



Fair Value Determination for Minority Shareholder Appraisal Rights: Comparative Indonesia and Singapore

Penentuan Fair Value Appraisal Rights Pemegang Saham Minoritas: Perbandingan Indonesia dan Singapura

Adin Pramudito Nugroho

Faculty of Law, University of Indonesia, Indonesia

Article Info

Corresponding Author:

Adin Pramudito Nugroho

✉ adinpramudito@gmail.com

History:

Submitted: 30-04-2026

Revised: 25-05-2026

Accepted: 30-05-2026

Keyword:

Appraisal Right; Fair Value; Minority Discount; Commercial Fairness; Oppression Remedy.

Kata Kunci:

Hak Appraisal; Nilai Wajar; Diskon Minoritas; Keadilan Komersial; Pemulihan Penindasan.

Abstract

Indonesian corporate law formally recognizes minority shareholder appraisal rights but lacks methodological parameters for fair value determination, rendering statutory protections completely ineffective against majority shareholder oppression. This study conducts normative legal research utilizing statutory, conceptual, and comparative approaches to effectively contrast Indonesian regulations with Singaporean jurisprudence and global corporate valuation standards. Results reveal that Singapore proactively replaces statutory appraisal rights with comprehensive oppression remedies, empowering courts to strictly enforce commercial fairness via mandatory buyouts that absolutely prohibit minority discounts. In stark contrast, Indonesia's existing normative void systemically facilitates structural asymmetry and massive wealth appropriation. To fix this legal vacuum, Indonesia must rapidly reconstruct its corporate litigation framework by statutorily adopting established commercial fairness doctrines. Legislators must explicitly mandate binding judicial guidelines requiring independent financial valuers and formally abolish all minority discount applications. This vital systemic integration will successfully elevate domestic corporate governance toward superior global dispute resolution quality and justice.

Abstrak

Hukum korporasi Indonesia formal mengakui hak appraisal pemegang saham minoritas namun defisit parameter metodologis untuk penentuan harga wajar, membuat perlindungan statutoris ini sama sekali tak efektif melawan penindasan pemegang saham mayoritas. Studi ini menjalankan riset hukum normatif memakai pendekatan regulasi, konseptual, dan komparatif guna efektif mengontraskan aturan Indonesia dengan yurisprudensi Singapura serta standar valuasi korporasi global. Hasil menunjukkan Singapura proaktif mengganti hak appraisal statutoris dengan instrumen pemulihan penindasan komprehensif, memberdayakan peradilan guna ketat menegakkan keadilan komersial via pembelian wajib yang mutlak melarang diskon minoritas. Berbanding terbalik, kekosongan normatif eksisting Indonesia sistemik memfasilitasi asimetri struktural serta perampasan kekayaan masif. Guna menambal vakum hukum ini, Indonesia wajib cepat merombak kerangka litigasi korporasinya lewat adopsi statutoris atas doktrin keadilan komersial mapan. Legislator harus eksplisit mewajibkan pedoman yudisial mengikat yang mensyaratkan penilai finansial independen dan formal menghapus seluruh aplikasi diskon minoritas. Integrasi sistemik esensial ini akan sukses mengangkat kualitas resolusi sengketa global dan keadilan.



Copyright: © 2026 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY SA).

<https://doi.org/10.65101/nusantara.v2i1.325>

A. PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Perseroan Terbatas sebagai entitas hukum artifisial beroperasi di atas fondasi persekutuan modal, yang secara inheren melahirkan struktur kekuasaan berbasis proporsi kepemilikan saham. Dinamika fundamental ini mengesahkan prinsip supremasi mayoritas (*majority rule*), di mana pemegang saham pengendali memiliki otoritas absolut dalam mengarahkan kebijakan strategis korporasi, termasuk restrukturisasi berskala makro seperti penggabungan, peleburan, pengambilalihan, atau pemisahan.

Meskipun prinsip ini merupakan keniscayaan dalam arsitektur demokrasi korporasi, dominasi tanpa batas kerap kali berujung pada eksploitasi dan tirani mayoritas (*majority oppression*) yang mencederai kepentingan ekonomi pemegang saham minoritas secara mikro. Ketegangan norma (*clash of norms*) yang tajam terjadi ketika rasionalitas bisnis untuk mengekspansi perseroan berbenturan secara diametral dengan hak asasi ekonomi dan keadilan distributif yang sejatinya melekat pada pemegang saham minoritas.¹

Untuk memitigasi ketimpangan struktural dan bahaya apropriasi nilai tersebut, hukum perusahaan modern mengonstruksikan mekanisme jalan keluar (*exit mechanism*) yang secara universal dikenal sebagai *appraisal right*. Instrumen ini memberikan hak fundamental bagi pemegang saham minoritas yang menolak keputusan strategis perseroan untuk menuntut agar sahamnya dibeli kembali oleh perseroan dengan "harga wajar" (*fair value*). Di Indonesia, eksistensi *appraisal right* ditegaskan secara normatif dalam Pasal 62 juncto Pasal 126 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT).²

Namun, implementasi pasal ini diwarnai oleh kekosongan hukum yang teramat fatal: ketiadaan parameter metodologis maupun kerangka yurisprudensi mengenai definisi, batasan, dan formulasi matematis dari *fair value* atau harga wajar tersebut. Kekosongan normatif ini terbukti melahirkan sengketa yang berlarut-larut, sebagaimana tercermin dalam kebuntuan negosiasi (*deadlock*) pada putusan-putusan pengadilan maupun intervensi ekstra-yudisial dalam kasus restrukturisasi perbankan di Indonesia, di mana disparitas valuasi antara minoritas dan perseroan mengakibatkan ketidakpastian

¹ Dwi Rahmawati et al., "Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas," *Iuris Studia: Jurnal Kajian Hukum* 2, no. 1 (June 30, 2021): 34–48, <https://doi.org/10.55357/is.v2i1.76>.

² "Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (UUPT)" (2007).

hukum yang persisten.

Dalam diskursus akademis kontemporer yang berupaya mengurai problematika perlindungan pemegang saham minoritas, pemetaan literatur terdahulu (*state of the art*) menunjukkan adanya polarisasi fokus kajian yang terbagi ke dalam dua kutub utama. Kelompok pertama berfokus pada mekanisme perlindungan prosedural dan struktural. Rahmawati dkk menitikberatkan pada mekanisme pengawasan melalui instrumen pemeriksaan perseroan (*enquete recht*) berdasarkan Pasal 138 UUPT dengan menganalisis kasus PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk, serta mengkorelasikannya dengan derivasi keadilan distributif.³ Sejalan dengan hal tersebut, Wardani dkk mengajukan argumentasi bahwa penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) adalah panacea atas lemahnya implementasi perlindungan minoritas,⁴ sementara Putri & Al Farisi mengeksplorasi perbandingan *derivative action* antara Indonesia dan Korea Selatan sebagai tameng terhadap kelalaian direksi.⁵

Kelompok kedua mulai menyentuh aspek perlindungan substantif dan anomali perseroan tertutup. Kohar & Dewi membedah fenomena penyalahgunaan hak pada perusahaan keluarga di Indonesia, mengidentifikasi bahwa ketiadaan doktrin *abuse of rights* (*abus de majorité*) secara eksplisit dalam UUPT secara sistematis memarginalkan posisi minoritas.⁶ Takke kemudian memberikan fondasi komparatif yang tajam dengan membenturkan pendekatan normatif-prosedural Indonesia dengan pendekatan substantif Singapura melalui instrumen *oppression remedy* (Section 216 *Companies Act*) yang berbasis *commercial fairness*.⁷ Lebih jauh, Iida mengelevasi diskursus ini ke tingkat global dengan membedah secara empiris bagaimana yurisdiksi maju seperti Delaware (Amerika Serikat) dan Jepang merespons perdebatan mengenai inklusi atau eksklusi

³ Rahmawati et al., "Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas."

⁴ Theresia N. A Wardani et al., "Perlindungan Hak Pemegang Saham Minoritas Dalam Perseroan Terbatas: Analisis Terhadap Implementasi Ketentuan UU Perseroan Terbatas Dalam Keadilan Dan Kepastian Hukum Di Lingkungan Bisnis Modern," *Jurnal Ilmu Hukum, Humaniora Dan Politik* 5, no. 4 (May 9, 2025): 3674–86, <https://doi.org/10.38035/jihhp.v5i4.4534>.

⁵ Melisa Dwi Putri and Muhammad Fahmi Reksa Al Farisi, "Comparison of Derivative Action Regulations in Indonesia and South Korea in Providing Legal Protection for Minority Shareholders," *Istinbath: Jurnal Hukum* 21, no. 02 (November 14, 2024): 40–54, <https://doi.org/10.32332/istinbath.v21i02.9849>.

⁶ Fiona Priscilia Kohar and Yetty Komalasari Dewi, "Abuse of Rights by Majority Shareholders in Indonesian Family-Owned Company: Is It Likely?," *Sriwijaya Law Review* 6, no. 2 (January 31, 2021): 29–41, <https://doi.org/10.28946/slrev.Vol5.Iss1.887.pp29-41>.

⁷ Shareen Virgita Septalia Takke, "Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas Terhadap Penyalahgunaan Kekuasaan Pemegang Saham Mayoritas Di Indonesia Dan Singapura," *Media Hukum Indonesia (MHI)* 4, no. 1 (2025): 509–12, <https://ojs.daarulhuda.or.id/index.php/MHI/article/view/2794>.

variabel "sinergi" dalam kalkulasi *fair value* pada sengketa *appraisal right*.⁸

Berdasarkan sintesis tematik dengan mendialogkan seluruh literatur mutakhir tersebut, ditemukan sebuah titik buta (*blind spot*) yang sangat signifikan dalam diskursus hukum korporasi nasional. Kajian-kajian sebelumnya mayoritas terjebak pada analisis perlindungan hak minoritas pada tataran prosedural, kepatuhan tata kelola, atau sebatas doktrin *oppression* secara general, namun gagal mendialogkan irisan krusial antara doktrin peradilan hukum perusahaan dan ilmu keuangan perusahaan (*corporate finance*), secara khusus mengenai konstruksi yuridis-ekonomis penentuan *fair value*. Kesenjangan teoretis dan empiris ini membiarkan masalah valuasi seperti penerapan *minority discount* tidak tersentuh oleh pisau analisis hukum.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang mayoritas berfokus pada efektivitas perlindungan prosedural (seperti *derivative action* dan *enquete recht*) atau tata kelola manajerial, penelitian ini menawarkan pendekatan baru dengan membedah secara analitis anatomi penentuan *fair value* dan metodologi valuasi ekonomi dalam pelaksanaan *appraisal right* (serta ekuivalensinya) melalui pisau analisis keadilan substantif komersial (*commercial fairness*). Kebaruan komparatif (*comparative novelty*) ini secara spesifik mengurai disparitas antara ketiadaan standar penilaian di Indonesia dengan preskripsi yudisial di Singapura yang secara konsisten mengeliminasi *minority discount*, serta mengonfrontasikannya dengan perdebatan nilai sinergi di yurisdiksi Delaware dan Jepang.

Penelitian ini memajukan argumen utama (*thesis statement*) bahwa kekosongan hukum dalam rezim UUPT terkait definisi, parameter, dan metodologi penentuan "harga wajar" telah mereduksi *appraisal right* di Indonesia menjadi sekadar macan kertas (*paper tiger*), yang secara sistematis memaksa minoritas tunduk pada asimetri negosiasi tanpa pemulihan finansial yang pasti. Oleh karena itu, pengadopsian nilai-nilai substantif dari yurisprudensi Singapura yakni doktrin *commercial fairness* yang mengawinkan valuasi ekonomi independen dengan otoritas yudisial secara preskriptif tanpa diskon minoritas bukanlah sekadar opsi, melainkan kebutuhan mendesak bagi pembaruan hukum Indonesia. Mengintegrasikan instrumen penilaian keuangan yang diakui secara yudisial ke dalam hukum acara merupakan solusi rasional untuk menciptakan iklim investasi yang

⁸ Hidefusa Iida, "How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work?: Lessons from Japan," *Asian Journal of Comparative Law* 18, no. 3 (December 22, 2023): 407-25, <https://doi.org/10.1017/asjcl.2023.22>.

berkeadilan, memitigasi apropriasi nilai ekonomi oleh entitas pengendali, dan menyejajarkan standar hukum korporasi nasional dengan diskursus perlindungan pemegang saham global.

2. Perumusan Masalah

Beranjak dari elaborasi konseptual dan empiris pada latar belakang di atas, rumusan masalah yang menjadi alur pemikiran dan fokus analisis dalam artikel ini diklasifikasikan ke dalam tiga dimensi utama:

- a. Bagaimana problematika struktural dan kekosongan hukum terkait penentuan *fair value* mendelegitimasi efektivitas pelaksanaan *appraisal right* bagi pemegang saham minoritas di Indonesia berdasarkan Undang-Undang Perseroan Terbatas?
- b. Bagaimana yurisprudensi sistem hukum Singapura mengonstruksikan penentuan *fair value* dan meniadakan *minority discount* melalui mekanisme *oppression remedy* guna menghadirkan perlindungan substantif bagi minoritas?
- c. Bagaimana integrasi doktrin *commercial fairness* dan standardisasi valuasi ekonomi dapat direkonstruksi untuk mengelevasi kerangka perlindungan hukum perusahaan di Indonesia menuju standar penyelesaian sengketa global?

3. Metode Penelitian

Guna memecahkan permasalahan hukum yang dikaji secara komprehensif, desain penelitian ini mengadopsi jenis penelitian hukum normatif (doktrinal) yang didukung oleh pendekatan perundang-undangan (*statute approach*), pendekatan konseptual (*conceptual approach*), dan pendekatan perbandingan (*comparative approach*). Pemilihan metodologi ini didasarkan pada justifikasi analitis bahwa pengujian atas efektivitas konsep *fair value* tidak dapat dilepaskan dari pembacaan dogmatis terhadap teks hukum positif yang kemudian dikonfrontasikan dengan bekerjanya hukum dalam peradilan, serta diperkaya melalui komparasi rezim hukum asing untuk menemukan konstruksi ideal.⁹

⁹ Terry Hutchinson, "Doctrinal Research," in *Research Methods in Law* (London: Routledge, 2025), 8–38, <https://doi.org/10.4324/9781032710372-2>.

Sumber bahan hukum disusun secara hierarkis dan terperinci. Bahan hukum primer mencakup regulasi korporasi sentral, yakni Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) dari Indonesia, dan *Singapore Companies Act 1967* (Chapter 50) dari Singapura. Analisis primer juga melibatkan pembedahan putusan pengadilan yang krusial, seperti Kasus PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk (Putusan MA Nomor 3017 K/Pdt/2011) di Indonesia, serta putusan *landmark* di Singapura yakni *Sakae Holdings Ltd, Ng Kek Wee v Sim City Technology Ltd*, dan *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd*.¹ Bahan hukum sekunder diekstraksi dari artikel jurnal primer dalam kurun waktu lima tahun terakhir yang relevan dengan diskursus *appraisal right*, *oppression remedy*, dan hukum keuangan perusahaan.

Teknik pengumpulan bahan hukum dilaksanakan melalui studi kepustakaan (*library research*) yang memverifikasi koherensi doktrinal antar-yurisdiksi. Pada tahap akhir, teknik analisis hukum yang dioperasikan adalah silogisme deduktif dipadukan dengan metode penafsiran sistematis dan teleologis. Proses ini mendialogkan norma hukum yang pasif dengan realitas putusan pengadilan dan teori ekonomi korporasi, untuk membedah akar permasalahan asimetri kekuasaan, menyingkap celah perlindungan, dan secara preskriptif merumuskan argumentasi penyelesaian yang berdimensi global bagi pembaruan hukum perusahaan di Indonesia.

B. PEMBAHASAN

1. Dekonstruksi Problematika Fair Value dan Reduksi Appraisal Right dalam Hukum Perusahaan Indonesia

Kerangka arsitektur hukum perusahaan di Indonesia menempatkan mekanisme perlindungan bagi pemegang saham minoritas melalui serangkaian instrumen yang sangat kental dengan pendekatan prosedural-normatif. Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) secara formal memuat derivasi prinsip keadilan distributif yang dirancang sebagai katup pengaman terhadap dominasi pemegang saham mayoritas. Salah satu pengejawantahan paling strategis dari prinsip perlindungan ini adalah *appraisal right* yang diatur secara korelatif dalam Pasal 62 juncto Pasal 126 UUPT.¹⁰

¹⁰ Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT).

Ketentuan ini secara eksplisit mengonstruksikan hak prerogatif bagi setiap pemegang saham yang menolak keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang bersifat fundamental seperti penggabungan, peleburan, pengambilalihan, pemisahan, perubahan substansial anggaran dasar, atau pengalihan kekayaan perseroan yang melebihi 50% kekayaan bersih untuk menuntut agar sahamnya dibeli kembali oleh perseroan dengan "harga yang wajar". Doktrin ini diperkuat oleh penjelasan Pasal 126 UUPT yang mengamanatkan bahwa setiap aksi restrukturisasi korporasi tidak dapat dilegitimasi jika berpotensi merugikan kepentingan minoritas.¹¹

Namun demikian, hasil analisis kritis membuktikan bahwa implementasi *appraisal right* di Indonesia mengalami degradasi fungsi dan reduksi makna yang parah akibat ketiadaan parameter substantif mengenai apa yang membentuk "harga wajar" tersebut. Berbeda dengan yurisdiksi yang memiliki preseden hukum korporasi yang matang, UUPT terjebak pada abstraksi teks dan sama sekali tidak menyediakan panduan metodologis valuasi keuangan (*valuation methodology*). Hukum positif Indonesia diam terkait apakah harga wajar harus merefleksikan nilai buku historis (*Price to Book Value/PBV*), nilai pasar bursa (*market capitalization*), atau nilai intrinsik berdasarkan proyeksi arus kas masa depan yang didiskontokan (*Discounted Cash Flow/DCF*).¹² Kekosongan regulasi ini menciptakan ruang hampa interpretasi yang pada praktiknya dieksploitasi secara sistematis oleh pemegang saham pengendali, yang secara struktural memiliki kontrol absolut atas aliran informasi, pembukuan, dan manajemen sumber daya perseroan.

Fenomena ketegangan norma dan kebuntuan hukum akibat ketiadaan definisi *fair value* secara empiris dapat ditelusuri secara mendalam melalui sengketa akuisisi dan merger perbankan yang dipicu oleh regulasi *Single Presence Policy* (Kebijakan Kepemilikan Tunggal), yang secara khusus melibatkan PT Bank KEB Indonesia dan PT Bank Hana Indonesia. Dalam kasus ini, struktur kepemilikan sangat timpang: Korea Exchange Bank menguasai 99% saham selaku mayoritas absolut, sementara PT Clemont Finance Indonesia selaku minoritas hanya memiliki 1% saham. Ketika kebijakan fusi digulirkan, minoritas menolak rencana tersebut dan mengaktivasi *appraisal right* sesuai

¹¹ Maya Sari, Abdul Rachmad Budiono, and Hanif Nur Widhiyanti, "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, no. 2 (December 12, 2017): 115–24, <https://doi.org/10.17977/um019v2i22017p115>.

¹² I Kadek Andika Saputra, Johannes Ibrahim Kosasih, and I Nyoman Sujana, "Multiple Interpretations of Determining the Reasonable Price of Shares in the Process of Acquiring Rural Banks (BPR)," in *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 2023, 615–23, https://doi.org/10.2991/978-2-38476-180-7_66.

Pasal 62 UUPt. Namun, hukum perdata korporasi menemui jalan buntu ketika PT Bank KEB menawarkan kompensasi pembelian saham berbasis nilai buku (sekitar Rp 933 juta per lembar) berdasarkan laporan keuangan historis.¹³ Di sisi lain, minoritas secara mutlak menolak valuasi PBV tersebut dan menuntut valuasi penggandaan yang mencerminkan hilangnya ekspektasi imbal hasil, dengan dalih faktual bahwa mereka tidak pernah menerima pembayaran dividen selama periode kepemilikan.

Kebuntuan dalam kasus Bank KEB-Hana ini menguliti setidaknya tiga cacat struktural yang akut dalam rezim UUPt. Pertama, secara tekstual Pasal 126 UUPt menyebutkan bahwa permohonan *appraisal right* dari minoritas yang tidak setuju tidak dapat menghentikan proses pelaksanaan merger. Konsekuensi logisnya, posisi tawar minoritas terdegradasi ke titik nadir; transaksi makro perseroan tetap berjalan dan minoritas dipaksa keluar (*freeze-out* atau *squeeze-out*) tanpa adanya instrumen penahan (*injunction*) hingga harga wajar disepakati.¹⁴ Kedua, absennya mekanisme adjudikasi yang efisien untuk melerai sengketa valuasi. Meski secara doktrinal sengketa ini dapat dilarikan ke Pengadilan Negeri berdasarkan Pasal 61 UUPt, sistem peradilan perdata Indonesia tidak mengadopsi prosedur peradilan valuasi khusus yang kapabel (berbeda dengan *Appraisal Proceeding* pada *Court of Chancery* di Delaware yang secara cepat menunjuk ahli valuasi independen).¹⁵

Ketiga, resolusi dari sengketa Bank KEB-Hana pada akhirnya sama sekali tidak bersandar pada mekanisme yang disediakan UUPt. Solusi justru lahir dari intervensi ekstra-yudisial yang dilakukan oleh Bank Indonesia selaku otoritas pengawas, yang melakukan tekanan diskresioner dengan menahan persetujuan izin merger hingga pihak bank menyerah dan membayar harga saham sesuai tuntutan minoritas. Preseden ini mengafirmasi bahwa UUPt gagal menghadirkan kepastian hukum dalam *appraisal right*, sehingga perlindungan hak kepemilikan harus mengemis pada tawar-menawar politik-regulasi yang berada jauh di luar yurisdiksi hukum perdata perseroan.¹⁶

¹³ Anandiaz Raditya Priandhana, Paramita Pranangtyas, and Siti Mahmudah, "Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dalam Merger Perbankan Berdasarkan Single Presence Policy (Studi Kasus Pada PT. Bank KEB Indonesia Dan PT. Bank Hana Indonesia)," *Diponegoro Law Journal*, 5, no. 40 (2016): 1–20, <https://doi.org/10.14710/dlj.2016.13743>.

¹⁴ Assaf Hamdani, Beni Lauterbach, and Yevgeny Mugeran, "Reservation Prices in Shareholders' Response to Freeze-out Tender Offers," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 64 (January 2020): 101160, <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.101160>.

¹⁵ Kohar and Dewi, "Abuse of Rights by Majority Shareholders in Indonesian Family-Owned Company: Is It Likely?"

¹⁶ Iida, "How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work?: Lessons from Japan."

Kelemahan patologis pendekatan normatif-prosedural UUPT juga terbukti tidak hanya dalam *appraisal right*, melainkan menyebar pada instrumen litigasi korporasi lainnya, seperti *enquete recht* (hak pemeriksaan perseroan) dalam Pasal 138 UUPT. Kasus PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk (SLJ) menjadi yurisprudensi yang mengekspos betapa minoritas publik (dengan kepemilikan kolektif 13,78%) harus menempuh jalur litigasi yang luar biasa panjang hingga membuahkan Putusan Mahkamah Agung Nomor 3017 K/Pdt/2011. Minoritas mendalilkan adanya tindakan melawan hukum yang merugikan perseroan, seperti pemberian pinjaman tanpa agunan kepada anak usaha (PT Sumalindo Hutani Jaya) sebesar Rp 140,2 miliar melalui instrumen *Zero Coupon Bond*, serta transfer aset *inbreg* yang tidak transparan tanpa persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB). Walaupun MA memenangkan minoritas karena ambang batas legal 1/10 kepemilikan terpenuhi secara kuantitatif, kemenangan tersebut semata-mata bersifat prosedural administratif (hak untuk diperiksa). Tidak ada pemulihan ekonomi (*economic restitution*) atau kompensasi kerugian langsung yang otomatis jatuh ke tangan minoritas.^{17,18}

Bahkan pada konteks perusahaan tertutup berskala keluarga (*family-owned company*), penafsiran hakim sering kali mengalami disorientasi karena ketiadaan panduan doktrinal atas penindasan mayoritas (*majority oppression*). Dalam putusan sengketa antara Jhon Kumala melawan PT Karya Lestari Makmur, serta Conal Kanginan melawan Fadjar Kanginan, pengadilan mengabulkan gugatan minoritas atas dasar perbuatan melawan hukum (penahanan dividen dan dilusi saham sewenang-wenang).^{19,20}

Namun, seperti yang dianalisis oleh Kohar & Dewi, pengadilan kerap salah menerapkan basis gugatan (menggunakan Pasal 61 UUPT yang sejatinya untuk gugatan terhadap perseroan, bukan Pasal 3 ayat 2 untuk gugatan tanggung jawab pribadi mayoritas), dan ganti rugi yang dikabulkan seringkali direduksi secara sepihak di bawah nilai valuasi kerugian aktual minoritas.²¹

¹⁷ “Putusan Mahkamah Agung Nomor 3017 K/Pdt/2011, Tanggal 12 September 2012, Antara PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk Melawan Deddy Hartawan Jamin, Dkk” (2012).

¹⁸ Lintang Caesar Pangestu, Zakiah Noer, and Dara, “Perlindungan Terhadap Pemegang Saham Minoritas Berdasarkan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas,” *Judge: Jurnal Hukum* 6, no. 7 (February 7, 2026): 2101–8, <https://doi.org/10.54209/judge.v6i07.2067>.

¹⁹ “Putusan Mahkamah Agung Nomor 2108 K/Pdt/2015, Tanggal 25 November 2015, Antara Jhon Kumala Melawan PT Karya Lestari Makmur” (2015).

²⁰ “Putusan Pengadilan Negeri Surabaya Nomor 737/Pdt.G/2014/PN.Sby, Tanggal 2015, Antara Conal Kanginan, Dkk. Melawan Fadjar Kanginan, Dkk (PT Giunco Kota Mas)” (2015).

²¹ Kohar and Dewi, “Abuse of Rights by Majority Shareholders in Indonesian Family-Owned Company: Is It Likely?”

Fakta-fakta yudisial ini mengamini tesis Takke yang merumuskan bahwa instrumen hukum korporasi di Indonesia terjebak pada fungsi pengoreksian pelanggaran formil belaka, namun rabun dalam menindaklanjuti ketidakadilan finansial komersial.²² Oleh karenanya, selama parameter *fair value* tidak dikodifikasikan dengan mengawinkan metodologi keuangan dan peradilan, *appraisal right* di Indonesia hanya akan memfasilitasi ilusi perlindungan.

2. Rekonstruksi Keadilan Substantif: Doktrin Commercial Fairness dan Eksklusi Minority Discount dalam Hukum Singapura

Untuk memecah kebekuan dogmatis hukum perusahaan di Indonesia, pendekatan perbandingan dengan yurisdiksi berbasis *common law* yang memiliki supremasi pasar modal yang canggih, seperti Singapura, menawarkan paradigma alternatif yang revolusioner. Sebuah anomali yang sangat mendasar ketika membedah *Singapore Companies Act 1967* (Chapter 50) adalah bahwa hukum Singapura sesungguhnya tidak mengakui ketentuan *appraisal right* yang bersifat otomatis secara statutoris (*statutory minority buy-out right*) pada saat terjadinya merger, amalgamasi, atau restrukturisasi perusahaan.²³ Hal ini berbeda secara diametral dengan tradisi di yurisdiksi *Commonwealth* lainnya, seperti *Canadian Business Corporations Act* atau regulasi di Selandia Baru yang secara eksplisit memberikan *appraisal right*. Namun, alih-alih membiarkan pemegang saham minoritas terlantar tanpa senjata, Singapura mengonstruksikan proteksi yang jauh lebih holistik, adaptif, dan tajam melalui instrumen ekuitas yang disebut *oppression remedy*, yang secara eksklusif dikodifikasikan dalam Section 216.^{24,25,26}

Section 216 memberikan yurisdiksi dan diskresi absolut bagi Pengadilan Tinggi Singapura untuk membongkar urusan internal korporasi dan mengintervensi resolusi tata kelola apabila tindakan perseroan, keputusan direksi, atau manuver pemegang saham mayoritas dieksekusi dengan cara yang menindas (*oppressive*), mengabaikan

²² Takke, "Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas Terhadap Penyalahgunaan Kekuasaan Pemegang Saham Mayoritas Di Indonesia Dan Singapura."

²³ "Singapore Companies Act 1967 (Chapter 50)" (1976), <https://sso.agc.gov.sg/Act-Rev/CoA1967/Published/20211231?DocDate=20061031>.

²⁴ "Canada Business Corporations Act (R.S.C., 1985, c. C-44)" (1985), <https://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/C-44/section-241.html>.

²⁵ Liam Kampen, "Minority Buy-out Rights: Questioning the Right to Exit in New Zealand," *Te Mata Koi: Auckland University Law Review* 29 (January 1, 2023): 265–93.

²⁶ "Section 216 of the Companies Act (Cap. 50)" (1976), <https://sso.agc.gov.sg/Act/CoA1967?ProvIds=pr216->.

kepentingan minoritas (*disregard of interests*), atau mendiskriminasi secara tidak adil (*unfairly discriminatory*). Arsitektur hukum Singapura menolak untuk terjebak pada ketaatan prosedural (*formal compliance*). Sebaliknya, pengadilan memformulasikan standar pengujian berbasis keadilan komersial (*commercial fairness*). Pengadilan secara cerdas mengakui bahwa dalam korporasi terutama pada entitas *private companies* yang hakikatnya merupakan *quasi-partnership* berbasis kepercayaan timbal balik tindakan mayoritas yang di atas kertas tampak mematuhi Anggaran Dasar atau prosedur RUPS tetap dapat diklasifikasikan sebagai *unfair prejudice*. Penindasan ini mencakup praktik pengerdilan secara finansial, seperti penahanan dividen secara sistematis diiringi ekstraksi kekayaan perseroan melalui gaji direksi yang bengkak, eksklusif partisipasi manajemen, atau dilusi saham tanpa urgensi rasionalitas komersial, yang seluruhnya merusak ekspektasi wajar (*legitimate expectations*) minoritas.²⁷

Signifikansi tertinggi dari Section 216 berpusat pada spektrum pemulihan (*remedial spectrum*) yang sangat luas. Merujuk pada rumusan Section 216(2), hakim tidak sebatas memberikan putusan deklaratif, melainkan dapat merekayasa ulang realitas korporasi dengan membatalkan resolusi, menerbitkan ketetapan *injunction*, hingga yang secara statistik paling sering dijatuhkan memerintahkan pemaksaan pembelian kembali saham minoritas (*buy-out order*) oleh pihak yang menindas atau oleh perseroan pada tingkat *fair value*. Dalam skema ini, fungsi Section 216 beroperasi secara fungsional sebagai ekuivalensi *appraisal right* di Indonesia, namun dilengkapi dengan instrumen paksaan peradilan yang langsung bermuara pada monetisasi saham.²⁸

Namun, untuk memastikan bahwa instrumen ini tidak disalahgunakan, peradilan Singapura secara tegas memisahkan sengketa *personal wrongs* dengan *corporate wrongs*. Dalam preseden *Sakae Holdings Ltd*, *Court of Appeal* Singapura menyusun kerangka analitis (*analytical framework*) yang ketat: Section 216 digunakan khusus untuk pemulihan kerugian pribadi minoritas (seperti perintah *buy-out* untuk jalan keluar), sedangkan pelanggaran terhadap perseroan (seperti penggelapan dana oleh direksi) harus diselesaikan melalui *statutory derivative action* berdasarkan Section 216A.²⁹ Pemisahan ini mencegah terjadinya tumpang tindih (*double recovery*) sekaligus memfokuskan *oppression remedy* pada pemulihan keadilan distributif pemegang saham.

²⁷ Section 216 of the Companies Act (Cap. 50).

²⁸ Section 216 of the Companies Act (Cap. 50).

²⁹ “Ho Yew Kong v Sakae Holdings Ltd [2018] SGCA 33” (2018), https://www.elitigation.sg/gd/s/2018_SGCA_33.

Pada titik esensial penentuan *fair value* dalam eksekusi *buy-out order*, peradilan Singapura mentransformasikan dirinya dari sekadar wasit menjadi arsitek keadilan finansial. Ketika pengadilan menjatuhkan *buy-out order*, hakim tidak melempar proses valuasi ke dalam ruang gelap negosiasi para pihak layaknya di Indonesia. Sebaliknya, pengadilan merumuskan panduan spesifik (*explicit court directions*) dan menunjuk *independent valuer* dengan parameter matematis yang mengikat. Temuan komparatif yang paling krusial dan secara dogmatis mendestruksi asimetri kekuasaan adalah: pengadilan Singapura secara proaktif menginstruksikan bahwa perhitungan *fair value* harus dilakukan tanpa menerapkan diskon minoritas (*without applying minority discount*).

Dalam kajian ilmu keuangan perusahaan dan praktik merger akuisisi global, *minority discount* (diskon minoritas) adalah mekanisme deduksi nilai saham yang seringkali mencapai 10% hingga 30% dari nilai valuasi dasar.³⁰ Pemotongan ini dibenarkan oleh teori pasar karena saham minoritas bersifat tidak likuid (*lack of marketability*) dan secara absolut tidak memiliki kekuatan (*lack of control*) untuk mengarahkan arus kas, mendikte dividen, atau membubarkan perseroan, berbeda dengan nilai saham premium milik pengendali (*control premium*). Secara matematis, penerapan diskon ini dirumuskan sebagai $V_{fair} = V_{base} \times (1 - D_{minority})$. Jika parameter ini dibiarkan berlaku, pemegang saham minoritas yang menjadi korban *squeeze-out* akan dipaksa menerima kompensasi finansial yang terdepresiasi jauh di bawah pro-rata kepemilikannya terhadap nilai kelangsungan usaha perseroan (*going-concern value*).³¹

Menyikapi hal tersebut, yurisprudensi Singapura mengambil sikap moral-ekonomi yang absolut: penerapan diskon minoritas dalam konteks *oppression* adalah sebuah kecacatan keadilan komersial. Jika minoritas dipaksa keluar (*forced exit*) karena tindakan eksploitatif mayoritas, menjatuhkan diskon minoritas sama halnya dengan memberikan penghargaan finansial ganda (*double reward*) kepada pihak penindas dengan mengizinkan mereka membeli saham korban dengan harga murah.

³⁰ Tarsisius Catur Budi Nugraha and Sri Wahyuni, "Determinants of the Discount for Lack of Marketability in Business Valuation: Evidence from Indonesia," *Journal of Accounting and Finance Management* 6, no. 4 (October 24, 2025): 2245–54, <https://doi.org/10.38035/jafm.v6i4.2492>.

³¹ Katarzyna Byrka-Kita and Michał Grudziński, "Control Premium and Minority Discounts in Polish Business Valuation Practices – Evidence From Research," *Financial Internet Quarterly* 13, no. 1 (January 10, 2024): 1–14, <https://doi.org/10.1515/fiqf-2016-0014>.

Sebagaimana dikonstruksikan dalam preseden monumental *Ng Kek Wee v Sim City Technology Ltd* dan diamini dalam *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd*, pengadilan Singapura memerintahkan *buy-out* pada basis harga yang mencerminkan utilitas pro-rata dari aset dan proyeksi perusahaan secara utuh, meniadakan segala bentuk *discount* sebagai bentuk reparasi substantif atas perilaku *unfair prejudice*.^{32,33}

Perbedaan ontologis dan metodologis antara rezim Indonesia dan Singapura ini sangat tajam. Jika di Indonesia penentuan "harga wajar" diabaikan menjadi pertarungan rimba bebas tanpa parameter dan instrumen paksaan yudisial yang mengikat, di Singapura, penentuan *fair value* diangkat menjadi instrumen rekayasa sosial peradilan (*social engineering of justice*). Panduan hakim memastikan bahwa pihak yang melakukan penindasan korporasi tidak dapat mengapropriasi kekayaan dari kelemahan likuiditas saham korban, sementara pihak minoritas menerima kompensasi yang secara ekonomis selaras dengan keberlanjutan investasi riil mereka.

3. Dialog Akademis dan Elevasi Diskursus: Merajut Benang Merah Evaluasi Ekonomi dalam Paradigma Hukum Korporasi Global

Kelemahan patologis perlindungan hukum minoritas di Indonesia tidak boleh hanya dikurung dan didiagnosis dalam sangkar perdebatan yurisdiksi domestik. Apabila didialogkan secara kritis dengan riset-riset ekstensif mutakhir yang memotret lanskap tata kelola global, khususnya studi empiris lida yang membedah mekanika *appraisal right* dan fusi valuasi ekonomi di Delaware (Amerika Serikat) dan Jepang, terlihat celah ketertinggalan arsitektur hukum Indonesia dalam mengadopsi fusi antara parameter ekonomi dan hukum (*law and economics*).³⁴ Tesis dari Kohar & Dewi serta Wardani dkk yang sekadar menyuarakan pentingnya *Good Corporate Governance* (GCG) dan kepatuhan administratif menjadi prematur dan tidak membumi apabila tidak diiringi dengan revisi materiil yang mewajibkan pengadilan melakukan penilaian finansial.^{35,36}

³² "Ng Kek Wee v Sim City Technology Ltd" (2014), https://www.elitigation.sg/gd/s/2014_SGCA_47.

³³ "Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd and Another" (2008), https://www.elitigation.sg/gd/s/2008_SGHC_226.

³⁴ Iida, "How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work? Lessons from Japan."

³⁵ Kohar and Dewi, "Abuse of Rights by Majority Shareholders in Indonesian Family-Owned Company: Is It Likely?"

³⁶ Wardani et al., "Perlindungan Hak Pemegang Saham Minoritas Dalam Perseroan Terbatas: Analisis Terhadap Implementasi Ketentuan UU Perseroan Terbatas Dalam Keadilan Dan Kepastian Hukum Di Lingkungan Bisnis Modern."

Dalam diskursus global, titik tekan perdebatan valuasi *appraisal right* telah berevolusi jauh melampaui polemik "bagaimana mencari harga", melainkan mengerucut pada perdebatan "apakah harga wajar tersebut harus mengeksklusi atau mengakomodasi keuntungan sinergi masa depan (*synergy effect*)."³⁷ Di yurisdiksi peradilan Delaware, yang diakui sebagai kiblat penyelesaian sengketa korporasi dunia, *Court of Chancery* menafsirkan *fair value* secara dogmatis dengan mengeksklusi efek sinergi (*deal-price-minus-synergy formula*). Rasionalitas ekonomi dari pengecualian ini adalah pembeli (entitas hasil merger) tidak seharusnya dihukum dengan membayar di muka atas nilai tambah dan efisiensi yang belum mereka ciptakan. Di lain pihak, hukum korporasi Jepang (pasca-amandemen Undang-Undang Perusahaan tahun 2005) memilih rute yang sangat regresif-progresif di mana *fair value* wajib memasukkan nilai sinergi jika korporasi membesar (*value-increasing merger*). Langkah ini didesain secara spesifik untuk memberikan porsi keadilan distributif yang maksimal bagi pemegang saham minoritas atas keuntungan masa depan dari transaksi *squeeze-out* atau amalgamasi yang diorkestrasi oleh mayoritas.

Meskipun memiliki pijakan teori valuasi yang saling bertolak belakang (Delaware dengan *hypothetical stand-alone value* dan Jepang dengan *synergy value*), kedua yurisdiksi tersebut menemukan titik temu metodologis ketika membedah transaksi yang wajar. Ketika proses pembentukan harga terbukti adil secara prosedural dan lolos uji pengawasan ketat seperti *robust market check* (di AS) atau *fair procedure* tanpa benturan kepentingan ekstrem (di Jepang), pengadilan di kedua negara memoderasi *appraisal arbitrage* dengan menyandarkan *fair value* secara langsung pada harga transaksi riil (*deal price*) yang diyakini merepresentasikan konvergensi efisiensi pasar yang objektif.³⁷

Guna memperjelas pemetaan perdebatan akademis dan posisi kebaruan dari sintesis perbandingan ini, matriks komparatif integrasi valuasi dan hukum korporasi dijabarkan sebagai berikut:

³⁷ Iida, "How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work?: Lessons from Japan."

Tabel 1. Perbandingan Yuridis & Ekonomis Hak Minoritas

Dimensi Analisis Yuridis & Ekonomis	Indonesia (UUPT)	Singapura (Companies Act)	Yurisdiksi Global (Delaware & Jepang)
Pijakan Hak Substantif	Hak statutoris eksplisit (<i>Appraisal Right</i> - Psl. 62 UUPT) tanpa peradilan khusus.	Tidak ada <i>statutory appraisal</i> , diganti substitusi absolut via <i>Oppression Remedy</i> (Sec 216).	Hak statutoris eksplisit yang disidangkan oleh peradilan korporasi spesialis (Chancery Court).
Metodologi Fair Value	Sangat abstrak. Tidak mendiktekan parameter PBV maupun DCF, rentan anarki.	Ditentukan secara yudisial, berbasis asas <i>commercial fairness</i> yang diarahkan hakim.	Memperdebatkan rasionalitas inklusi/eksklusi efek sinergi (<i>synergy</i>) dan efisiensi <i>market price</i> .
Penerapan Minority Discount	Tidak diregulasi. Praktik ini sangat rentan ditekan oleh mayoritas akibat asimetri kekuasaan.	Secara proaktif dilarang dan dieliminasi oleh instruksi pengadilan dalam putusan <i>buy-out</i> .	Di AS secara yurisprudensi absolut dilarang menerapkan <i>minority discount</i> pada level pro-rata valuasi entitas.
Spektrum Intervensi Peradilan	Terbatas pada pengujian pelanggaran formil. Penggunaan hak tidak menunda atau membatalkan merger.	Luas dan preskriptif. Mampu menerbitkan <i>injunction</i> , membatalkan resolusi, hingga memaksa <i>buy-out</i> .	Otoritas analitis tinggi untuk menguji <i>procedural fairness</i> , mampu merombak <i>deal price</i> jika manipulatif.

Tabel komparatif di atas menegaskan dan mengukuhkan posisi *novelty* dari riset ini. Bahwa kelemahan struktural mendasar di Indonesia bukan sekadar defisit etika bisnis, integritas direksi, atau kegagalan tata kelola (seperti yang didominasi oleh literatur konvensional), melainkan kekosongan epistemologi valuasi ekonomi yang sah secara yuridis untuk dioperasikan oleh peradilan perdata. Ketika dihadapkan pada diskursus global yang canggih ini, arsitektur UUPT Indonesia memperlihatkan *blind spot* ganda: selain tidak memiliki pedoman apakah *fair value* harus mengakui efisiensi sinergi masa depan atau menolak diskon minoritas masa lalu, sistem peradilan perdatanya juga belum dibekali parameter *standard of review* (seperti *entire fairness test* atau validasi

independent special committee) untuk mengkalibrasi apakah sebuah *deal price* yang disodorkan direksi layak dikonfirmasi sebagai instrumen ganti rugi yang adil.

Merespons kesenjangan yang berpotensi merusak fundamental investasi ini, Indonesia tentu tidak diwajibkan untuk menjiplak seluruh tatanan *common law* Singapura secara membabi buta. Namun, sistem hukum nasional sangat mendesak untuk mengekstraksi roh keadilan substantif yang terkandung di dalamnya dan menerjemahkannya ke dalam tata hukum formil. Oleh karena itu, benang merah yang ditarik dari perbandingan ini bermuara pada dua preskripsi penyelesaian. Pertama, pembentuk undang-undang atau Mahkamah Agung (melalui penerbitan PERMA terkait penyelesaian sengketa perseroan) harus mengadopsi standar *commercial fairness* yang memungkinkan majelis hakim untuk membedah dan memitigasi kerugian ekonomi empiris yang ditimbulkan oleh mayoritas, meskipun tindakan tersebut menggunakan kedok kepatuhan prosedural RUPS. Konstruksi ini selaras dengan derivasi keadilan distributif universal yang menolak rasionalitas bahwa legitimasi mayoritas berhak merampas nilai wajar minoritas.

Kedua, UUPT harus direvisi dengan menyisipkan pedoman yudisial yang eksplisit dalam operasionalisasi "harga wajar" (*fair value*) pada pelaksanaan *appraisal right*, dengan mendiktekannya secara statutoris sebagai *going-concern value* tanpa ruang bagi penerapan *minority discount*. Proses penetapan valuasi ini wajib mengikat pengadilan untuk menunjuk panel ahli independen (*independent valuer*), membebaskan minoritas dari jerat negosiasi asimetris yang mengerdilkan nilai ekonomi seperti tragedi yang dialami PT Clemont Finance Indonesia dalam sengketa Bank KEB Hana. Dengan mengelevasi standar valuasi komersial ke dalam hukum acara perdata, Indonesia tidak hanya mereduksi ruang arbitrase opresif yang selama ini menelikung pasar, namun juga merevitalisasi muruah *appraisal right* sebagai instrumen sakral yang menjamin reparasi finansial dan kepastian hukum setara global bagi seluruh pemegang saham.

C. KESIMPULAN

Pelaksanaan *appraisal right* bagi pemegang saham minoritas di Indonesia saat ini belum efektif karena adanya kekosongan hukum dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas (UUPT) mengenai definisi, parameter, dan metodologi penentuan *fair value*. Berbeda dengan Indonesia, yurisprudensi Singapura mampu memberikan perlindungan substantif melalui mekanisme *oppression remedy* yang menerapkan prinsip *commercial*

fairness dan secara preskriptif melarang penggunaan *minority discount* (diskon minoritas) dalam valuasi saham. Menanggapi disparitas tersebut, kerangka hukum perusahaan di Indonesia harus direkonstruksi dengan mengadopsi doktrin *commercial fairness* agar pengadilan memiliki kewenangan untuk membedah serta memitigasi kerugian ekonomi riil yang dialami pemegang saham minoritas. Sebagai solusi penyelesaian jangka panjang, UUPT perlu direvisi dengan mengintegrasikan pedoman yudisial yang mewajibkan pelibatan penilai independen untuk menentukan harga wajar tanpa diskon minoritas, sehingga kepastian hukum dan perlindungan investasi yang setara dengan standar penyelesaian sengketa global dapat terwujud.

DAFTAR PUSTAKA

- Byrka-Kita, Katarzyna, and Michał Grudziński. "Control Premium and Minority Discounts in Polish Business Valuation Practices – Evidence From Research." *Financial Internet Quarterly* 13, no. 1 (January 10, 2024): 1–14. <https://doi.org/10.1515/fiqf-2016-0014>.
- Canada Business Corporations Act (R.S.C., 1985, c. C-44) (1985). <https://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/C-44/section-241.html>.
- Catur Budi Nugraha, Tarsisius, and Sri Wahyuni. "Determinants of the Discount for Lack of Marketability in Business Valuation: Evidence from Indonesia." *Journal of Accounting and Finance Management* 6, no. 4 (October 24, 2025): 2245–54. <https://doi.org/10.38035/jafm.v6i4.2492>.
- Hamdani, Assaf, Beni Lauterbach, and Yevgeny Mugerma. "Reservation Prices in Shareholders' Response to Freeze-out Tender Offers." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 64 (January 2020): 101160. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.101160>.
- Ho Yew Kong v Sakae Holdings Ltd [2018] SGCA 33 (2018). https://www.elitigation.sg/gd/s/2018_SGCA_33.
- Hutchinson, Terry. "Doctrinal Research." In *Research Methods in Law*, 8–38. London: Routledge, 2025. <https://doi.org/10.4324/9781032710372-2>.
- Iida, Hidefusa. "How Does the Appraisal Right with the Concept of the Fair Value Including Synergies Work?: Lessons from Japan." *Asian Journal of Comparative Law* 18, no. 3 (December 22, 2023): 407–25. <https://doi.org/10.1017/asjcl.2023.22>.
- Kampen, Liam. "Minority Buy-out Rights: Questioning the Right to Exit in New Zealand." *Te Mata Koi: Auckland University Law Review* 29 (January 1, 2023): 265–93.
- Kohar, Fiona Priscilia, and Yetty Komalasari Dewi. "Abuse of Rights by Majority Shareholders in Indonesian Family-Owned Company: Is It Likely?" *Sriwijaya Law Review* 6, no. 2 (January 31, 2021): 29–41. <https://doi.org/10.28946/slrev.Vol5.Iss1.887.pp29-41>.
- Ng Kek Wee v Sim City Technology Ltd (2014).

- https://www.elitigation.sg/gd/s/2014_SGCA_47.
- Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd and Another (2008).
https://www.elitigation.sg/gd/s/2008_SGHC_226.
- Pangestu, Lintang Caesar, Zakiah Noer, and Dara. "Perlindungan Terhadap Pemegang Saham Minoritas Berdasarkan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas." *Judge: Jurnal Hukum* 6, no. 7 (February 7, 2026): 2101–8. <https://doi.org/10.54209/judge.v6i07.2067>.
- Priandhana, Anandiaz Raditya, Paramita Prananiqtyas, and Siti Mahmudah. "Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dalam Merger Perbankan Berdasarkan Single Presence Policy (Studi Kasus Pada PT. Bank KEB Indonesia Dan PT. Bank Hana Indonesia)." *Diponegoro Law Journal*, 5, no. 40 (2016): 1–20. <https://doi.org/10.14710/dlj.2016.13743>.
- Putri, Melisa Dwi, and Muhammad Fahmi Reksa Al Farisi. "Comparison of Derivative Action Regulations in Indonesia and South Korea in Providing Legal Protection for Minority Shareholders." *Istinbath : Jurnal Hukum* 21, no. 02 (November 14, 2024): 40–54. <https://doi.org/10.32332/istinbath.v21i02.9849>.
- Putusan Mahkamah Agung Nomor 2108 K/Pdt/2015, tanggal 25 November 2015, antara Jhon Kumala melawan PT Karya Lestari Makmur (2015).
- Putusan Mahkamah Agung Nomor 3017 K/Pdt/2011, tanggal 12 September 2012, antara PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk melawan Deddy Hartawan Jamin, dkk (2012).
- Putusan Pengadilan Negeri Surabaya Nomor 737/Pdt.G/2014/PN.Sby, tanggal 2015, antara Conal Kanginan, dkk. melawan Fadjar Kanginan, dkk (PT Giunco Kota Mas) (2015).
- Rahmawati, Dwi, Bismar Nasution, Suhaidi Suhaidi, and Mahmud Siregar. "Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas." *Iuris Studia: Jurnal Kajian Hukum* 2, no. 1 (June 30, 2021): 34–48. <https://doi.org/10.55357/is.v2i1.76>.
- Saputra, I Kadek Andika, Johannes Ibrahim Kosasih, and I Nyoman Sujana. "Multiple Interpretations of Determining the Reasonable Price of Shares in the Process of Acquiring Rural Banks (BPR)." In *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 615–23, 2023. https://doi.org/10.2991/978-2-38476-180-7_66.
- Sari, Maya, Abdul Rachmad Budiono, and Hanif Nur Widhiyanti. "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, no. 2 (December 12, 2017): 115–24. <https://doi.org/10.17977/um019v2i22017p115>.
- Section 216 of the Companies Act (Cap. 50) (1976). <https://sso.agc.gov.sg/Act/CoA1967?Provlds=pr216->
- Singapore Companies Act 1967 (Chapter 50) (1976). <https://sso.agc.gov.sg/Act-Rev/CoA1967/Published/20211231?DocDate=20061031>.
- Takke, Shareen Virgita Septalia. "Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas

Terhadap Penyalahgunaan Kekuasaan Pemegang Saham Mayoritas Di Indonesia Dan Singapura.” *Media Hukum Indonesia (MHI)* 4, no. 1 (2025): 509–12. <https://ojs.darulhuda.or.id/index.php/MHI/article/view/2794>.

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) (2007).

Wardani, Theresia N. A, Herry M Polontoh, Lilik Prihatin, Harry Tuhumury, and Septiana Na’afi. “Perlindungan Hak Pemegang Saham Minoritas Dalam Perseroan Terbatas: Analisis Terhadap Implementasi Ketentuan UU Perseroan Terbatas Dalam Keadilan Dan Kepastian Hukum Di Lingkungan Bisnis Modern.” *Jurnal Ilmu Hukum, Humaniora Dan Politik* 5, no. 4 (May 9, 2025): 3674–86. <https://doi.org/10.38035/jihhp.v5i4.4534>.