

Aspek Hukum Multiple Voting Shares Dalam Demokrasi Ekonomi Indonesia Dan Ekonomi Islam: Analisis Normatif Dan Rekonstruksi Kebijakan

Legal Aspects Of Multiple Voting Shares In Indonesian Economic Democracy And Islamic Economics: Normative Analysis And Policy Reconstruction

Rustamunadi^{a*}, Ikin Ainul Yakin^b, Ida Sulastric^c

Hukum Bisnis, UIN Sultan Maulana Hasanuddin Banten, Indonesia^a

Ekonomi Syariah, UIN Sultan Maulana Hasanuddin Banten, Indonesia^b

Pengembang Teknologi Pembelajaran, UIN Sultan Maulana Hasanuddin Banten, Indonesia^c

^arustamunadisumae@gmail.com

Abstract

The global capital market development has driven the transformation of corporate ownership structures through the innovation of multiple voting shares (MVS), a dual-class share mechanism that separates economic rights from control rights. In Indonesia, this instrument has been legally recognized under Financial Services Authority Regulation (POJK) No. 22/POJK.04/2021 as part of a strategy to enhance capital market competitiveness. This study aims to analyze the normative problems of MVS from the perspectives of corporate law, Pancasila economic democracy, and Islamic economics, as well as to formulate an ideal and equitable legal construction. This research employs a normative legal method with statutory, conceptual, and comparative approaches. The findings indicate that MVS constitutes a limited deviation from the one-share-one-vote principle, which functionally strengthens founder control while simultaneously creating asymmetry of power within corporate governance structures. From the perspective of Article 33 of the 1945 Constitution of the Republic of Indonesia, MVS potentially shifts economic democracy toward a concentration of control that is not proportionate. Meanwhile, within Islamic economics, MVS is only conditionally permissible insofar as it upholds the principles of justice ('adl), balance (tawazun), and public interest (maslahah). This study recommends regulatory reform based on structural limitations, minority shareholder protection, and the integration of constitutional and Sharia ethical values.

Keywords: Multiple Voting Shares, Economic Democracy, Corporate Governance, Capital Market Law, Islamic Economics

Abstrak

Perkembangan pasar modal global telah mendorong transformasi struktur kepemilikan perusahaan melalui inovasi multiple voting shares (MVS), yaitu mekanisme saham dengan hak suara berlapis yang memisahkan hak ekonomi dan hak kontrol. Di Indonesia, instrumen ini dilegalkan melalui POJK No. 22/POJK.04/2021 sebagai bagian dari strategi peningkatan daya saing pasar modal. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis problem normatif MVS dalam perspektif hukum perseroan, demokrasi ekonomi Pancasila, dan ekonomi Islam, serta merumuskan konstruksi hukum ideal yang berkeadilan. Penelitian ini menggunakan metode hukum normatif dengan pendekatan perundang-undangan, konseptual, dan komparatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa MVS merupakan bentuk deviasi terbatas dari prinsip one share one vote yang secara fungsional memperkuat kontrol pendiri, namun sekaligus menciptakan asimetri kekuasaan dalam tata kelola korporasi. Dalam perspektif Pasal 33 UUD 1945, MVS berpotensi menggeser prinsip demokrasi ekonomi menuju konsentrasi kontrol yang tidak proporsional. Sementara dalam ekonomi Islam, MVS hanya dapat diterima secara kondisional sepanjang memenuhi prinsip keadilan ('adl), keseimbangan (tawazun), dan kemaslahatan (maslahah). Penelitian ini merekomendasikan reformulasi regulasi berbasis pembatasan struktural, perlindungan minoritas, dan integrasi nilai etika konstitusional dan syariah.

Kata Kunci: Multiple Voting Shares, Demokrasi Ekonomi, Corporate Governance, Hukum Pasar Modal, Ekonomi Islam

<https://journal.yrpiuku.com/index.php/ceej>

e-ISSN:2715-9752, p-ISSN:2715-9868

Copyright © 2026 THE AUTHOR(S). This article is distributed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

1. Pendahuluan

Transformasi pasar modal global dalam dua dekade terakhir menunjukkan perubahan signifikan dalam struktur kepemilikan korporasi, terutama melalui berkembangnya mekanisme *dual-class shares* dan *multiple voting shares* (MVS). Instrumen ini memungkinkan terjadinya pemisahan antara hak ekonomi (*cash-flow rights*) dan hak kontrol (*control rights*), sehingga pemegang saham tertentu dapat memiliki kekuasaan pengambilan keputusan yang tidak proporsional terhadap kontribusi modal yang dimilikinya (La Porta et al., 1999). Fenomena ini secara teoritis dipahami sebagai strategi untuk melindungi visi jangka panjang pendiri perusahaan dari tekanan pasar jangka pendek, namun dalam perspektif lain juga memunculkan persoalan serius terkait kesetaraan dalam tata kelola korporasi (Bebchuk & Kastiel, 2017).

Dalam literatur *corporate governance*, struktur kepemilikan yang memisahkan hak suara dari kepemilikan ekonomi telah lama dikritisi karena berpotensi memperkuat asimetri informasi dan meningkatkan risiko *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (Hansmann & Kraakman, 2017). Kondisi ini memperlihatkan bahwa efisiensi pasar modal tidak selalu berjalan seiring dengan prinsip keadilan dalam distribusi kekuasaan korporasi (Bebchuk & Kastiel, 2017).

Di Indonesia, legalisasi MVS dilakukan melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2021 sebagai respons terhadap dinamika kompetisi global dalam menarik perusahaan berbasis teknologi agar tetap melakukan pencatatan saham di bursa dalam negeri (jasa Keuangan, 2021). Regulasi ini mencerminkan orientasi kebijakan yang lebih pragmatis dalam rangka meningkatkan daya saing pasar modal nasional. Namun demikian, kebijakan tersebut menimbulkan konsekuensi normatif yang mendasar, khususnya terhadap prinsip kesetaraan pemegang saham dalam hukum perseroan terbatas sebagaimana diatur dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (R. Indonesia, 2007).

Lebih jauh, dalam konteks hukum tata negara ekonomi Indonesia, struktur MVS berpotensi menimbulkan ketegangan dengan prinsip demokrasi ekonomi yang diamanatkan dalam Pasal 33 Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945. Prinsip tersebut menekankan asas kebersamaan, efisiensi yang berkeadilan, serta penguasaan cabang produksi yang penting oleh negara untuk sebesar-besarnya kemakmuran rakyat (U.-U. D. N. R. Indonesia, 1945). Dalam perspektif ini, konsentrasi hak kontrol yang tidak seimbang dapat dipandang sebagai deviasi terhadap prinsip keadilan ekonomi konstitusional (Asshiddiqie, 2010).

Di sisi lain, dalam perspektif ekonomi Islam, struktur kepemilikan dan kontrol dalam aktivitas ekonomi tidak hanya dinilai dari aspek legal-formal, tetapi juga dari dimensi etika dan keadilan substantif. Prinsip *'adl* (keadilan), *tawazun* (keseimbangan), dan *maslahah* (kemaslahatan) menjadi parameter utama dalam menilai legitimasi suatu instrumen ekonomi (Chapra, 2016). Oleh karena itu, setiap bentuk diferensiasi hak dalam struktur korporasi harus diuji apakah benar-benar menghasilkan kemaslahatan publik atau justru menciptakan dominasi ekonomi yang tidak proporsional (Dusuki, 2008).

Kajian akademik sebelumnya banyak membahas MVS dari perspektif efisiensi pasar modal dan *corporate governance*, khususnya dalam literatur hukum perusahaan Barat yang menekankan stabilitas manajemen dan perlindungan inovasi perusahaan

teknologi (Hansmann & Kraakman, 2017; La Porta et al., 1999). Namun, kajian tersebut masih terbatas dalam mengintegrasikan analisis normatif yang menghubungkan tiga dimensi sekaligus, yaitu hukum pasar modal Indonesia, prinsip demokrasi ekonomi konstitusional, dan perspektif ekonomi Islam dalam satu kerangka analisis yang terpadu.

Berdasarkan kesenjangan yang ada, penelitian ini menawarkan kontribusi baru berupa model triangulasi normatif yang mengintegrasikan secara simultan hukum pasar modal Indonesia sebagai kerangka legal positif, konsep demokrasi ekonomi konstitusional berdasarkan Pasal 33 UUD 1945, serta prinsip ekonomi Islam yang berlandaskan keadilan, keseimbangan, dan kemaslahatan. Melalui pendekatan tersebut, penelitian ini tidak hanya bersifat deskriptif-analitis, tetapi juga normatif-kritis dalam merumuskan rekonstruksi hukum yang lebih berkeadilan serta berorientasi pada keseimbangan antara efisiensi ekonomi dan keadilan sosial.

2. Metode

Penelitian ini merupakan penelitian hukum normatif (*normative legal research*) yang menempatkan hukum bukan hanya sebagai norma positif yang tertulis dalam peraturan perundang-undangan, tetapi juga sebagai sistem nilai yang berkelindan dengan prinsip keadilan konstitusional dan etika ekonomi. Pendekatan ini relevan karena isu multiple voting shares (MVS) tidak hanya berada pada wilayah teknis pasar modal, tetapi juga menyentuh dimensi filosofis hukum perseroan dan keadilan ekonomi (Iqbal & Mirakhor, 2011).

Penelitian ini bersifat deskriptif-analitis dan preskriptif-normatif, yaitu tidak hanya menggambarkan norma hukum yang berlaku, tetapi juga mengevaluasi kesesuaiannya dengan prinsip demokrasi ekonomi dan etika ekonomi Islam. Dalam konteks ini, hukum dipahami sebagai sistem yang terbuka terhadap kritik normatif berbasis nilai (*value-based legal analysis*) (Asshiddiqie, 2010).

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan tiga pendekatan utama yang saling melengkapi:

1. *Statute Approach* (Pendekatan Peraturan Perundang-undangan)

Pendekatan ini dilakukan dengan menganalisis secara sistematis norma-norma hukum yang relevan, yaitu:

- a. Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945, khususnya Pasal 33 sebagai dasar demokrasi ekonomi (U.-U. D. N. R. Indonesia, 1945).
- b. Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas sebagai dasar hukum struktur kepemilikan saham (R. Indonesia, 2007).
- c. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2021 tentang saham dengan hak suara multipel sebagai dasar legalisasi MVS (jasa Keuangan, 2021).

Analisis dilakukan untuk mengidentifikasi adanya koherensi atau ketegangan normatif (*normative tension*) antar regulasi tersebut.

2. *Conceptual Approach* (Pendekatan Konseptual)

Pendekatan ini digunakan untuk menguji konsep-konsep kunci dalam penelitian, yaitu:

- a. Konsep *corporate governance* yang menekankan keseimbangan antara kontrol dan kepemilikan (Hansmann & Kraakman, 2017).
- b. Konsep asimetri kepemilikan dan kontrol dalam struktur korporasi modern (La Porta et al., 1999)

- c. Konsep demokrasi ekonomi dalam perspektif konstitusi Indonesia (Asshiddiqie, 2010)
- d. Konsep keadilan (*'adl*), keseimbangan (*tawazun*), dan kemaslahatan (*maslahah*) dalam ekonomi Islam (Chapra, 2016; Dusuki, 2008)

Pendekatan ini bertujuan membangun kerangka analitis lintas disiplin antara hukum positif, konstitusi ekonomi, dan etika Islam.

3. *Comparative Approach* (Pendekatan Komparatif)

Pendekatan ini digunakan untuk membandingkan praktik dual-class shares/MVS dalam literatur hukum korporasi global, khususnya dalam konteks:

- a. Argumentasi efisiensi dan inovasi pasar modal (Bebchuk & Kastiel, 2017)
- b. Evolusi global hukum korporasi menuju konvergensi model tata kelola (Hansmann & Kraakman, 2017)
- c. Risiko dominasi kontrol dalam struktur kepemilikan tidak proporsional (La Porta et al., 1999)

Perbandingan ini digunakan untuk mengidentifikasi posisi Indonesia dalam arsitektur *global corporate governance*.

Teknik Analisis Data

Analisis dilakukan secara kualitatif-normatif dengan menggunakan teknik:

- a. Interpretasi sistematis, yaitu menafsirkan norma hukum secara utuh dalam keterkaitannya dengan norma lain dalam sistem hukum
- b. Interpretasi teleologis, yaitu menafsirkan hukum berdasarkan tujuan pembentukan norma, khususnya keadilan dan kemaslahatan
- c. Interpretasi normatif-kritis, yaitu menguji validitas normatif hukum positif terhadap nilai konstitusi dan etika ekonomi Islam

Pendekatan ini memungkinkan penelitian tidak berhenti pada validitas formal hukum, tetapi juga masuk pada dimensi legitimasi substantif (*substantive legitimacy*) (Asshiddiqie, 2010; Iqbal & Mirakhor, 2011).

Kerangka Pemikiran Analitis

Penelitian ini menggunakan kerangka triangulasi normatif yang menghubungkan tiga sistem nilai:

- a. Hukum pasar modal Indonesia (*legal positivism framework*)
- b. Demokrasi ekonomi konstitusional (*constitutional economic framework*)
- c. Ekonomi Islam (*ethical-normative framework*)

Triangulasi ini digunakan untuk menguji apakah MVS berada dalam posisi:

- a. selaras (*compatible*),
- b. deviatif terbatas (*limited deviation*), atau
- c. bertentangan secara normatif (*normative contradiction*) terhadap sistem hukum dan nilai yang berlaku.

3. Hasil Dan Pembahasan

MVS dalam Hukum Pasar Modal Indonesia

Multiple Voting Shares (MVS) dalam sistem hukum pasar modal Indonesia dilegitimasi melalui POJK No. 22/POJK.04/2021 sebagai instrumen inovasi

kelembagaan untuk meningkatkan daya saing pasar modal nasional dan mencegah relokasi pencatatan perusahaan ke bursa luar negeri (Otoritas jasa keuangan, 2020). Kebijakan ini menunjukkan adanya pergeseran paradigma dari model klasik *one share one vote* menuju model *differentiated voting rights*, yang secara teoritis bertujuan mempertahankan kontrol pendiri atas arah strategis perusahaan.

Dalam perspektif *corporate governance*, perubahan ini tidak dapat dipahami sekadar sebagai inovasi teknis, melainkan sebagai rekonstruksi struktur kekuasaan korporasi. Hansmann dan Kraakman menyatakan bahwa evolusi hukum korporasi modern cenderung mengarah pada penguatan efisiensi kontrol, namun sekaligus mengorbankan prinsip kesetaraan suara pemegang saham (Hansmann & Kraakman, 2017). Dengan demikian, MVS dapat dipahami sebagai bentuk kompromi antara efisiensi pasar dan prinsip demokrasi korporasi.

Namun demikian, kritik normatif menunjukkan bahwa legitimasi hukum dalam konteks ini tidak bersifat netral. Regulasi pasar modal tidak hanya mengatur mekanisme ekonomi, tetapi juga menentukan distribusi kekuasaan dalam perusahaan. Bebchuk dan Kastiel menegaskan bahwa struktur dual-class cenderung menciptakan entrenchment effect, yaitu penguatan posisi pengendali yang sulit dikoreksi oleh mekanisme pasar (Bebchuk & Kastiel, 2017). Dengan demikian, hukum berfungsi tidak hanya sebagai instrumen regulatif, tetapi juga sebagai arsitektur kekuasaan ekonomi.

MVS dan Distorsi Demokrasi Ekonomi

Dalam kerangka Pasal 33 UUD 1945, sistem perekonomian Indonesia didasarkan pada prinsip demokrasi ekonomi yang menekankan keseimbangan antara efisiensi, keadilan sosial, dan kebersamaan (U.-U. D. N. R. Indonesia, 1945). Namun, implementasi MVS menimbulkan disosiasi struktural antara hak ekonomi (*ownership*) dan hak kontrol (*control rights*), yang secara normatif berpotensi menggeser prinsip kesetaraan ekonomi.

Distorsi tersebut dapat dianalisis dalam tiga dimensi utama:

Pertama, terjadi ketimpangan representasi ekonomi, di mana kontribusi modal tidak lagi sebanding dengan kekuatan pengambilan keputusan. Hal ini menggeser prinsip proporsionalitas yang menjadi dasar hukum perseroan terbatas (UU PT) (R. Indonesia, 2007).

Kedua, terjadi pelemahan mekanisme kontrol internal, karena pemegang saham minoritas kehilangan daya korektif terhadap keputusan strategis perusahaan. Dalam literatur La Porta et al., kondisi ini meningkatkan risiko ekspropriasi oleh pemegang kontrol mayoritas (La Porta et al., 1999).

Ketiga, terbentuk potensi konsentrasi kekuasaan korporasi (*corporate oligarchy*) yang bertentangan dengan semangat demokrasi ekonomi Indonesia sebagaimana ditegaskan oleh Jimly Asshiddiqie bahwa ekonomi konstitusional harus menghindari dominasi segelintir aktor ekonomi (Asshiddiqie, 2010).

Dengan demikian, MVS tidak hanya merupakan isu teknis pasar modal, tetapi juga problem ketatanegaraan ekonomi yang menyentuh desain keadilan distribusi kekuasaan ekonomi.

Perspektif Ekonomi Islam: Conditional Legitimacy

Dalam perspektif ekonomi Islam, validitas suatu struktur ekonomi tidak hanya ditentukan oleh legalitas formal, tetapi juga oleh kesesuaian dengan prinsip maqasid al-shariah, khususnya perlindungan terhadap keadilan (*'adl*), keseimbangan

(*tawazun*), dan kemaslahatan (*maslahah*) (Chapra, 2016). Chapra menegaskan bahwa sistem ekonomi Islam menolak segala bentuk struktur yang menciptakan ketimpangan eksploitatif yang sistemik (Iqbal & Mirakhor, 2011).

Dalam konteks ini, MVS tidak secara otomatis ditolak, tetapi ditempatkan dalam kategori *conditional permissibility* (kebolehan bersyarat). Struktur ini dapat diterima apabila memenuhi tiga syarat utama:

- a. Tidak menciptakan dominasi kekuasaan yang merugikan pemegang saham minoritas secara sistemik
- b. Menjaga proporsionalitas antara risiko ekonomi dan hak kontrol
- c. Menghasilkan kemaslahatan kolektif bagi perusahaan dan publik pasar modal

Namun, apabila MVS berubah menjadi instrumen dominasi struktural yang permanen, maka ia bertentangan dengan prinsip keadilan distributif dalam ekonomi Islam sebagaimana ditegaskan oleh Dusuki dan Iqbal & Mirakhor bahwa tata kelola Islam harus memastikan akuntabilitas, keadilan, dan perlindungan pihak lemah dalam transaksi ekonomi (Dusuki, 2008).

Dengan demikian, dalam perspektif Islam, MVS berada dalam ruang etik-normatif yang bersyarat, bukan absolut.

Rekonstruksi Hukum Ideal

Berdasarkan analisis normatif, konstitusional, dan etis, diperlukan rekonstruksi hukum terhadap pengaturan MVS agar tidak terjadi ketidakseimbangan antara inovasi pasar dan keadilan ekonomi. Rekonstruksi ini dapat dilakukan melalui empat pilar utama:

1. Pembatasan Struktural

Penerapan rasio maksimum hak suara, pembatasan durasi MVS melalui *sunset clause*, serta evaluasi berkala struktur kepemilikan untuk mencegah penguncian kekuasaan permanen (Bebchuk & Kastiel, 2017).

2. Perlindungan Investor Minoritas

Penguatan mekanisme *fiduciary duty*, hak *derivative action*, serta keterbukaan informasi untuk mencegah penyalahgunaan kontrol oleh pemegang saham pengendali (R. Indonesia, 2007).

3. Transparansi dan Akuntabilitas

Peningkatan standar disclosure terkait struktur voting rights dan kebijakan pengendalian perusahaan guna memastikan mekanisme pasar berjalan secara informasional efisien.

4. Integrasi Nilai Konstitusi dan Syariah

Regulasi pasar modal perlu mengintegrasikan nilai demokrasi ekonomi Pasal 33 UUD 1945 dan prinsip maqasid al-shariah, sehingga hukum tidak hanya bersifat teknokratis, tetapi juga berorientasi pada keadilan substantif (Asshiddiqie, 2010; Chapra, 2016).

Rekonstruksi ini penting untuk memastikan bahwa inovasi finansial tidak mengorbankan prinsip dasar keadilan ekonomi dalam sistem hukum Indonesia.

4. Simpulan

Berdasarkan hasil pembahasan dan analisis yang telah diuraikan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa *Multiple Voting Shares* (MVS) dalam POJK No. 22/POJK.04/2021 merepresentasikan transformasi mendasar dalam hukum pasar

modal Indonesia, dari prinsip kesetaraan hak suara menuju model diferensiasi yang bersifat pragmatis dan instrumental, guna meningkatkan daya saing investasi serta daya tarik emiten di pasar global. Namun, dalam perspektif demokrasi ekonomi berdasarkan Pasal 33 UUD 1945, keberadaan MVS menimbulkan ketegangan normatif karena menciptakan asimetri antara kepemilikan ekonomi dan hak kontrol perusahaan, yang berpotensi memusatkan kekuasaan korporasi pada kelompok tertentu dan mengarah pada struktur ekonomi yang oligarkis serta melemahkan prinsip kesetaraan dalam tata kelola perusahaan. Sementara itu, dalam perspektif ekonomi Islam, MVS tidak secara otomatis ditolak, melainkan diperbolehkan secara bersyarat sepanjang memenuhi prinsip keadilan (*'adl*), keseimbangan (*tawazun*), dan kemaslahatan (*maslahah*), serta tidak menimbulkan eksploitasi terhadap pihak yang lebih lemah. Oleh karena itu, diperlukan rekonstruksi hukum pasar modal yang lebih komprehensif melalui pembatasan struktural terhadap ketidakseimbangan hak suara, penguatan perlindungan bagi pemegang saham minoritas, serta integrasi nilai-nilai konstitusi ekonomi Indonesia dan etika ekonomi Islam, agar inovasi pasar modal tetap selaras dengan prinsip efisiensi, keadilan, dan keberlanjutan sistem hukum ekonomi nasional.

5. Daftar Pustaka

- Ashiddiqie, J. (2010). *Konstitusi ekonomi*. Penerbit Buku Kompas.
- Bebchuk, L. A., & Kastiel, K. (2017). The untenable case for perpetual dual-class stock. *Va. L. Rev.*, 103, 585.
- Chapra, M. U. (2016). *The future of economics: An Islamic perspective* (Vol. 21). Kube Publishing Ltd.
- Dusuki, A. W. (2008). What does Islam say about corporate social responsibility. *Review of Islamic Economics*, 12(1), 5–28.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2017). The end of history for corporate law. In *Corporate governance* (pp. 49–78). Gower.
- Indonesia, R. (2007). Undang-undang Republik Indonesia nomor 40 tahun 2007 tentang perseroan terbatas. *Jakarta: Sekretariat Negara*.
- Indonesia, U.-U. D. N. R. (1945). Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945 Dalam Satu Naskah. *Jdih. Bapeten. Go. Id*.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). *An introduction to Islamic finance: Theory and practice*. John Wiley & Sons.
- jasa Keuangan, O. (2021). *FSA Regulation on Implementation of Stock Classification with Multiple Voting Rights (MVS) by Issuers with Innovation and High Growth Rate Conducting Public Offerings of Equity Securities (SHSM)-POJK 22/04/2021 (2021)(Indonesian)*.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- Otoritas jasa keuangan. (2020). Buletin riset kebijakan perbankan. *Buletin Riset Kebijakan Perbankan*, 2(1).