali dapat bersembunyi di balik legalitas badan hukum dan prosedur korporasi, padahal substansi transaksi mengalihkan nilai perseroan kepada dirinya atau afiliasinya. Perlindungan minoritas yang efektif menuntut konstruksi pertanggungjawaban yang mampu menilai hubungan antara kontrol, manfaat yang diterima pengendali, kerugian perseroan, dan proses persetujuan transaksi.⁶³

⁶⁰ Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan* (Jakarta: OJK, 2020).

⁶¹ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights* (Paris: OECD Publishing, 2012). Catatan naratif: OECD menempatkan disclosure, approval, dan enforcement sebagai instrumen penting karena transaksi pihak berelasi dapat tetap merugikan minoritas meskipun secara formal diumumkan kepada publik.

⁶² Indonesia, *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*, Pasal 3 ayat (1) dan ayat (2).

⁶³ Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "The Law and Economics of Self-Dealing," *Journal of Financial Economics* 88, no. 3 (2008): 430-465, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>; Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 22-27, <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>.

Pertanggungjawaban Pemegang Saham Pengendali atas Transaksi Afiliasi yang Bersifat Tunneling

Pertanggungjawaban pemegang saham pengendali atas transaksi afiliasi yang bersifat tunneling harus dibangun secara hati-hati karena hukum perseroan pada dasarnya mengenal prinsip tanggung jawab terbatas. Pemegang saham tidak bertanggung jawab secara pribadi atas perikatan yang dibuat atas nama perseroan dan tidak bertanggung jawab atas kerugian perseroan melebihi saham yang dimilikinya.⁶⁴ Prinsip ini penting untuk melindungi kepastian investasi, tetapi tidak boleh dibaca sebagai kekebalan mutlak bagi pemegang saham pengendali. Undang-Undang Perseroan Terbatas membuka pengecualian apabila perseroan digunakan dengan itikad buruk untuk kepentingan pribadi, pemegang saham terlibat dalam perbuatan melawan hukum, atau kekayaan perseroan digunakan secara melawan hukum sehingga perseroan tidak cukup melunasi utangnya.⁶⁵ Dalam konteks tunneling, pengecualian tersebut relevan ketika pemegang saham pengendali memakai kedudukannya untuk mengarahkan transaksi afiliasi yang secara formal dilakukan oleh perseroan, tetapi secara substansial memindahkan nilai ekonomi kepada dirinya atau entitas yang berada dalam kontrolnya.⁶⁶

Tanggung jawab pemegang saham pengendali tidak dapat disamakan begitu saja dengan tanggung jawab direksi atau dewan komisaris, sebab pengendali sering bekerja melalui pengaruh, persetujuan, struktur kepemilikan, atau dominasi dalam RUPS. Direksi mungkin menjadi pihak yang menandatangani transaksi, komisaris mungkin gagal mengawasi, tetapi sumber kepentingan ekonomi dalam transaksi tunneling dapat berada pada pemegang saham pengendali. Karena itu, konstruksi pertanggungjawaban harus melihat hubungan antara kekuasaan kontrol, arahan terhadap organ perseroan, manfaat yang diterima pengendali, dan kerugian yang ditanggung perseroan atau pemegang saham minoritas.⁶⁷ Gilson dan Gordon menyebut kebutuhan hukum perusahaan dalam perusahaan terkonsentrasi sebagai upaya “mengendalikan pihak yang mengendalikan”, karena pengendali dapat memengaruhi keputusan perusahaan

⁶⁴ Indonesia, *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*, Pasal 3 ayat (1). BPK mencatat UU Perseroan Terbatas sebagai UU Nomor 40 Tahun 2007, berlaku sejak 16 Agustus 2007, dan statusnya telah diubah oleh regulasi Cipta Kerja.

⁶⁵ Indonesia, *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*, Pasal 3 ayat (2). Catatan naratif: Pasal 3 ayat (2) menjadi titik masuk penting untuk menolak penggunaan prinsip tanggung jawab terbatas sebagai perisai bagi pemegang saham yang menyalahgunakan perseroan dengan itikad buruk. Teks pasal tersebut juga tersedia dalam salinan UU Perseroan Terbatas pada laman OJK.

⁶⁶ Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, “Tunneling,” *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 22–27, <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>.

⁶⁷ Luca Enriques, Gerard Hertig, Hideki Kanda, and Mariana Pargendler, “Related-Party Transactions,” in Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017).

tanpa selalu muncul sebagai pelaku langsung.⁶⁸ Pertanggungjawaban pengendali menjadi masuk akal apabila dapat dibuktikan bahwa ia tidak sekadar menjadi pemegang saham pasif, melainkan secara langsung atau tidak langsung mengendalikan struktur transaksi, menyetujui skema yang tidak wajar, atau memperoleh manfaat privat dari transaksi tersebut.⁶⁹

Rezim pasar modal Indonesia sebenarnya telah menyediakan dasar prosedural untuk menahan penyalahgunaan transaksi afiliasi. POJK Nomor 42/POJK.04/2020 mengatur transaksi afiliasi dan transaksi benturan kepentingan, dengan perhatian pada peningkatan perlindungan pemegang saham independen dan kualitas keterbukaan perusahaan terbuka.⁷⁰ Regulasi ini perlu dibaca bersama POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang transaksi material dan perubahan kegiatan usaha, serta POJK Nomor 15/POJK.04/2020 tentang RUPS perusahaan terbuka, karena transaksi afiliasi yang bernilai signifikan atau mengandung benturan kepentingan sering membutuhkan pengumuman, penilaian, dan/atau persetujuan melalui mekanisme korporasi yang melibatkan pemegang saham.⁷¹ Namun, prosedur tersebut tidak boleh menjadi tameng formal bagi transaksi yang secara ekonomi tetap ekspropriatif. Kepatuhan berupa pengumuman, laporan penilai, atau persetujuan RUPS tidak otomatis membersihkan transaksi apabila prosesnya dikendalikan pengendali, informasi material disajikan tidak lengkap, atau nilai transaksi tidak mencerminkan kewajaran pasar.⁷²

Ukuran pertanggungjawaban pemegang saham pengendali harus ditarik dari uji substantif terhadap transaksi, bukan hanya dari ada atau tidaknya hubungan afiliasi. Setidaknya terdapat beberapa indikator yang perlu dibuktikan: pertama, adanya posisi kontrol yang memungkinkan pengendali memengaruhi keputusan perseroan; kedua, adanya transaksi dengan pihak yang memiliki

⁶⁸ Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders," *University of Pennsylvania Law Review* 152 (2003): 785–843.

⁶⁹ Alexander Dyck and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," *Journal of Finance* 59, no. 2 (2004): 537–600, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>. Catatan naratif: konsep *private benefits of control* membantu menjelaskan mengapa pengendali dapat terdorong menggunakan transaksi korporasi untuk memperoleh manfaat yang tidak sebanding dengan hak ekonominya.

⁷⁰ Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan* (Jakarta: OJK, 2020). Laman OJK mencatat POJK 42/POJK.04/2020 sebagai regulasi pasar modal mengenai transaksi afiliasi dan transaksi benturan kepentingan.

⁷¹ Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha* (Jakarta: OJK, 2020); Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 15/POJK.04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan RUPS Perusahaan Terbuka* (Jakarta: OJK, 2020). OJK mencatat POJK 17/2020 sebagai regulasi transaksi material dan POJK 15/2020 sebagai regulasi RUPS perusahaan terbuka.

⁷² Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "The Law and Economics of Self-Dealing," *Journal of Financial Economics* 88, no. 3 (2008): 430–465, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>.

hubungan afiliasi atau kepentingan ekonomi dengan pengendali; ketiga, adanya ketidakwajaran harga, syarat, jaminan, risiko, atau manfaat transaksi; keempat, adanya kerugian atau potensi kerugian bagi perseroan dan pemegang saham minoritas; kelima, adanya manfaat privat yang diterima pengendali atau pihak terafiliasi.⁷³ Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer menempatkan perlindungan terhadap self-dealing pada tiga instrumen utama, yaitu keterbukaan, persetujuan, dan penegakan melalui gugatan.⁷⁴ Jika ketiga instrumen ini hanya berjalan formal, transaksi tunneling tetap dapat lolos sebagai tindakan korporasi yang sah di permukaan. Oleh sebab itu, standar pertanggungjawaban harus menilai apakah transaksi tersebut benar-benar melayani kepentingan perseroan atau justru menjadi mekanisme pengalihan nilai dari pemegang saham publik kepada pengendali.⁷⁵

Bentuk pertanggungjawaban pemegang saham pengendali dapat dibangun melalui beberapa jalur. Jalur pertama adalah pertanggungjawaban perdata, terutama apabila tindakan pengendali memenuhi unsur perbuatan melawan hukum atau penyalahgunaan badan hukum perseroan untuk kepentingan pribadi. Jalur kedua adalah mekanisme hukum perseroan, termasuk gugatan pemegang saham apabila tindakan perseroan dianggap tidak adil dan tanpa alasan wajar sebagai akibat keputusan RUPS, direksi, atau dewan komisaris.⁷⁶ Jalur ketiga adalah pertanggungjawaban administratif dalam rezim pasar modal apabila emiten atau pihak terkait melanggar kewajiban keterbukaan, prosedur transaksi afiliasi, transaksi benturan kepentingan, atau transaksi material.⁷⁷ Jalur-jalur ini tidak harus dibaca secara terpisah. Dalam kasus tunneling, pelanggaran administratif dapat menjadi pintu awal untuk menunjukkan adanya transaksi yang tidak transparan, sedangkan gugatan perdata dapat dipakai untuk menuntut

⁷³ Vladimir Atanasov, Bernard Black, and Conrad S. Ciccotello, "Unbundling and Measuring Tunneling," *University of Illinois Law Review* 2014, no. 5 (2014): 1697–1738.

⁷⁴ Djankov et al., "The Law and Economics of Self-Dealing," 430–465. Catatan naratif: kerangka disclosure, approval, dan litigation dalam artikel ini berguna untuk membaca kelemahan perlindungan minoritas jika transaksi afiliasi hanya diumumkan, tetapi tidak diuji secara substantif.

⁷⁵ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights* (Paris: OECD Publishing, 2012); OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023* (Paris: OECD Publishing, 2023).

⁷⁶ Indonesia, *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*, Pasal 61 ayat (1). Pasal ini memberi hak kepada setiap pemegang saham untuk mengajukan gugatan terhadap perseroan apabila dirugikan karena tindakan perseroan yang dianggap tidak adil dan tanpa alasan wajar sebagai akibat keputusan RUPS, direksi, dan/atau dewan komisaris.

⁷⁷ Otoritas Jasa Keuangan, *POJK Nomor 42/POJK.04/2020*; Otoritas Jasa Keuangan, *POJK Nomor 17/POJK.04/2020*; Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik* (Jakarta: OJK, 2015). BPK mencatat POJK 42/2020 berlaku sejak 2 Juli 2020, sedangkan POJK 17/2020 berlaku sejak 21 April 2020.

pemulihan kerugian apabila terbukti terdapat pengalihan nilai kepada pengendali.⁷⁸

Rekonstruksi pertanggungjawaban pemegang saham pengendali seharusnya diarahkan pada penguatan uji kewajaran substantif dan pembatasan dominasi pengendali dalam proses persetujuan transaksi. OJK perlu memastikan bahwa transaksi afiliasi yang berisiko tunneling tidak hanya diuji melalui kelengkapan dokumen, tetapi juga melalui kejelasan manfaat bisnis bagi perseroan, independensi penilai, keterbukaan ultimate beneficial owner, dan kualitas persetujuan pemegang saham independen. Perseroan terbuka juga perlu memperkuat peran komite audit, komisaris independen, dan mekanisme *majority of minority approval* agar transaksi yang melibatkan pengendali tidak diputus oleh pihak yang memiliki kepentingan ekonomi langsung.⁷⁹ Dalam kerangka ini, pemegang saham pengendali dapat dimintai pertanggungjawaban apabila ia terbukti menggunakan kontrol untuk mengarahkan, menyetujui, membiarkan, atau memperoleh manfaat dari transaksi afiliasi yang tidak wajar dan merugikan perseroan. Tanpa konstruksi seperti ini, hukum transaksi afiliasi hanya akan menjadi mekanisme kepatuhan administratif, sementara praktik tunneling tetap berjalan melalui desain transaksi yang tampak legal tetapi merusak perlindungan pemegang saham minoritas.⁸⁰

Conclusion

Transaksi afiliasi pada perseroan terbuka dapat dikualifikasikan sebagai *tunneling* apabila digunakan untuk mengalihkan aset, keuntungan, peluang bisnis, atau manfaat ekonomi perseroan kepada pemegang saham pengendali maupun pihak terafiliasi secara tidak wajar sehingga merugikan perseroan dan pemegang saham minoritas. Penilaiannya tidak hanya didasarkan pada adanya hubungan afiliasi, tetapi juga pada kewajaran harga dan syarat transaksi, tujuan bisnis yang nyata, proporsionalitas manfaat dan risiko, keterbukaan informasi, serta independensi proses persetujuan. Apabila transaksi yang secara formal sah ternyata menjadi sarana ekspropriasi, maka pemegang saham pengendali dapat dimintai

⁷⁸ M. Yahya Harahap, *Hukum Perseroan Terbatas* (Jakarta: Sinar Grafika, 2016); Ridwan Khairandy, *Hukum Perseroan Terbatas* (Yogyakarta: FH UII Press, 2014).

⁷⁹ Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, "Independent Directors and Controlling Shareholders," *University of Pennsylvania Law Review* 165 (2017): 1271–1315; OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. Catatan naratif: persetujuan pemegang saham independen penting karena transaksi yang melibatkan pengendali tidak boleh diputus melalui suara pihak yang justru memiliki kepentingan dalam transaksi tersebut.

⁸⁰ Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, and Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017); Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders," 785–843.

pertanggungjawaban berdasarkan penyalahgunaan posisi kontrol, pengaruh terhadap keputusan perseroan, manfaat privat yang diperoleh, dan kerugian yang ditimbulkan. Meskipun prinsip tanggung jawab terbatas tetap berlaku, prinsip tersebut tidak dapat digunakan untuk melindungi tindakan beritikad buruk. Oleh karena itu, efektivitas perlindungan hukum memerlukan penguatan uji kewajaran substantif, persetujuan pemegang saham independen, pengawasan OJK, independensi penilai, keterbukaan *ultimate beneficial owner*, serta penerapan tanggung jawab perdata maupun administratif terhadap pengendali yang terbukti menggunakan transaksi afiliasi sebagai instrumen *tunneling*.

Suggestion

OJK perlu memperkuat pengawasan terhadap transaksi afiliasi pada perseroan terbuka dengan tidak hanya menilai kelengkapan prosedur, tetapi juga menguji kewajaran substantif transaksi, independensi penilai, keterbukaan hubungan afiliasi, manfaat bisnis bagi perseroan, serta potensi kerugian bagi pemegang saham minoritas. Perseroan terbuka juga perlu memperkuat peran komisaris independen, komite audit, dan pemegang saham independen agar transaksi yang melibatkan pemegang saham pengendali tidak diputus melalui proses yang dikendalikan oleh pihak yang berkepentingan. Pemegang saham pengendali harus dapat dimintai pertanggungjawaban apabila terbukti menggunakan pengaruhnya untuk mengarahkan, menyetujui, atau memperoleh manfaat dari transaksi afiliasi yang tidak wajar dan merugikan perseroan. Tanpa penguatan tersebut, POJK transaksi afiliasi berisiko hanya menjadi mekanisme kepatuhan administratif, sementara praktik *tunneling* tetap berjalan melalui transaksi yang tampak sah secara formal tetapi ekspropriatif secara ekonomi.

References

Book

- Bainbridge, Stephen M. (2020). *Corporate Law*. 4th ed. St. Paul: Foundation Press.
- Bebchuk, Lucian A., Reinier Kraakman and George Triantis. (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights. In Randall K. Morck, ed., *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press.
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.
- Enriques, Luca, Gerard Hertig, Hideki Kanda and Mariana Pargendler. (2017). Related-Party Transactions. In Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt,

- Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe and Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press.
- Harahap, M. Yahya. (2016). *Hukum Perseroan Terbatas*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Ibrahim, Johnny. (2006). *Teori dan Metodologi Penelitian Hukum Normatif*. Malang: Bayumedia Publishing.
- Khairandy, Ridwan. (2014). *Hukum Perseroan Terbatas*. Yogyakarta: FH UII Press.
- Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe and Edward Rock. (2017). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press.
- Marzuki, Peter Mahmud. (2017). *Penelitian Hukum*. Jakarta: Kencana.
- Soekanto, Soerjono and Sri Mamudji. (2015). *Penelitian Hukum Normatif: Suatu Tinjauan Singkat*. Jakarta: Rajawali Pers.

Online Journal

- Atanasov, Vladimir, Bernard Black and Conrad S. Ciccotello. (2014). Unbundling and Measuring Tunneling. *University of Illinois Law Review*. 2014. 5. 1697–1738.
- Bebchuk, Lucian A. and Assaf Hamdani. (2017). Independent Directors and Controlling Shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*. 165. 1271–1315.
- Bertrand, Marianne, Paras Mehta and Sendhil Mullainathan. (2002). Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. *Quarterly Journal of Economics*. 117. 1. 121–148. <https://doi.org/10.1162/003355302753399463>
- Cheung, Yan-Leung, Lihua Jing, Tong Lu, P. Raghavendra Rau and Aris Stouraitis. (2009). Tunneling and Propping Up: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies. *Pacific-Basin Finance Journal*. 17. 3. 372–393. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.10.001>
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan and Larry H. P. Lang. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*. 57. 6. 2741–2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. (2008). The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics*. 88. 3. 430–465. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
- Dyck, Alexander and Luigi Zingales. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*. 59. 2. 537–600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>

- Enriques, Luca. (2014). Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges. *European Corporate Governance Institute Law Working Paper*. 267.
- Faccio, Mara, Larry H. P. Lang and Leslie Young. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*. 91. 1. 54-78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- Gilson, Ronald J. and Jeffrey N. Gordon. (2003). Controlling Controlling Shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*. 152. 785-843.
- Gordon, Elizabeth A., Elaine Henry and Darius Palia. (2004). Related Party Transactions and Corporate Governance. *Advances in Financial Economics*. 9. 1-27.
- Goshen, Zohar and Assaf Hamdani. (2016). Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *Yale Law Journal*. 125. 560-617.
- Hutchinson, Terry and Nigel Duncan. (2012). Defining and Describing What We Do: Doctrinal Legal Research. *Deakin Law Review*. 17. 1. 83-119.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3. 4. 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. (2000). Tunneling. *American Economic Review*. 90. 2. 22-27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*. 54. 2. 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*. 58. 1-2. 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Nenova, Tatiana. (2003). The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*. 68. 3. 325-351.
- Ryngaert, Michael and Shawn Thomas. (2012). Not All Related Party Transactions Are the Same: Ex Ante versus Ex Post RPTs. *Journal of Accounting Research*. 50. 3. 845-882.
- Sari, Ratna Candra and Zaki Baridwan. (2014). Current Asset Tunneling and Firm Performance in an Emerging Market. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. 11. 2. 165-176.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 52. 2. 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

- Utama, Cynthia Afriani. (2015). Penentu Besaran Transaksi Pihak Berelasi: Tata Kelola, Tingkat Pengungkapan, dan Struktur Kepemilikan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. 12. 1. 37–54. <https://doi.org/10.21002/jaki.2015.03>
- Utama, Cynthia A. and Sidharta Utama. (2014). Corporate Governance, Size and Disclosure of Related Party Transactions, and Firm Value: Indonesia Evidence. *International Journal of Disclosure and Governance*. 11. 4. 341–365.

Reports, Standards, and Guidelines

- OECD. (2012). *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264168008-en>
- OECD. (2023). *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>

Legislation

- Indonesia. (1995). *Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64.
- Indonesia. (2007). *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2007 Nomor 106.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2015). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2018). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 15/POJK.04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham Perusahaan Terbuka*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.