

## Akibat Hukum Pemberlakuan *Multi Voting Shares* Oleh Otoritas Jasa Keuangan Di Indonesia

Marcelline Allegra<sup>1</sup>, Tarsisius Murwadji<sup>2</sup>, Nun Harrieti<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>Fakultas Hukum, Universitas Padjadjaran

Korespondensi penulis: Marcelline19001@mail.unpad.ac.id

### Abstract

*The Financial Services Authority through the Financial Services Authority Regulation 22/2021 has allowed certain companies to implement multi voting shares (MVS). The implementation of MVS will result in an unequal ratio between voting rights and share ownership. The purpose of this study is to analyze the legal consequences of implementing MVS in relation to the principles of Good Corporate Governance and to determine the legal protection for minority shareholders in relation with Law No. 40 year 2007 on limited liability company. This study uses an analytical descriptive method and a normative juridical approach by examining primary, secondary, and tertiary legal materials. Based on this research, it is known that MVS can increase the potential for various GCG Principles to be violated, namely the principle of independence the principle of accountability, the principle of transparency, and the principle of fairness. MVS also has the potential to increase the occurrence of self-dealing transactions which can result in legal uncertainty for minority shareholders.*

**Keywords:** Multi Voting Shares, Good Corporate Governance, Minority Shareholders

### Abstrak

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan 22/2021 memperbolehkan perusahaan tertentu untuk menerapkan Multi Voting Shares (MVS). Diterapkannya MVS mengakibatkan rasio antara hak suara dan kepemilikan saham yang tidak seimbang. Adapun tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah untuk menganalisis akibat hukum dari pemberlakuan Multi Voting Shares dihubungkan dengan penerapan Good Corporate Governance sebagaimana diamanatkan pada Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Penelitian ini menggunakan metode deskriptif analitis dan metode pendekatan yuridis normatif dengan mengkaji bahan hukum primer, sekunder, dan tersier. Berdasarkan penelitian ini diketahui bahwa MVS dapat meningkatkan potensi dilanggarnya berbagai prinsip GCG, yaitu prinsip Independensi, prinsip akuntabilitas, prinsip transparansi, dan prinsip kesetaraan dan kewajiban. Tidak hanya itu, MVS juga berpotensi meningkatkan terjadinya transaksi self-dealing yang dapat mengakibatkan ketidakpastian hukum bagi para pemegang saham minoritas.

**Kata Kunci:** Multi Voting Shares, Good Corporate Governance, Pemegang Saham Minoritas

## I. LATAR BELAKANG

Istilah perusahaan *start – up* atau perusahaan rintisan sudah tidak lagi asing di dengar masyarakat. Hal ini dikarenakan sudah banyak perusahaan *start – up* yang didirikan di Indonesia dan telah meraih berbagai prestasi, baik di jenjang nasional maupun internasional. *Start – up* merupakan perusahaan yang masih dalam tahap awal operasi dan dirancang untuk berpotensi untuk berkembang pesat dalam waktu yang singkat (Christiawan,2021). Hal tersebut dikarenakan produk atau layanan yang dikembangkan bersifat unik dengan target pasar yang luas.

Laporan *Start-up Ranking* 2020, sebanyak 2.195 *start – up* telah didirikan di Indonesia. Saat ini, Indonesia telah memiliki beberapa perusahaan *start – up* yang telah dikategorikan sebagai *unicorn* dan *decacorn*. *Start – up unicorn* merupakan perusahaan *start – up* yang telah berhasil untuk mendapatkan valuasi senilai \$1 Miliar atau lebih (Minsun Lee & Dae-il Nam,2020). *Start – up decacorn* adalah perusahaan *start – up* yang telah meraih valuasi 10 kali lipat dari *Start – up unicorn*, yaitu \$10 Miliar dan telah mulai mendominasi pasar (Christiawan,2021). Dengan demikian, perusahaan-perusahaan *start – up* berpotensi menjadi kontribusi terbesar dalam menggerakkan roda perekonomian Indonesia ke depannya. Oleh karena itu, pemerintah berusaha untuk mendorong perusahaan – perusahaan tersebut untuk dapat mengakses pasar modal melalui berbagai peraturan perundang-undangan yang telah diundangkan.

Pendiri perusahaan *start – up* di Indonesia memiliki kebebasan untuk memilih jenis badan usaha yang ingin dipakai untuk *start-up* tersebut. Umumnya, Perusahaan *start – up* di Indonesia memilih untuk menggunakan badan usaha hukum berbentuk PT yang diatur melalui Undang-undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (selanjutnya disebut sebagai UU PT).

Salah satu peraturan perundang-undangan yang diharapkan dapat mengakomodasi perusahaan *start – up* merupakan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2021 Tentang Penerapan Klasifikasi Saham Dengan Hak Suara Multipel oleh Emiten dengan Inovasi dan Tingkat Pertumbuhan Tinggi yang melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas Berupa Saham (selanjutnya disebut sebagai POJK 22/2021) yang dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai salah satu lembaga yang mengatur dan mengawasi pasar modal. POJK 22/2021 tersebut merupakan

upaya pemerintah untuk mendorong perusahaan *start-up* di Indonesia untuk dapat menerobos pasar modal.

Diharapkan bahwa POJK tersebut dapat meningkatkan kredibilitas pasar modal Indonesia. Melalui POJK 22/2021, suatu perusahaan yang bergerak dalam bidang teknologi diperbolehkan untuk menerapkan sistem Saham Dengan Hak Suara Multipel (SHSM) atau *Multi Voting Shares* (MVS). Pasal 1 angka 1 POJK 22/2021 mengartikan MVS sebagai klasifikasi saham yang memberikan lebih dari satu hak suara kepada satu lembar saham kepada pemegang saham yang telah memenuhi syarat.

Umumnya, MVS diberikan kepada suatu klasifikasi saham khusus. Dalam hal ini, suatu perusahaan akan menerapkan sistem *dual class shares*, dimana satu klasifikasi saham memiliki hak suara yang lebih besar daripada klasifikasi lainnya. MVS memungkinkan beberapa pemegang saham untuk memiliki kekuatan *voting* yang lebih kuat daripada yang lainnya.

Pemberlakuan MVS pada perusahaan luar negeri tidak lagi asing terutama di Amerika. Sejak lama, pemberlakuan MVS telah diperdebatkan sejak lama. Pada 1980, *New York Stock Exchange* (NYSE) tidak memperbolehkan suatu perusahaan untuk menerapkan MVS. Namun, dengan dilonggarkannya restriksi tersebut, *Securities and Exchange Commission* (SEC) mengimplementasi *Rule 19C-4* yang melanggar *self-regulatory organization* (SRO) untuk melakukan pencatatan dan perdagangan saham bagi perusahaan yang menerapkan MVS (Wong et.al,2020).

Peraturan tersebut kemudian dinyatakan tidak sah oleh pengadilan karena telah melampaui kewenangan SEC. Saat ini, tidak terdapat pengaturan mengenai penerapan di Amerika Serikat yang mengatur secara khusus dan spesifik. SEC juga tidak mengharuskan perusahaan untuk memberitahukan perbedaan antara kepemilikan dan kontrol. Hal tersebut menjadi rancu bagi para pemegang saham untuk melihat rasio antara kepemilikan dan hak suara.

Pemberlakuan MVS didasarkan pada keinginan untuk memberikan perusahaan yang akan melakukan IPO suatu fleksibilitas. Fleksibilitas yang dimaksud adalah bahwa perusahaan tersebut dapat menjalankan aktivitas bisnis sesuai dengan visi misi awal perusahaan tersebut dan tanpa terganggu dengan keharusan untuk mengajukan izin kepada para pemegang saham dalam setiap tahap. Fleksibilitas tersebut juga memberikan

kebebasan perusahaan dari campur tangan para pemegang saham atau investor dalam menjalankan kegiatan usaha.

Fleksibilitas dan kebebasan tersebut berpotensi melanggar prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) atau prinsip tata kelola perusahaan yang baik. GCG mengatur hubungan antara para pemangku kepentingan (*stakeholder*) terkait hak dan kewajiban para pihak (Simamora dan Sembiring,2018). Prinsip tersebut bertujuan untuk meningkatkan nilai tambah perusahaan. Dalam pelaksanaannya, prinsip tersebut menyatukan sisi finansial dan praktik bisnis yang baik dari suatu perusahaan untuk memastikan bahwa perusahaan beroperasi dengan memiliki *check and balances* yang efektif ( Anand, 2018)

Secara implisit UU PT mengatur mengenai prinsip – prinsip GCG tersebut yang terdiri atas transparansi (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), tanggung jawab (*responsibility*), independensi (*independency*), dan kesetaraan dan keadilan (*fairness*). Perusahaan dalam beroperasi harus memperhatikan prinsip-prinsip GCG tersebut terpenuhi agar nilai perusahaan dapat terus meningkat dan perusahaan dapat berjalan dengan baik dalam jangka panjang. Prinsip GCG berfungsi untuk membangun hubungan yang penuh kepercayaan dengan para pemegang saham, serta memastikan bahwa seluruh *stakeholder* dalam perusahaan diperlakukan dengan setara (Maharani & Soewarno,2018).

Dalam UU PT juga mengatur terkait prinsip – prinsip utama yang telah diadopsi di dalam UU PT. Prinsip-prinsip tersebut diantaranya adalah Prinsip *Piercing the Corporate Veil*, Prinsip *Fiduciary Duty*, Prinsip *Self-Dealing*, Prinsip *Business Judgement Rule*, Prinsip *Corporate Opportunty*, dan Prinsip *Ultra Vires* dan *Intra Vires* (Widjyono,2013). Prinsip-prinsip tersebut bertujuan untuk mengendalikan integritas dari para organ perseroan terbaras dalam melaksanakan kewajibannya agar keadilan dapat dijaga. Prinsip *self-dealing* adalah prinsip yang membatasi kewenangan direksi perseroan, serta melarang direksi perseroan untuk melakukan transaksi yang menguntungkan dirinya sendiri ataupun keluarga dan kelompoknya

Pemberlakuan MVS pada praktiknya tidak selalu sesuai dengan tujuannya. Terdapat berbagai perusahaan di Amerika Serikat yang telah digugat terkait dengan penyalahgunaan skema MVS pada perusahaannya. Salah satunya merupakan DreamWorks Animation (DWA), yang merupakan perusahaan hiburan Amerika Serikat yang memproduksi film animasi, serial TV, dan media interaktif, serta bergerak pada

bidang grafika computer (*Computer Graphics*). DWA digugat oleh para pemegang saham minoritas terkait transaksi penjualan perusahaan yang dilakukan oleh Jeffrey Katzenberg sebagai direktur dan pemegang saham MVS perusahaan tersebut.

Indonesia saat ini hanya memiliki 1 perusahaan yang telah menerapkan MVS, yaitu PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk. (PT GoTo). PT GoTo merupakan hasil *merger* dari dua perusahaan *start-up* terbesar di Indonesia, yaitu PT Gojek Indonesia dan PT Tokopedia. Merger tersebut secara resmi diumumkan pada 17 Mei 2021. PT GoTo memiliki ekosistem terdepan di Asia Tenggara dan terbesar di Indonesia. Pada 11 April 2022, PT GoTo secara resmi telah berhasil melantai di BEI dengan saham yang dicatatkan sejumlah 1,18 triliun saham. PT GoTo dalam melaksanakan IPO memakai skema *Greenshoe Option* dan MVS untuk menstabilkan harga saham.

Saham seri A yang ditawarkan memiliki hak yang sama dan sederajat dengan saham seri A lainnya yang telah ditempatkan dan setor penuh pada PT GoTo. Hak tersebut diantaranya adalah hak atas pembagian dividen, hak untuk mengeluarkan suara dalam RUPS, hak atas pembagian saham bonus dan hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD). MVS diterapkan pada saham seri B perusahaan tersebut.

Saat ini belum terdapat sengketa di Indonesia terkait dengan penyalahgunaan pemberlakuan MVS sebagaimana telah terjadi pada negara lain, tetapi dalam hal ini perlu diteliti mengenai potensi terjadinya ketidakpastian hukum akibat pemberlakuan MVS bagi perusahaan. Hal tersebut mengingat pada fakta bahwa MVS telah menimbulkan berbagai sengketa di negara lain dan terdapat beberapa negara yang melarangnya

## **II. METODE PENELITIAN**

Metode penelitian yang digunakan oleh peneliti ialah deskriptif analitis, dengan memberikan analisis yang mengenai permasalahan, serta teori hukum yang berkaitan dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku pada saat ini. Penelitian ini dilakukan dengan metode pendekatan yuridis normatif, penelitian ini lebih mengutamakan penelitian kepustakaan serta bagaimana implementasinya dalam praktik, terutama terhadap kajian yuridis mengenai MVS yang diberlakukan dalam suatu perusahaan dan potensi terlanggarnya berbagai prinsip GCG. Penelitian ini bersifat futuristik guna mengantisipasi terjadinya pelanggaran terhadap pemberlakuan MVS.

### III. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 1. Pengaturan *Multi Voting Shares* pada POJK 22/2021

Pengaturan MVS di Indonesia diatur di dalam POJK 22/2021. POJK 22/2021 mengatur mulai dari emiten yang diperbolehkan untuk menerapkan MVS dalam sahamnya, pemegang saham yang diperbolehkan untuk memiliki MVS, jangka waktu MVS sampai dengan sanksi administratif yang dikenakan kepada emiten atau pihak yang melanggar ketentuan dalam POJK 22/2021 tersebut.

Emiten yang diperbolehkan untuk menerapkan skema MVS pada sahamnya ialah yang memenuhi syarat yang ditentukan dalam Pasal 3 ayat (2) POJK 22/2021. Pasal tersebut menyatakan sebagai berikut:

*“Emiten sebagaimana yang dimaksud pada ayat (1) harus memenuhi kriteria sebagai berikut:*

- a. Menggunakan teknologi untuk menciptakan inovasi produk yang meningkatkan produktivitas dan pertumbuhan ekonomi serta memiliki kemanfaatan sosial yang luas;*
- b. Memiliki pemegang saham yang mempunyai kontribusi signifikan dalam pemanfaatan teknologi sebagaimana dimaksud dalam huruf a;*
- c. Memenuhi:*
  - Total aset perusahaan paling sedikit Rp2.000.000.000.000,00 (dua triliun rupiah);*
  - Telah melakukan kegiatan operasional paling singkat 3 (tiga) tahun sebelum mengajukan Pernyataan Pendaftaran;*
  - laju pertumbuhan majemuk tahunan dari total aset selama 3 (tiga) tahun terakhir paling rendah 20% (dua puluh persen); dan*
  - laju pertumbuhan majemuk tahunan dari pendapatan selama 3 (tiga) tahun terakhir paling rendah 30% (tiga puluh persen);*
- d. Merupakan Emiten yang belum pernah melakukan Penawaran Umum Efek bersifat ekuitas;*
- e. Kriteria lain ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan.”*

Emiten yang telah memenuhi syarat yang telah dinyatakan di atas diperbolehkan untuk melakukan IPO dengan menerapkan skema MVS. Penerapan MVS kepada saham emiten paling lama 10 tahun sejak tanggal efektifnya pernyataan pendaftaran dan dapat

diperpanjang satu kali dengan maksimal jangka waktu perpanjangan 10 tahun sebagaimana diatur di dalam Pasal 5 POJK 22/2021.

Pemegang saham yang diperbolehkan untuk memiliki saham MVS adalah yang telah memenuhi syarat yang diatur di dalam POJK 22/2021. Pasal 12 ayat (1) menyatakan bahwa yang dapat memiliki saham MVS pertama kali adalah yang telah ditentukan di dalam RUPS dan dimuat di dalam prospektus sebelum disampaikannya pernyataan pendaftaran. Pemegang saham MVS tersebut tidak harus pendiri dari perusahaan tersebut. Apabila, pemegang saham MVS melakukan pengalihan saham, maka yang dapat menerima saham MVS tersebut merupakan yang memenuhi syarat yang dinyatakan di dalam Pasal 12 ayat (5) POJK 22/2021, yaitu:

*“Selain Pemegang Saham Dengan Hak Suara Multipel sebagaimana dimaksud pada ayat (1), pihak yang dapat menjadi pemegang Saham Dengan Hak Suara Multipel setelah penawaran umum yaitu:*

- a. Pihak yang telah diungkapkan dalam prospektus dalam rangka Penawaran Umum sebagai pihak yang dapat memiliki Saham Dengan Hak Suara Multipel;*
- b. Anggota direksi yang memiliki kontribusi signifikan pada pertumbuhan bisnis atau usaha Emiten yang menerapkan Saham dengan Hak Suara Multipel dan mendapatkan persetujuan Pemegang Saham Independen dalam RUPS.”*

Pihak yang dimaksud dalam huruf a dapat berupa ahli waris dari pemegang saham awalnya, perusahaan afiliasi, atau *Special Purpose Vehicle* (SPV). Apabila penerima saham MVS merupakan badan hukum, maka perlu memenuhi syarat yang dinyatakan di dalam Pasal 12 ayat (6) POJK 22/2021, yaitu bahwa badan hukum tersebut harus dimiliki secara langsung minimal 99% oleh pemegang saham MVS dan/atau pihak yang telah ditetapkan dalam RUPS. Selain itu, badan hukum tersebut harus memiliki anggota direksi yang memiliki keahlian yang selaras dengan kegiatan usaha emiten, serta merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang aktivitas konsultasi manajemen atau *non-operating company*.

Penerapan rasio hak suara MVS terhadap hak suara saham biasa sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki sebagaimana diatur secara rinci pada Pasal 10 POJK 22/2021. Pasal 10 POJK tersebut mengatur dengan rinci terkait penerapan rasio hak suara MVS terhadap hak suara biasa sebagai berikut:

- a. Pemegang saham MVS yang memiliki saham MVS 10% sampai dengan 43,76% memiliki rasio hak suara 10:1
- b. Pemegang saham MVS yang memiliki saham MVS 5% sampai dengan kurang dari 10% memiliki rasio hak suara 20:1
- c. Pemegang saham MVS yang memiliki saham MVS 3,5% sampai dengan kurang dari 5% memiliki rasio hak suara 30:1
- d. Pemegang saham MVS yang memiliki saham MVS 2,44% sampai dengan kurang dari 3,5% memiliki rasio hak suara 40:1

Terdapat pengecualian terhadap ketentuan rasio hak suara, yaitu bahwa emiten dapat meningkatkan rasio hak suara MVS terhadap saham biasa menjadi paling tinggi sebesar 60:1. Peningkatan penerapan rasio hak suara MVS tersebut dapat dilakukan apabila hak suara pemegang saham MVS tidak lebih dari 50% dari seluruh hak suara. Pengecualian tersebut diatur di dalam Pasal 12 ayat (3) dikarenakan POJK 22/2021 secara eksplisit pada Pasal 12 ayat (2) menyatakan bahwa pemegang saham MVS baik secara sendiri maupun secara bersama-sama harus memiliki hak suara lebih besar dari 50% dari seluruh hak suara.

Pengaturan terkait perubahan MVS menjadi saham biasa atau yang sering dikenal sebagai *sunset policy* diatur melalui Pasal 14 POJK 22/2021. Pasal tersebut mengatur bahwa MVS akan berubah menjadi saham apabila pemegang MVS meninggal atau ditempatkan di bawah pengampunan, terjadi pengalihan MVS kepada pihak yang tidak memenuhi syarat MVS, berakhirnya jangka waktu MVS, atau apabila hak suara MVS terdilusi di bawah 50% (lima puluh persen). *Sunset policy* merupakan perlindungan hukum bagi para pemegang saham minoritas dikarenakan *sunset policy* akan secara otomatis mengubah MVS menjadi saham biasa apabila syarat - syarat tertentu tidak terpenuhi atau apabila ada kondisi yang memicu berlakunya pasal-pasal tersebut.

Terhadap pelanggaran ketentuan POJK 22/2021 dapat diberikan sanksi administratif yang dapat berupa peringatan tertulis, denda, pembatasan kegiatan usaha, pembekuan kegiatan usaha, pencabutan izin usaha, pembatalan persetujuan, dan/atau pembatalan pendaftaran sebagaimana diatur di dalam Pasal 41 ayat (4).

## **2. Akibat Hukum dari Pemberlakuan *Multi Voting Shares* Dihubungkan Dengan Penerapan *Good Corporate Governance* Sebagaimana Diamanatkan Di Dalam UU PT**

Berbagai negara telah menetapkan MVS sebagai salah satu jenis saham yang tiap lembar sahamnya memiliki lebih dari satu suara. Indonesia menerapkan hal tersebut pada tahun 2021, yang telah diskemakan melalui POJK 22/2021. Secara umum, pemberlakuan MVS untuk tetap menjaga stabilitas kepemimpinan serta kelangsungan usaha terutama di tengah meningkatnya kondisi perekonomian dengan berkembangnya perusahaan *start-up*.

MVS di Indonesia diterapkan dengan tujuan dapat memberikan kebebasan bagi perusahaan terbuka untuk menjalankan kegiatan usaha sesuai dengan visi dan misi awal perusahaan, serta bebas dari campur tangan para pemegang saham dalam menjalankan kegiatan usaha sehari-hari. Akan tetapi, kebebasan yang timbul dari MVS dapat menimbulkan potensi melanggar berbagai prinsip GCG. Pelanggaran tersebut dapat merugikan para pemegang saham, serta akan menghilangkan *checks and balances* yang terdapat dalam proses pengoperasian perusahaan.

Diberlakukannya MVS, maka akan menyebabkan potensi terlanggarnya empat prinsip GCG, yaitu prinsip transparansi, prinsip independensi, prinsip akuntabilitas, dan prinsip *fairness*. Pelanggaran terhadap prinsip – prinsip GCG tersebut dapat dilihat pada kasus perusahaan DWA. Pelanggaran terhadap GCG dapat dilihat pada kasus perusahaan DWA. Diketahui bahwa direktur utama DWA, yakni Jeffrey Katzenberg memiliki saham pada klasifikasi Kelas A dan B. Katzenberg memiliki kepemilikan saham sebesar 11.5% (sebelas koma lima persen) dengan total hak suara sebesar 60% (enam puluh persen). Hal ini membuat Katzenberg sebagai pemegang saham mayoritas dan pengendali dari DWA.

Pada tahun 2016, suatu gugatan kelompok atau *class action*, yang diajukan atas nama *The City of Ann Arbor Employees' Retirement System in Michigan* (Sistem Pensiun Karyawan Kota Ann Arbor di Michigan) terhadap kepemilikan saham Katzenberg. Penggugat dalam hal ini merupakan pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham tersebar kedua pada DWA. Gugatan tersebut diajukan oleh Penggugat kepada Pengadilan Delaware.

Gugatan terhadap DWA diajukan dikarenakan Katzenberg telah menyetujui untuk melakukan penjualan perusahaan DWA kepada perusahaan Comcast tanpa mendapatkan persetujuan dari pemegang saham lainnya. Sebelumnya DWA telah berada dalam tahap negosiasi untuk menjual saham kepada suatu *Private Equity* (PE) dengan harga per lembar saham sebesar \$35 (tiga puluh lima dolar).

Dalam perjanjian tersebut, Katzenberg akan tetap memiliki peran manajemen dan mempertahankan kepemilikan perusahaan tersebut. Dengan demikian, Katzenberg akan tetap mempertahankan posisinya sebagai direktur utama DWA. Kesepakatan tersebut telah dalam tahap akhir. Namun, sebelum ditandatanganinya perjanjian tersebut, Comcast hadir dan memberikan penawaran yang dinilai lebih bernilai oleh Katzenberg.

Comcast menawarkan untuk membeli saham DWA dengan harga sebesar \$42 (empat puluh dua dolar) per lembar saham dengan total pembelian saham sebesar \$3,8 miliar (tiga koma delapan miliar dolar) dengan syarat Katzenberg harus langsung menyetujui penawaran tersebut secara tertulis dan segera menandatangani perjanjian tersebut. Comcast secara terang menyatakan bahwa Comcast hanya akan membeli saham dengan harga tersebut apabila Katzenberg seketika menyetujui transaksi tersebut.

Pada awalnya ketentuan perjanjian tersebut, yang mengharuskan Katzenberg menyetujui perjanjian tersebut secara seketika, tidak melanggar ketentuan apapun. Perjanjian tersebut yang mencegah adanya penawaran lain dianggap sah dibawah ketentuan hukum Delaware.

Namun, Penawaran yang dilakukan oleh Comcast akan mencegah para pemegang saham lainnya untuk melakukan pemungutan hak suara dalam transaksi tersebut dan mencegah mekanisme dari GCG untuk terpenuhi. Di sisi lain, penawaran yang dilakukan oleh PE akan menghasilkan keuntungan yang lebih kecil, tetapi akan memberikan waktu bagi para pemegang saham yang lainnya untuk menyuarakan pendapatnya atas transaksi tersebut dan memberikan waktu bagi para calon pembeli lainnya untuk melakukan penawaran pembelian atas DWA.

Katzenberg sebagai pemegang saham mayoritas dan pengendali dari DWA memutuskan untuk menyetujui penawaran yang diberikan oleh Comcast. Namun, kemudian diketahui bahwa terdapat penawaran kedua yang diberikan oleh Comcast kepada Katzenberg secara pribadi. Penawaran tersebut menyatakan apabila Katzenberg menyetujui pembelian DWA oleh Comcast, maka Katzenberg akan diberhentikan sebagai

direktur utama DWA tetapi akan diberikan pekerjaan sebagai konsultan kepada anak perusahaan Comcast selama 2 (dua) tahun.

Sebagai konsultan anak perusahaan tersebut, Katzenberg akan mendapatkan hanya \$1 (satu dolar) setiap tahunnya, serta mendapatkan bagi hasil keuntungan sebesar 7% (tujuh persen) dari keuntungan anak perusahaan selamanya. Anak perusahaan tersebut kemudian akan menaungi dua divisi, yaitu AwesomenessTV, perusahaan hiburan berbasis web, dan DWA Nova, perusahaan yang menyediakan teknologi animasi tiga dimensi.

Kedua perusahaan tersebut merupakan perusahaan terkenal yang tentu saja akan memberikan keuntungan signifikan bagi Katzenberg. Pada tahun 2016, *AwesomenessTV* telah divalusi sebesar \$650 juta (enam ratus juta dolar). Penawaran tersebut yang dinyatakan oleh Penggugat sebagai tidak masuk akal.

Penggugat dalam gugatannya menyatakan bahwa Katzenberg telah melanggar *fiduciary duty* sebagai direktur utama dari DWA. Para penggugat menyatakan bahwa Katzenberg telah melanggar *fiduciary duty* sebagai pemegang saham pengendali perusahaan, pelanggaran kontrak, serta pelanggaran terhadap itikad baik dan transaksi yang adil (*fair-dealing*). Penggugat dalam gugatannya, yang diajukan kepada Pengadilan Delaware, menyatakan bahwa pengaturan bagi hasil yang diterima oleh Katzenberg sangat berharga dan tidak dapat secara kredibel dicirikan sebagai kompensasi untuk kontrak konsultasi selama dua tahun.

Penyebab dari kasus tersebut adalah karena terdapat *internal conflict*. *Internal conflict* yang dimaksud adalah minimnya komunikasi yang dilakukan dengan pemegang saham, sehingga tidak terdapat keterbukaan informasi. Tanpa keterbukaan informasi yang diberikan kepada pemegang saham akan mengakibatkan dilanggarnya prinsip transparansi.

Para pemegang saham minoritas pada kasus DWA baru mengetahui terdapat perjanjian penjualan pada saat penandatanganan perjanjian telah dilakukan. Para pemegang saham tersebut baru menyadari bahwa transaksi tersebut mengandung benturan kepentingan setelah persetujuan telah dilakukan oleh Katzenberg.

*Internal conflict* juga menjadi penyebab terdapatnya benturan kepentingan dalam kasus tersebut, sehingga mengakibatkan dilanggarnya prinsip independensi. Dalam menjalankan tugasnya sebagai direktur utama, Katzenberg menyebabkan terjadinya

benturan kepentingan dalam mengambil keputusan. Katzenberg melalui perjanjian tersebut telah menguntungkan dirinya sendiri, serta dalam prosesnya merugikan pemegang saham lainnya.

Prinsip independensi melarang adanya benturan kepentingan dalam melakukan tindakan pengurusan perseroan. Indonesia mengatur prinsip tersebut pada Pasal 97 ayat (5) huruf c UU PT. Benturan kepentingan sebagaimana dilakukan oleh Katzenberg juga dilarang melalui prinsip *self-dealing*. *Self-dealing* merupakan transaksi yang dilakukan oleh direksi untuk menguntungkan dirinya sendiri.

*Self-dealing* diatur pada Pasal 99 ayat (1) UU PT yang mengatur bahwa seorang anggota direksi tidak lagi berwenang untuk mewakili perseroan saat terjadi benturan kepentingan. Anggota direksi dalam hal ini tidak diperbolehkan mengambil keuntungan terselubung dari suatu transaksi perseroan yang akan menimbulkan kerugian bagi para pihak lainnya.

Melalui kasus DWA dapat dilihat bahwa telah terjadi transaksi *self-dealing*. Katzenberg telah menguntungkan dirinya melalui perjanjian terselubung yang dilakukan dengan Comcast, yaitu bahwa Katzenberg akan menjual DWA dan mengundurkan diri sebagai direktur utama perusahaan tersebut, tetapi Katzenberg akan mendapatkan keuntungan sebesar 7% (tujuh persen) dari keuntungan anak perusahaan Comcast selamanya.

Perjanjian terselubung yang disetujuinya merupakan bentuk dari transaksi *self-dealing*. Katzenberg mengutamakan kepentingannya dahulu sebelum memperhatikan kepentingan perusahaan ataupun pemegang saham minoritas lainnya. Dalam hal ini Katzenberg telah melanggar prinsip independensi sebagaimana diatur di dalam GCG.

*Fiduciary duty* sebagaimana diatur pada Pasal 92 ayat (1) dan Pasal 97 ayat (1) sampai dengan (3) UU PT merupakan kewajiban anggota direksi untuk melaksanakan kewajibannya dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab, serta sesuai dengan tujuan perusahaan. pelanggaran terhadap *fiduciary duty* akan mengakibatkan dilanggarnya prinsip akuntabilitas.

Katzenberg, dalam kasus DWA, tidak menunjukkan itikad baik dalam proses persetujuan penjualan DWA kepada Comcast. Hal tersebut dapat dilihat saat Katzenberg tidak mengambil keputusan bersama dengan pemegang saham lainnya atau melalui RUPS, tetapi Katzenberg dengan langsung menyetujui penawaran Comcast. Katzenberg

bahkan menerima penawaran perjanjian sampingan yang diberikan Comcast. Dalam hal ini membuktikan bahwa Katzenberg telah melanggar *fiduciary duty* yang diberikan kepadanya sebagai direktur utama dan prinsip akuntabilitas. Pelanggaran prinsip akuntabilitas di Indonesia juga berpotensi terjadi dengan diberlakukannya MVS.

Pelanggaran terhadap *fiduciary duty* juga dapat mengakibatkan dilanggarnya prinsip *fairness*. Prinsip *fairness* mengatur bahwa setiap pemegang saham diberi kesempatan yang sama untuk menggunakan haknya dalam pengambilan keputusan. Prinsip tersebut bertujuan untuk memastikan bahwa setiap kepentingan pemegang saham akan diperhatikan secara adil. Anggota direksi yang tidak melaksanakan tugas dan kewajibannya dengan memperhatikan *fiduciary duty* dapat melanggar hak dan merugikan para pemegang saham.

Dalam kasus DWA, prinsip tersebut dilanggar di saat Katzenberg membuat keputusan secara sepihak dan menandatangani perjanjian tanpa melakukan RUPS ataupun berdiskusi dengan pemegang saham lainnya. Katzenberg telah mengambil kesempatan bagi pemegang saham lainnya untuk menyuarakan pendapatnya dan memakai haknya untuk ikut serta dalam memutuskan untuk menjual perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa tidak diterapkannya prinsip *fairness* dengan baik, tidak terlindunginya pemegang saham minoritas dan timbulnya *conflict of interest*.

Indonesia mengatur terkait prinsip *fairness* dalam berbagai pasal pada UU PT. Pengaturan secara khusus terkait pemberian kesempatan yang sama bagi seluruh pemegang saham untuk ikut serta dalam pengambilan keputusan penting diatur pada Pasal 89 ayat (1) dan Pasal 102 ayat (1) UU PT.

Tidak hanya itu, prinsip *one share, one vote* sebagaimana diatur pada Pasal 84 ayat (1) UU PT merupakan bagian dari prinsip *fairness*. Pasal 84 ayat (1) UU PT yang mengatur bahwa setiap saham yang dikeluarkan mempunyai satu hak suara, kecuali anggaran dasar menentukan lain. Pasal 85 ayat (1) UU PT mengatur bahwa setiap pemegang saham berhak untuk menggunakan hak suaranya sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya, sehingga dengan diberlakukannya MVS prinsip *one share, one vote* tidak lagi relevan.

Pasal tersebut menjadi tidak lagi relevan yang kemudian akan menghilangkan proporsionalitas antara kepemilikan saham dan hak suara yang dimiliki oleh pemegang saham. Pemberlakuan MVS memungkinkan pemegang saham tertentu untuk menjadi

pemegang saham mayoritas dengan persentase kepemilikan saham yang sedikit. Ketidadaan proposionalitas antara kepemilikan saham dengan hak suara akan mengakibatkan ketidakadilan bagi para pemegang saham minoritas.

Hal tersebut dikarenakan tidak lagi terdapat kesebandingan antara modal dan kontrol terhadap suatu perusahaan. Kesebandingan yang dimaksud bahwa pihak yang menaruh modal besar pada suatu perusahaan juga harus memiliki kontrol yang besar atas perusahaan, sedangkan pihak yang menaruh modal kecil akan memiliki kontrol yang kecil atas perusahaan.

Kesebandingan antara modal dan kontrol ditujukan untuk memastikan setiap pemegang saham, meskipun merupakan pemegang saham minoritas, diberikan hak mengontrol perusahaan sebesar modal yang ditaruhnya. Tanpa proposionalitas dan kesebandingan antara modal dan kontrol, maka terdapat risiko-risiko tertentu yang perlu diperhatikan. Dengan demikian, MVS akan meningkatkan terjadinya ketidakadilan dan potensi dilanggarnya prinsip *fairness*.

Pemberlakuan MVS akan meningkatkan potensi terjadinya pelanggaran terhadap berbagai prinsip GCG dan *self-dealing*. Hal tersebut dikarenakan pemegang MVS hanya merupakan satu orang atau kelompok tertentu dengan kepentingan masing-masing yang ingin diutamakan.

Potensi terjadinya *self-dealing* akan meningkat dikarenakan pemegang saham MVS yang merupakan pengendali memiliki kepentingan ekonomi yang sedikit, sehingga yang akan terjadi adalah pemegang MVS dapat mengendalikan perusahaan dengan kerugian yang minim atau tidak sebanding. Dengan demikian, proses *checks and balances* tidak akan dilaksanakan dengan baik.

Tidak terpenuhinya prinsip GCG dan proses *checks and balances* akan mengakibatkan kerugian bagi para pemegang saham. Tidak hanya itu, tidak terpenuhinya GCG juga dapat menyebabkan masalah seperti korupsi, kelalaian, penipuan, dan kurangnya akuntabilitas. Semua hal tersebut dapat mengurangi nilai perusahaan.

Akibat lain dari diberlakukannya MVS adalah terbentuknya kelompok pemegang saham yang lebih rendah dibanding para pemegang MVS, sehingga terjadi kesenjangan yang signifikan antara para pemegang saham. Kesenjangan tersebut akan menghasilkan ketidakadilan bagi pemegang saham minoritas lainnya dikarenakan pemegang MVS akan memiliki kuasa lebih dalam mempertahankan kepentingannya dibandingkan pemegang

saham minoritas lainnya, sehingga dibutuhkan perlindungan hukum yang lebih bagi kelompok pemegang saham minoritas.

#### **IV. KESIMPULAN DAN SARAN**

Akibat Hukum Dari Pemberlakuan MVS Dihubungkan Dengan Penerapan GCG Sebagaimana Diamanatkan Di Dalam UU PT adalah bahwa MVS dapat meningkatkan potensi dilanggarnya berbagai prinsip GCG, yaitu prinsip transparansi dan prinsip independensi yang disebabkan oleh *internal conflict*. Tidak hanya itu, terdapat pelanggaran prinsip akuntabilitas dan prinsip *fairness* juga dikarenakan terjadinya pelanggaran *fiduciary duty*.. Dilanggarnya empat prinsip tersebut akan merugikan pemegang saham minoritas, menurunkan valuasi perusahaan, menghilangkan proses *check and balances*, serta meningkatkan terjadinya transaksi *self-dealing*. MVS juga dapat meningkatkan ketidakpastian hukum yang diakibatkan oleh fakta bahwa pemegang saham MVS dapat memiliki hak suara mayoritas dengan kepentingan ekonomi yang sedikit.

Saran Penulis terkait dengan penelitian ini adalah sebaiknya terdapat suatu pengawasan internal dan eksternal. Pengawasan internal dapat dilakukan dengan dilakukan rapat rutin yang dilakukan bersama dengan pemegang saham, selain RUPS. Hal tersebut untuk memastikan bahwa prinsip transparansi dan independensi tetap terjaga. Rapat tersebut untuk memastikan terdapatnya keterbukaan informasi, serta untuk mengevaluasi transaksi yang akan dilakukan untuk memastikan tidak terdapat kebenturan kepentingan. Pengawasan eksternal untuk memastikan bahwa prinsip akuntabilitas dan *fairness* terjaga diperlukan karena diberlakukannya MVS di Indonesia membawa beberapa ketidakpastian hukum yang dapat merugikan pemegang saham minoritas, serta meningkatkan potensi dilanggarnya Prinsip GCG dan *self-dealing*. Pengawasan yang ketat oleh OJK sangat diperlukan agar MVS dapat diterapkan sesuai dengan tujuan awalnya. Saat ini, MVS baru diterapkan oleh PT GoTo. Apabila nantinya sudah terdapat banyak perusahaan yang menerapkan MVS, maka OJK perlu membentuk suatu satgas khusus sebagai pengawas penerapan MVS untuk meminimalisir terjadinya penyalahgunaan.

## DAFTAR REFERENSI

- Ivy Wong et.al., “The Revival of Dual Class Shares”, IFLR, 2020
- Jojok Dwiridotjahjono, “Penerapan Good Corporate Governance: Manfaat dan Tantangan Serta Kesempatan Bagi Perusahaan Publik Di Indonesia”, *Jurnal Admistrasi Bisnis*, Vol. , No.2,2009.
- Mayang Mahrani dan Noorlailie Soewarno, “The effect of Good Corporate Governance Mechanism and Corporate Social Responsibility on Financial Performance with Earnings Management as Mediating Variable”, *Asian Journal of Accounting Research*, Vol. 3, No.1, Oktober 2018
- Minsun Lee dan Dae-il Nam, “Unicorn Startups’ Investment Duration, Government Policy, Foreign Investors, and Exit Valuation, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship Vol 15 No. 5*, 2020.
- Rio Christiawan, *Aspek Hukum Startup*, Jakarta: Sinar Grafika, 2021.
- Sanjay Anand, *Essentials of Corporate Governance*, Kanada: John Wiley & Sons, 2008.
- Susi Rida RaniAti Simamora dan Eddy Rismanda Sembiring, “Pengaruh Intellectual Capital dan Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Perbankan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2015”, *JRAK*, Vol. 4 No. 1, 2018.
- Tri Widiyono, “Perkembangan Teori Hukum dan Doktrin Hukum Piercing The Corporate Veil Dalam UUPT Dan Realitasnya Serta Prospektif Kedepannya”, *Lex Jurnalica*, Vol. 10, No. 1, April 2013.

## Peraturan Perundang-Undangan

- Undang - Undang Dasar Republik Indonesia Tahun 1945.
- Undang – Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22 Tahun 2021 Tentang Penerapan Klasifikasi Saham Dengan Hak Suara Multipel oleh Emiten dengan Invoasi dan Tingkat Pertumbuhan Tinggi yang melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas Berupa Saham.

## Website

- Britannica, <https://www.britannica.com/topic/DreamWorks-Animation>, diakses pada 25 November 2022.
- Good News from Indonesia, <https://www.goodnewsfromindonesia.id/2020/12/16/5-raksasa-startup-indonesia-no-1-berstatus-decacorn>, diakses pada 11 Mei 2022.
- Investor.ID, <https://investor.id/market-and-corporate/299884/dana-ipo-goto-gede-geginirealisasinya#:~:text=JAKARTA%20investor.id%20E2%80%93%20OPT,sebesar%20Rp%2013%2C72%20triliun.>, diakses pada 15 November 2022.
- Ivey business Journal, <https://iveybusinessjournal.com/dual-class-shares-risks-and-advantages/>, diakses pada 03 Januari 2023.

**ALADALAH: Jurnal Politik, Sosial, Hukum dan Humaniora**

**Vol.1, No.2 April 2023**

e-ISSN: 2962-8903; p-ISSN: 2962-889X, Hal 161-177

The New York Times, <https://www.nytimes.com/2016/07/09/business/dealbook/lawsuit-aims-at-jeffrey-katzenberg-and-his-dual-class-shares.html>, diakses pada 16 Maret 2022.