

Implikasi Hukum Penerapan *Appraisal Rights* (Hak Meminta Saham Dibeli) dalam Merger Bank Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan

Cahya Utami Aldana¹

¹ Fakultas Hukum UPN Veteran Jakarta, Indonesia E-mail: cahayaalda16@gmail.com

Diterima: 11 Oktober 2026

Direview: 11 Desember 2025

Disetujui: 25 April 2026

Abstract

The 2019 merger between Bank Danamon and Bank Nusantara Parahyangan (BNP) raised a fundamental issue regarding the effectiveness of appraisal rights as a legal protection mechanism for minority shareholders. Although these rights are normatively regulated under Article 62 of the Indonesian Company Law (Law No. 40 of 2007) and the Financial Services Authority Regulation (POJK) No. 74/POJK.04/2016, their implementation in practice tends to be formalistic and has not fully ensured substantive justice. This study aims to analyze the application of appraisal rights in the Danamon-BNP merger and its legal implications for the protection of minority shareholders. The research employs a normative juridical method with statutory, conceptual, and comparative approaches. The findings reveal that although the merger procedure formally complies with existing regulations, its implementation does not fully reflect the fairness principle within good corporate governance. Limited transparency in fair value determination and weak supervisory oversight by the Financial Services Authority (OJK) have created potential inequities in protecting minority shareholders' economic rights. Therefore, regulatory reform is required to enhance valuation transparency and strengthen OJK's supervisory role, ensuring that appraisal rights function effectively as an instrument of corporate justice within Indonesia's banking sector.

Keywords: *Appraisal Rights; Financial Services Authority (OJK); Legal Protection.*

Abstrak

Merger Bank Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan (BNP) tahun 2019 menjadi studi penting dalam menilai efektivitas penerapan *appraisal rights* sebagai bentuk perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas. Secara normatif, *appraisal rights* diatur dalam Pasal 62 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas dan POJK Nomor 74/POJK.04/2016. Namun, dalam praktiknya, hak ini sering kali hanya bersifat formal tanpa menjamin keadilan substantif, terutama terkait transparansi informasi, penentuan harga wajar saham, dan independensi penilai. Penelitian ini menggunakan metode hukum normatif dengan pendekatan perundang-undangan, konseptual, dan komparatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa meskipun prosedur hukum merger telah sesuai dengan ketentuan peraturan, pelaksanaannya belum sepenuhnya melindungi kepentingan ekonomi pemegang saham minoritas. Keterbatasan mekanisme *fair value disclosure* dan minimnya pengawasan OJK menyebabkan potensi ketimpangan dalam distribusi keadilan korporatif. Oleh karena itu, diperlukan reformasi regulasi yang memperkuat peran OJK dalam pengawasan pasca-merger, meningkatkan transparansi penilaian saham sesuai PSAK 68, serta menegakkan prinsip *good corporate governance* agar *appraisal rights* berfungsi efektif sebagai instrumen keadilan dan kepastian hukum di sektor perbankan nasional.

Kata Kunci: *Appraisal Rights; OJK; Perlindungan Hukum.*



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/).

PENDAHULUAN

Merger dan akuisisi merupakan salah satu strategi korporasi yang digunakan untuk memperkuat posisi bisnis, memperluas jaringan usaha, serta meningkatkan efisiensi perusahaan.¹ Dalam konteks hukum perusahaan, proses merger tidak hanya merupakan tindakan ekonomi, tetapi juga membawa implikasi yuridis terhadap status hukum, hak, dan kewajiban para pemegang saham serta pihak ketiga.² Oleh karena itu, setiap proses penggabungan usaha wajib memperhatikan prinsip-prinsip perlindungan hukum bagi seluruh pemangku kepentingan, termasuk pemegang saham minoritas yang sering berada dalam posisi rentan.

Salah satu instrumen hukum yang dihadirkan untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas adalah *appraisal rights*, atau yang dikenal dalam hukum Indonesia sebagai hak meminta saham dibeli kembali.³ Hak ini memungkinkan pemegang saham yang tidak menyetujui keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) mengenai merger, konsolidasi, atau akuisisi, untuk meminta agar saham miliknya dibeli oleh perseroan dengan harga wajar (Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Pasal 62 ayat (1)).

Penerapan *appraisal rights* di Indonesia masih menghadapi berbagai tantangan, terutama terkait mekanisme penentuan harga wajar saham, pembuktian alasan keberatan, serta batas waktu pelaksanaan hak tersebut.⁴ Dalam praktiknya, sering kali terjadi ketidakseimbangan posisi antara pemegang saham minoritas dan manajemen perusahaan yang mengendalikan proses merger, sehingga perlindungan hukum yang diberikan belum sepenuhnya efektif.⁵

Fenomena ini menjadi relevan ketika dikaitkan dengan kasus merger antara Bank Danamon Indonesia Tbk dan Bank Nusantara Parahyangan Tbk (BNP) pada tahun 2019. Penggabungan tersebut dilakukan setelah PT Bank Danamon Indonesia Tbk menjadi pemegang saham mayoritas BNP, di mana entitas hasil merger tetap menggunakan nama Bank Danamon.⁶ Walaupun proses merger ini telah memperoleh persetujuan dari OJK dan RUPS masing-masing bank, muncul pertanyaan mengenai sejauh mana hak-hak pemegang saham minoritas BNP terlindungi secara hukum, khususnya dalam konteks pelaksanaan *appraisal rights*.

Menurut laporan keterbukaan informasi Bursa Efek Indonesia, terdapat

¹ Fuady, Munir. Hukum Perusahaan Modern: Asas, Teori, dan Praktik. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2014. hlm. 45.

² Sembiring, Sentosa. (2020). Hukum Perseroan Terbatas di Indonesia. Bandung: Mandar Maju. hlm. 81-82.

³ Prasetya, Rudhy. (2021). Teori dan Praktik Hukum Perseroan di Indonesia. Jakarta: Prenadamedia Group. hlm. 213-217

⁴ Wibowo, Arief. (2022). "Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Merger dan Akuisisi." Jurnal Hukum Bisnis Indonesia, 9(1): hlm. 94-97.

⁵ Dewi, Ni Luh Putu Ayu. (2023). Hak-Hak Pemegang Saham dalam Perspektif Hukum Korporasi. Yogyakarta: UII Press. hlm. 56

⁶ Otoritas Jasa Keuangan (OJK). (2019). Laporan Penggabungan Bank Danamon dan BNP. Jakarta: OJK. hlm. 3-6.

sebagian pemegang saham BNP yang menolak keputusan merger dan mengajukan permintaan pembelian kembali saham mereka.⁷ Namun, mekanisme pelaksanaannya menimbulkan perdebatan, baik terkait dengan transparansi penilaian harga wajar saham maupun keadilan kompensasi bagi pemegang saham yang keberatan.⁸ Hal ini memperlihatkan bahwa meskipun *appraisal rights* telah diatur secara normatif, implementasinya dalam praktik masih menyisakan persoalan hukum yang signifikan.

Dari sudut pandang teori perlindungan hukum, sebagaimana dikemukakan oleh Satjipto Rahardjo, hukum seharusnya tidak hanya berhenti pada norma tertulis, tetapi juga harus memberikan jaminan atas rasa keadilan dan kepastian bagi pihak-pihak yang terlibat. Jika penerapan *appraisal rights* dalam merger Bank Danamon–BNP belum mampu memberikan keadilan substantif bagi pemegang saham minoritas, maka perlu dilakukan evaluasi terhadap instrumen hukum yang ada agar tidak sekadar bersifat formalistik.

Selain itu, penting pula melihat konteks regulasi di sektor perbankan yang berada di bawah pengawasan ketat OJK. Mengingat merger di sektor ini tidak hanya berdampak pada entitas hukum perusahaan, tetapi juga terhadap stabilitas sistem keuangan nasional, maka diperlukan keseimbangan antara kepentingan bisnis dan perlindungan hukum investor.⁹ Dalam konteks tersebut, penelitian ini berupaya menganalisis implikasi hukum penerapan *appraisal rights* dalam merger Bank Danamon dan BNP, dengan fokus pada efektivitas perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas serta kesesuaian pelaksanaannya dengan prinsip-prinsip *good corporate governance*.¹⁰

Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi akademik dan praktis dalam memahami peran *appraisal rights* sebagai instrumen perlindungan hukum investor di Indonesia, sekaligus memperkaya wacana hukum korporasi di tengah meningkatnya tren konsolidasi perbankan nasional.¹¹

METODE PENULISAN

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum normatif yang bertujuan untuk menelaah penerapan hak meminta saham dibeli (*appraisal rights*) dalam proses merger antara Bank Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan. Penelitian ini mengandalkan bahan hukum primer, sekunder, dan tersier untuk mengidentifikasi serta menganalisis dasar hukum dan prinsip *good corporate*

⁷ Bursa Efek Indonesia (BEI). (2019). Keterbukaan Informasi Merger Bank BNP–Danamon. Jakarta: BEI. hlm. 4.

⁸ Wibowo, Arief. (2022). “Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Merger dan Akuisisi.” *Jurnal Hukum Bisnis Indonesia*, 9(1): hlm. 94–97.

⁹ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 41/POJK.03/2019 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Bank Umum.

¹⁰ OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing. hlm. 33.

¹¹ Prasetya, Rudhy. (2021). *Teori dan Praktik Hukum Perseroan di Indonesia*. Jakarta: Prenadamedia Group. hlm. 213–217.

governance yang relevan.

Pendekatan yang digunakan meliputi pendekatan perundang-undangan (*statute approach*) guna menelaah ketentuan normatif yang berlaku, pendekatan konseptual (*conceptual approach*) untuk memahami teori dan asas perlindungan pemegang saham minoritas, serta pendekatan komparatif (*comparative approach*) untuk menilai kesesuaian praktik di Indonesia dengan negara lain. Teknik analisis data dilakukan secara kualitatif preskriptif dengan penyajian deskriptif-analitis, sehingga hasil penelitian dapat memberikan pemahaman sistematis, logis, dan argumentatif mengenai efektivitas penerapan *appraisal rights* dalam menjaga keseimbangan kepentingan antara korporasi dan pemegang saham minoritas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaturan dan Penerapan *Appraisal Rights* dalam Merger Bank Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan

Dasar Hukum dan Konsep *Appraisal Rights* dalam Sistem Hukum Indonesia

Konsep *appraisal rights* atau hak meminta saham dibeli kembali merupakan salah satu instrumen penting dalam hukum korporasi modern. Dalam konteks hukum Indonesia, hak tersebut diatur secara eksplisit dalam Pasal 62 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT). Ketentuan ini menegaskan bahwa pemegang saham yang tidak menyetujui keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) mengenai penggabungan, peleburan, pengambilalihan, atau perubahan anggaran dasar berhak untuk meminta agar perseroan membeli kembali saham yang dimilikinya.

Hak *appraisal* berfungsi sebagai mekanisme perlindungan hukum preventif yang menjamin keseimbangan antara kepentingan pemegang saham minoritas dan kebijakan korporasi yang ditentukan oleh pemegang saham mayoritas. Dalam perspektif hukum ekonomi, hak ini mencerminkan prinsip *fair treatment*, yaitu perlakuan yang setara dan adil di antara seluruh pemegang saham tanpa memandang besaran kepemilikan modalnya.¹²

Dari sudut pandang teori perlindungan hukum sebagaimana dikemukakan Satjipto Rahardjo, setiap sistem hukum seharusnya tidak hanya menitikberatkan pada perlindungan normatif, tetapi juga menjamin rasa keadilan substantif dalam implementasinya. Artinya, keberadaan *appraisal rights* tidak semata-mata menjadi formalitas prosedural, melainkan sebagai alat untuk menjaga keadilan distributif dalam proses pengambilan keputusan korporasi.

Selain itu, dalam praktik pasar modal, *appraisal rights* berkaitan erat dengan asas keterbukaan (*disclosure principle*) sebagaimana diatur dalam Peraturan OJK No. 74/POJK.04/2016 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perusahaan Terbuka. Regulasi tersebut mewajibkan perusahaan untuk memberikan

¹² Prasetya, R. (2021). Hukum Perseroan Terbatas di Indonesia. Jakarta: Sinar Grafika. hlm. 215.

informasi yang lengkap, jujur, dan akurat kepada publik terkait rencana aksi korporasi yang berpotensi memengaruhi nilai saham atau hak-hak investor.

Tujuan Perlindungan Hukum bagi Pemegang Saham Minoritas

Appraisal rights memiliki fungsi fundamental sebagai instrumen pengimbang kekuasaan korporasi, terutama dalam situasi di mana keputusan strategis perusahaan dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Dalam literatur hukum korporasi, hak ini digolongkan sebagai salah satu bentuk *exit right*, yaitu hak untuk keluar dari struktur kepemilikan perusahaan dengan imbalan kompensasi yang layak.¹³

Fungsi ini menjadi sangat penting di negara berkembang seperti Indonesia, di mana struktur kepemilikan perusahaan cenderung terkonsentrasi pada segelintir pemegang saham utama. Tanpa adanya *appraisal rights*, pemegang saham minoritas sering kali tidak memiliki daya tawar terhadap kebijakan korporasi, termasuk keputusan merger atau akuisisi yang berpotensi mengubah arah bisnis dan nilai ekonominya.

Dalam konteks perlindungan hukum, hak *appraisal* memberikan jaminan keadilan prosedural dan substansial. Jaminan prosedural tercermin dari kewajiban perusahaan untuk menyelenggarakan RUPS dengan keterbukaan informasi, sedangkan jaminan substansial diwujudkan melalui mekanisme pembelian kembali saham dengan harga yang wajar. Namun, dalam praktiknya, kedua dimensi ini tidak selalu berjalan selaras, terutama jika terdapat asimetri informasi dan dominasi pemegang saham mayoritas dalam menentukan valuasi.¹⁴

Implementasi *Appraisal Rights* dalam Merger Bank Danamon-BNP

Kasus merger PT Bank Danamon Indonesia Tbk (BDMN) dan PT Bank Nusantara Parahyangan Tbk (BNP) pada tahun 2019 menjadi salah satu studi penting dalam penerapan *appraisal rights* di sektor perbankan. Berdasarkan dokumen keterbukaan informasi yang diterbitkan Bursa Efek Indonesia dan laporan Otoritas Jasa Keuangan¹⁵, pemegang saham yang menolak keputusan merger memiliki kesempatan untuk mengajukan hak pembelian kembali sahamnya.

Secara normatif, prosedur tersebut telah dijalankan sesuai dengan ketentuan UUPT dan peraturan OJK. Namun, efektivitas pelaksanaannya masih dipertanyakan. Beberapa pemegang saham minoritas menganggap bahwa proses penentuan harga saham tidak sepenuhnya mencerminkan nilai ekonomi riil perusahaan. Hal ini

¹³ Sembiring, S. (2020). *Perlindungan Pemegang Saham Minoritas dalam Perseroan Terbatas*. Bandung: Citra Aditya Bakti. hlm. 87.

¹⁴ Dewi, N. K. (2023). *Hak Pemegang Saham dalam Konteks Good Corporate Governance*. Yogyakarta: Deepublish. hlm. 58.

¹⁵ Otoritas Jasa Keuangan (OJK). *Siaran Pers: OJK Setujui Penggabungan Bank Danamon dan BNP*, 2019.

disebabkan karena penilaian harga dilakukan oleh pihak independen yang ditunjuk oleh perusahaan, sehingga menimbulkan potensi konflik kepentingan.

Selain itu, keterbatasan waktu untuk mengajukan hak appraisal yakni 30 hari sejak keputusan RUPS, dinilai tidak memberikan ruang cukup bagi investor untuk melakukan evaluasi finansial secara komprehensif. Dalam industri perbankan yang kompleks, analisis nilai wajar saham memerlukan waktu yang lebih panjang, terutama karena faktor aset dan kewajiban yang saling berkelindan.

Analisis terhadap Mekanisme Penentuan Harga Wajar dan Transparansi

Penentuan harga wajar saham (*fair value*) merupakan aspek paling krusial dalam implementasi *appraisal rights*. Berdasarkan prinsip keadilan dalam hukum korporasi, harga pembelian kembali saham seharusnya merepresentasikan nilai ekonomi perusahaan secara objektif. Namun dalam praktik merger Danamon-BNP, terdapat perbedaan persepsi antara pihak perusahaan dan pemegang saham minoritas terkait kewajaran valuasi.

Menurut laporan independen yang diterbitkan oleh valuator eksternal, harga pembelian ditetapkan dengan mempertimbangkan metode *discounted cash flow* dan *comparable transaction analysis*. Meski secara teknis sesuai dengan kaidah valuasi, penilaian ini tetap menyisakan ruang subjektivitas yang cukup luas (BEI, 2019). Subjektivitas tersebut sering kali menimbulkan persepsi bahwa *appraisal rights* hanya menjadi mekanisme administratif, bukan perlindungan substansial.

Selain itu, kurangnya keterbukaan informasi mengenai asumsi valuasi memperlemah prinsip transparansi yang seharusnya menjadi dasar perlindungan investor. Padahal, *disclosure* yang komprehensif merupakan bagian integral dari asas *good corporate governance* (GCG), khususnya prinsip *transparency* dan *accountability*.

Hambatan Hukum dan Kelemahan Praktis dalam Pelaksanaannya

Beberapa kendala utama dalam pelaksanaan *appraisal rights* di Indonesia meliputi keterbatasan waktu pengajuan hak, dominasi pemegang saham pengendali, rendahnya partisipasi pemegang saham minoritas, serta kurangnya mekanisme pengawasan dari otoritas pasar modal.

Dalam merger Danamon-BNP, posisi MUFG Bank Ltd. sebagai pemegang saham mayoritas memperlihatkan adanya dominasi struktural yang signifikan dalam proses pengambilan keputusan. Meskipun secara formal semua pemegang saham memiliki hak suara yang sama di RUPS, namun realitas menunjukkan bahwa keputusan strategis sudah ditentukan sejak tahap pra-merger. Kondisi ini menggambarkan lemahnya efektivitas *appraisal rights* dalam menyeimbangkan kekuasaan korporasi.¹⁶

¹⁶ Wibowo, Arief. (2022). "Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Merger dan Akuisisi." Jurnal Hukum Bisnis Indonesia, 9(1): hlm. 96.

Selain itu, pengawasan OJK masih bersifat pasif, terbatas pada aspek formil kepatuhan terhadap peraturan, tanpa evaluasi mendalam terhadap keberlanjutan prinsip keadilan substantif.

Implikasi Hukum Penerapan *Appraisal Rights* terhadap Perlindungan Pemegang Saham Minoritas

Implikasi terhadap Kepastian dan Keadilan Hukum

Penerapan *appraisal rights* dalam merger Bank Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan memiliki implikasi yang kompleks terhadap prinsip kepastian dan keadilan hukum. Dalam konteks hukum korporasi Indonesia, *appraisal rights* atau hak pemegang saham untuk meminta agar sahamnya dibeli kembali apabila tidak menyetujui keputusan RUPS terkait aksi korporasi strategis seperti merger – merupakan mekanisme perlindungan hukum yang berfungsi menyeimbangkan kepentingan mayoritas dan minoritas. Prinsip ini diatur secara eksplisit dalam Pasal 62 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT).¹⁷

Dari perspektif kepastian hukum, keberadaan *appraisal rights* bertujuan menciptakan prediktabilitas terhadap akibat hukum yang timbul dari keputusan korporasi, terutama merger. Pemegang saham minoritas memiliki ekspektasi bahwa hak tersebut dapat dijalankan dengan prosedur yang transparan dan waktu yang pasti. Namun, dalam praktik merger Bank Danamon dan BNP, kepastian hukum ini belum sepenuhnya terjamin karena terdapat sejumlah kendala administratif dan perbedaan tafsir antar-regulator terkait kewenangan dan mekanisme valuasi saham.¹⁸

Kendala muncul ketika proses konversi saham BNP ke Bank Danamon melalui mekanisme *share swap* menimbulkan perbedaan nilai wajar saham di antara pemegang saham minoritas. Mereka menghadapi ketidakpastian mengenai metode valuasi dan waktu pembayaran, padahal secara normatif *appraisal rights* menghendaki kejelasan proses tersebut.¹⁹

Selain itu, aspek kepastian hukum juga berkaitan dengan koordinasi antar lembaga seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI). OJK sebagai otoritas pengawas sektor jasa keuangan memiliki peran sentral dalam memastikan bahwa pelaksanaan merger tidak menimbulkan asymmetric information atau praktik yang merugikan pemegang saham minoritas. Namun, laporan pengawasan menunjukkan bahwa dalam kasus merger ini, OJK lebih berfokus pada pemenuhan syarat prudensial dan perizinan entitas hasil merger, sementara pengawasan atas pelaksanaan *appraisal rights* lebih bersifat administratif.²⁰

¹⁷ UUPT No. 40 Tahun 2007, Pasal 62 ayat (1).

¹⁸ Akan Merger, Perdagangan Saham Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan Disuspensi
Sumber: <https://money.kompas.com/read/2019/01/21/110021226/akan-merger-perdagangan-saham-danamon-dan-bank-nusantara-parahyangan>.

¹⁹ Fatoni & Dewi, Jurnal Hukum Bisnis dan Keuangan, 2020, hlm. 118-120.

²⁰ Laporan Tahunan OJK 2019, hlm. 212-215.

Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa dari sisi kepastian hukum, masih terdapat ruang perbaikan dalam aspek sinkronisasi antarregulasi, transparansi valuasi saham, dan mekanisme pelaksanaan hak pemegang saham minoritas agar sesuai dengan prinsip *rule of law*.

Aspek keadilan hukum dalam konteks merger Bank Danamon-BNP erat kaitannya dengan distribusi manfaat ekonomi dan perlindungan hak partisipatif pemegang saham minoritas. Dalam teori hukum korporasi modern, keadilan tidak hanya diukur dari kesetaraan formal, tetapi juga dari **keadilan substantif** (*substantive fairness*) yang menilai proporsionalitas kompensasi dan perlakuan terhadap seluruh pemegang saham.²¹

Dalam kasus merger ini, keadilan hukum diuji pada dua aspek utama pertama, proporsionalitas nilai tukar saham antara Bank Danamon dan BNP; dan kedua, prosedur pengambilan keputusan RUPS yang menjadi dasar merger. Beberapa pemegang saham minoritas BNP menganggap rasio pertukaran saham tidak sepenuhnya mencerminkan nilai ekonomi wajar perusahaan, karena didasarkan pada valuasi yang ditentukan oleh pihak independen yang disetujui mayoritas pemegang saham Danamon.²²

Kondisi ini menggambarkan ketimpangan struktural yang sering kali terjadi dalam sistem *corporate governance* Indonesia, di mana dominasi pemegang saham pengendali masih kuat dalam menentukan arah kebijakan korporasi. Meskipun secara formal hak appraisal tersedia, dalam praktiknya posisi tawar pemegang saham minoritas tetap lemah karena keterbatasan akses informasi dan biaya untuk menempuh mekanisme hukum jika haknya dilanggar.²³

Keadilan hukum juga harus dilihat dari cara negara melalui OJK menyeimbangkan prinsip *market fairness* dan *investor protection*. Jika kepastian hukum menjamin aturan yang jelas, maka keadilan hukum menuntut agar aturan tersebut benar-benar memberikan manfaat yang seimbang bagi semua pihak, termasuk kelompok minoritas. Dalam hal ini, perlindungan keadilan substantif belum sepenuhnya tercapai karena belum ada pedoman rinci mengenai metodologi valuasi saham dalam pelaksanaan *appraisal rights* pada bank hasil merger.²⁴

Kepastian dan keadilan hukum merupakan dua prinsip yang harus berjalan seiring. Kepastian tanpa keadilan hanya akan melahirkan formalitas hukum, sementara keadilan tanpa kepastian dapat menimbulkan ketidakstabilan sistem hukum. Dalam konteks merger Bank Danamon-BNP, sinergi antara kedua prinsip ini menjadi indikator keberhasilan perlindungan investor.

²¹ Eisenberg, M.A., *The Structure of Corporation Law*, Oxford, 2005.

²² CNBC Indonesia, "Saham BNP Resmi Digabung ke Danamon", 2019.

²³ Subekti, R., *Hukum Perusahaan di Indonesia*, Prenadamedia, 2018.

²⁴ OJK Regulation No. 12/POJK.03/2020.

Sebagai contoh, penetapan nilai wajar saham yang dilakukan oleh penilai independen (*independent appraiser*) seharusnya menjadi instrumen objektif untuk menjamin kepastian nilai transaksi. Namun, apabila transparansi dan partisipasi pemegang saham minoritas dalam proses penilaian tidak dijamin, maka prinsip keadilan substantif menjadi terabaikan.²⁵

Dalam hukum perbankan nasional, keberhasilan penerapan *appraisal rights* juga mencerminkan sejauh mana otoritas pengawas mampu menjaga stabilitas sistem keuangan tanpa mengorbankan hak-hak individu investor. Oleh karena itu, reformulasi kebijakan pengawasan merger perbankan perlu diarahkan pada model "*law-and-equity integration*", yakni pendekatan yang tidak hanya menekankan kepatuhan hukum (*compliance*), tetapi juga rasa keadilan dalam praktik korporasi.²⁶

Implikasi dari kepastian dan keadilan hukum dalam kasus merger ini tidak hanya berdampak pada perlindungan individual, tetapi juga terhadap stabilitas sistem keuangan nasional. Ketidakpastian atas mekanisme pelaksanaan *appraisal rights* dapat menimbulkan ketidakpercayaan investor terhadap sistem hukum dan pasar modal Indonesia. Dalam jangka panjang, hal ini berpotensi menurunkan minat investasi di sektor perbankan dan menghambat konsolidasi industri keuangan yang sehat.²⁷

Sebaliknya, penerapan *appraisal rights* yang jelas dan adil justru dapat memperkuat legitimasi hukum korporasi dan memperkuat posisi Indonesia dalam kerangka integrasi pasar keuangan ASEAN. Karena itu, penting bagi OJK dan Kementerian Hukum dan HAM untuk melakukan penyempurnaan regulasi turunan UUPT agar mencakup pedoman teknis pelaksanaan *appraisal rights* secara komprehensif, termasuk metode valuasi dan jangka waktu pembayaran saham.²⁸

Evaluasi Penerapan Prinsip Good Corporate Governance (GCG)

Prinsip GCG menuntut perusahaan untuk menjalankan operasionalnya berdasarkan asas *transparency, accountability, responsibility, independence*, dan *fairness*. Dalam kasus merger Danamon-BNP, prinsip fairness menjadi indikator utama yang diuji melalui implementasi *appraisal rights*.

Penerapan *appraisal rights* seharusnya dapat memperkuat prinsip keadilan dan keterbukaan dalam pengambilan keputusan merger. Namun, fakta di lapangan menunjukkan bahwa perusahaan lebih menekankan kepatuhan administratif ketimbang substansi keadilan. Hal ini mencerminkan masih kuatnya budaya hukum korporasi yang berorientasi pada bentuk (*formalistic compliance*) daripada isi (*substantive justice*).

²⁵ OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2015.

²⁶ Hadjon, P.M., *Perlindungan Hukum bagi Rakyat Indonesia*, 2019.

²⁷ World Bank, *Indonesia Financial Sector Assessment Report*, 2021.

²⁸ Kemenkumham, *Rancangan Peraturan Pelaksanaan UUPT*, 2023 (draf).

Analisis Peran dan Pengawasan OJK dalam Transaksi Merger Perbankan

Sebagai lembaga independen yang memiliki fungsi pengaturan dan pengawasan di sektor jasa keuangan, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) memainkan peranan fundamental dalam menjamin terlaksananya prinsip transparansi, keadilan, dan perlindungan terhadap pemegang saham, khususnya dalam proses merger dan akuisisi bank.²⁹ Kewenangan OJK tersebut diatur dalam Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang OJK, yang menegaskan fungsi OJK sebagai lembaga yang menggantikan sebagian fungsi pengawasan Bank Indonesia (BI) di bidang mikroprudensial.

Dalam konteks merger Bank Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan (BNP), pengawasan OJK menjadi instrumen penting untuk memastikan bahwa seluruh proses korporasi, termasuk penerapan *appraisal rights*, berjalan sesuai dengan peraturan perundang-undangan dan prinsip *good corporate governance* (GCG).³⁰ Dalam setiap proses merger perbankan, OJK bertindak tidak hanya sebagai otoritas pemberi izin, tetapi juga sebagai pengawas kepatuhan hukum (*compliance authority*). Peran ini mencakup kewajiban memastikan bahwa rencana merger telah memenuhi ketentuan UU No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, UU No. 10 Tahun 1998 tentang Perbankan, serta Peraturan OJK Nomor 41/POJK.03/2019 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Bank Umum.³¹

POJK 41/2019 menegaskan bahwa setiap aksi korporasi harus memperoleh persetujuan OJK, yang menilai aspek permodalan, kesehatan bank, serta dampak merger terhadap sistem keuangan nasional.³² Dalam hal ini, pengawasan OJK bersifat hukum dan prudensial, karena keputusan merger berdampak langsung pada hak-hak pemegang saham minoritas, termasuk pelaksanaan *appraisal right*.³³ OJK menempatkan keterbukaan informasi (*disclosure*) sebagai prinsip utama dalam merger dan akuisisi.³⁴

Dalam merger Bank Danamon-BNP, OJK mewajibkan emiten untuk menyampaikan informasi publik terkait rasio pertukaran saham dan nilai wajar hasil valuasi independen. Hal ini sejalan dengan ketentuan POJK No. 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material, yang mengharuskan perusahaan publik memberi informasi yang benar, lengkap, dan tepat waktu.

²⁹ Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

³⁰ Fuady, Munir. Hukum Perusahaan dalam Paradigma Hukum Bisnis. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2019.

³¹ Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

³² Peraturan OJK Nomor 41/POJK.03/2019 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Bank Umum.

³³ Fuady, Munir. Hukum Perusahaan dalam Paradigma Hukum Bisnis. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2019.

³⁴ Peraturan OJK Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

Kewajiban tersebut berimplikasi langsung terhadap pelaksanaan *appraisal rights*, karena informasi yang tidak memadai dapat menimbulkan *information asymmetry* antara manajemen dan pemegang saham minoritas.³⁵ OJK melalui pengawasan keterbukaan informasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) memastikan pengumuman rasio pertukaran saham 1:8,76 dilakukan secara transparan.³⁶ Hal ini mencerminkan penerapan prinsip *transparency* dan *fairness* sebagaimana ditekankan dalam OECD Principles of Corporate Governance (2015).³⁷

Pasal 28 huruf (a) UU OJK menyebutkan bahwa salah satu fungsi OJK adalah memberikan perlindungan kepada konsumen dan masyarakat. Konteks “konsumen” di sini juga mencakup pemegang saham minoritas yang berpotensi dirugikan oleh keputusan korporasi mayoritas. Dalam kasus merger Danamon-BNP, OJK melakukan penilaian kelayakan (*fit and proper test*) atas entitas hasil penggabungan guna menjamin integritas, kelayakan keuangan, dan kepatuhan hukum manajemen.³⁸

Namun, dalam praktiknya, sejumlah pakar menilai pengawasan OJK masih dominan pada aspek prudensial supervision, belum sepenuhnya mencakup perlindungan hukum substantif terhadap hak-hak pemegang saham. Hal ini menunjukkan adanya kesenjangan antara mandat normatif OJK dan pelaksanaan di lapangan. Menurut Munir Fuady (2019), fungsi pengawasan korporasi modern harus mengarah pada perlindungan hukum yang proporsional antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, agar tidak terjadi dominasi dalam pengambilan keputusan korporasi.³⁹

Sebagai perbandingan, lembaga sejenis seperti *Monetary Authority of Singapore* (MAS) atau *Financial Services Authority* (FSA) Inggris telah mengintegrasikan perlindungan investor ke dalam model *conduct-based supervision*.⁴⁰ Artinya, selain menilai kesehatan lembaga keuangan, otoritas juga menilai perilaku korporasi terhadap para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Pendekatan seperti ini dapat menjadi acuan bagi OJK dalam memperluas cakupan pengawasannya. Secara normatif, pengawasan OJK terhadap pelaksanaan *appraisal rights* menghadapi beberapa hambatan.

Pertama, belum adanya ketentuan teknis yang mengatur koordinasi antara OJK dan Ditjen AHU Kemenkumham dalam verifikasi keputusan RUPS yang menimbulkan hak *appraisal*.⁴¹ Kedua, tidak ada sanksi eksplisit bagi direksi atau

³⁵ Wibowo, A. (2021). “Appraisal Rights dalam Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas di Indonesia.” *Jurnal Hukum Bisnis dan Korporasi*, 8(2): 145–163.

³⁶ Wibowo, A. (2021). “Appraisal Rights dalam Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas di Indonesia.” *Jurnal Hukum Bisnis dan Korporasi*, 8(2): 145–163.

³⁷ OECD. (2015). *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.

³⁸ Peraturan OJK Nomor 41/POJK.03/2019 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Bank Umum.

³⁹ Fuady, Munir. *Hukum Perusahaan dalam Paradigma Hukum Bisnis*. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2019.

⁴⁰ OECD. (2015). *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.

⁴¹ Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

emiten yang lalai memenuhi kewajiban pembelian kembali saham minoritas.⁴² Akibatnya, pemegang saham minoritas sering kali tidak memiliki remedi hukum efektif kecuali menempuh jalur pengadilan, yang memakan waktu panjang. Kapasitas pengawasan OJK pun terbatas, mengingat kompleksitas transaksi merger bank besar seperti Danamon-BNP yang melibatkan banyak entitas afiliasi dan permodalan lintas negara.

Menurut Wibowo (2021), lemahnya kapasitas pengawasan substantif berpotensi menurunkan efektivitas perlindungan hukum dan memperbesar risiko ketimpangan kekuasaan antara manajemen dan investor.⁴³ Kondisi ini memperlihatkan bahwa pengawasan OJK selama ini lebih bersifat *ex ante* (sebelum merger) ketimbang *ex post* (setelah merger), padahal pelaksanaan *appraisal rights* justru terjadi pasca-RUPS. Ketiadaan pengawasan pasca-merger berpotensi melemahkan efektivitas perlindungan hukum pemegang saham minoritas.

Untuk memperkuat perlindungan hukum di sektor perbankan, OJK perlu memperluas cakupan pengawasannya menjadi corporate justice-based supervision, yaitu pengawasan yang mengintegrasikan aspek hukum perusahaan dengan perlindungan investor.⁴⁴ Langkah ini mencakup beberapa strategi penyusunan POJK khusus mengenai pelaksanaan *appraisal rights* di sektor perbankan dan standarisasi metode valuasi independen untuk memastikan obyektivitas harga saham yang ditawarkan.

Pembentukan mekanisme penyelesaian sengketa administratif internal di OJK, sebelum pemegang saham menempuh jalur litigasi. Reformasi tersebut diperlukan agar OJK tidak hanya berfungsi sebagai otoritas keuangan, tetapi juga sebagai penjamin keadilan korporasi (*corporate fairness enforcer*). Hal ini sejalan dengan prinsip GCG versi OECD (2015) yang menekankan keseimbangan antara kepentingan korporasi dan perlindungan investor. Penguatan peran ini akan meningkatkan kepercayaan investor, memperkuat stabilitas sistem keuangan, dan menegaskan posisi OJK sebagai lembaga pengawas dengan otoritas hukum yang komprehensif di era integrasi sektor keuangan.

Dampak terhadap Iklim Investasi dan Kepercayaan Pasar

Efektivitas *appraisal rights* memiliki hubungan langsung dengan iklim investasi di Indonesia. Ketika mekanisme perlindungan pemegang saham minoritas berjalan optimal, hal itu menciptakan persepsi positif terhadap stabilitas hukum dan meningkatkan kepercayaan investor asing. Sebaliknya, jika hak tersebut hanya

⁴² Rudhy Prasetya. Teori dan Praktik Perseroan Terbatas di Indonesia. Jakarta: Sinar Grafika, 2020.

⁴³ Wibowo, A. (2021). "Appraisal Rights dalam Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas di Indonesia." Jurnal Hukum Bisnis dan Korporasi, 8(2): 145-163.

⁴⁴ Fuady, Munir. Hukum Perusahaan dalam Paradigma Hukum Bisnis. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2019.

berfungsi secara formal, maka risiko *expropriation* terhadap pemegang saham minoritas menjadi lebih tinggi, dan iklim investasi dapat menurun.

Dalam konteks merger Danamon-BNP, keraguan terhadap independensi valuasi saham dan lemahnya keterbukaan informasi telah menimbulkan kritik di kalangan analis pasar modal. Situasi ini menandakan bahwa *appraisal rights* di Indonesia masih belum menjadi jaminan substantif bagi perlindungan hak investor, khususnya dalam sektor yang highly regulated seperti perbankan.

Upaya Reformasi Regulasi dan Rekomendasi Kebijakan

Dalam rangka memperkuat efektivitas penerapan *appraisal rights* dalam konteks hukum korporasi Indonesia, khususnya pada sektor perbankan, diperlukan reformasi regulasi yang komprehensif dan kebijakan kelembagaan yang bersifat antisipatif terhadap dinamika pasar. Pembenahan tersebut harus diarahkan pada peningkatan transparansi, perluasan akses keadilan bagi pemegang saham minoritas, serta penguatan fungsi pengawasan yang berorientasi pada substansi keadilan ekonomi.

Pertama, aspek transparansi dalam proses valuasi saham menjadi pilar fundamental yang harus diperbaiki. Laporan hasil penilaian independen yang digunakan sebagai dasar pembelian kembali saham semestinya tidak hanya diperlakukan sebagai dokumen internal, melainkan harus dipublikasikan secara terbuka dan dapat diakses oleh seluruh pemegang saham. Publikasi ini penting agar para pemegang saham memiliki kesempatan untuk menilai kewajaran nilai saham secara independen, sekaligus menciptakan mekanisme check and balance terhadap potensi konflik kepentingan antara manajemen perusahaan dan pihak pengendali. Transparansi valuasi juga akan meningkatkan legitimasi keputusan korporasi, memperkecil risiko sengketa, dan memperkuat kepercayaan publik terhadap integritas transaksi merger di sektor perbankan.

Kedua, dari segi jangka waktu pelaksanaan hak *appraisal*, perlu dilakukan penyesuaian terhadap ketentuan yang selama ini dianggap terlalu sempit. Ketentuan dalam Pasal 62 ayat (2) UUP yang memberikan jangka waktu 30 hari untuk menggunakan hak *appraisal* dinilai kurang proporsional dalam praktik, terutama untuk transaksi kompleks seperti merger bank. Dalam kerangka due process of law, rentang waktu yang lebih panjang – sekitar 60 hari kerja – akan memberikan ruang yang cukup bagi pemegang saham untuk melakukan analisis mendalam terhadap dampak ekonomi, hukum, dan strategis dari keputusan merger. Perpanjangan waktu tersebut tidak hanya meningkatkan kualitas keputusan pemegang saham, tetapi juga sejalan dengan prinsip informed consent yang menjadi bagian dari hak partisipasi dalam tata kelola korporasi modern.

Ketiga, pengawasan substantif oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) perlu diperkuat agar tidak berhenti pada aspek administratif atau kepatuhan formal belaka.

OJK perlu mengadopsi model pengawasan berbasis risiko (*risk-based supervision*) yang mencakup penilaian terhadap dampak ekonomi merger bagi pemegang saham minoritas serta pemeriksaan terhadap integritas dan independensi penilai saham yang ditunjuk. Dengan demikian, pengawasan tidak lagi bersifat reaktif setelah terjadi potensi pelanggaran, tetapi lebih bersifat preventif dan korektif. Pendekatan substantif ini akan memperluas makna perlindungan hukum dari sekadar formalitas prosedural menjadi upaya nyata menjaga keseimbangan antara efisiensi ekonomi dan keadilan korporatif.

Lebih jauh, pembaruan kebijakan juga menuntut adanya pendekatan hukum progresif yang tidak terkungkung oleh paradigma legalistik semata. Hukum seharusnya tidak hanya berfungsi sebagai instrumen legitimasi kekuasaan korporasi, tetapi juga sebagai sarana sosial yang memastikan adanya keadilan substantif bagi setiap pemegang saham tanpa memandang besar kecilnya porsi kepemilikan. Melalui pendekatan ini, *appraisal rights* akan bertransformasi dari sekadar hak formal menjadi mekanisme nyata perlindungan ekonomi dan moral bagi investor minoritas. Pada gilirannya, penguatan kerangka regulasi ini akan memperkuat prinsip *fair corporate governance*, memperdalam integritas sistem hukum ekonomi, dan memastikan bahwa konsolidasi sektor perbankan berjalan selaras dengan prinsip keadilan dan kepastian hukum.

PENUTUP

Kesimpulan

Penerapan *appraisal rights* dalam merger Bank Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan menegaskan pentingnya perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas di tengah konsolidasi sektor perbankan nasional. Sebagai hak hukum yang diatur dalam Pasal 62 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, *appraisal rights* berfungsi sebagai mekanisme korektif atas potensi ketimpangan kekuasaan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas dalam pengambilan keputusan strategis, khususnya merger dan akuisisi. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa penerapan hak tersebut belum sepenuhnya menjamin kepastian dan keadilan hukum, karena masih terdapat ketidaksinkronan regulasi, keterbatasan transparansi valuasi saham, serta lemahnya pengawasan substantif oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Saran

Kepastian hukum belum optimal karena prosedur dan jangka waktu pelaksanaan hak *appraisal* belum diatur secara detail dan proporsional terhadap kompleksitas transaksi perbankan. Sementara itu, keadilan hukum belum sepenuhnya tercapai karena perlakuan terhadap pemegang saham minoritas masih didominasi oleh struktur kepemilikan mayoritas dan keterbatasan akses informasi.

Untuk itu, diperlukan reformasi regulasi yang menekankan pada transparansi valuasi saham, perluasan masa pelaksanaan hak appraisal, serta pengawasan substantif oleh OJK yang berorientasi pada keadilan ekonomi.

Dengan demikian, penguatan *appraisal rights* tidak hanya penting untuk melindungi investor, tetapi juga sebagai prasyarat fundamental dalam membangun sistem tata kelola korporasi yang adil, transparan, dan berkeadilan sosial, sehingga mendukung stabilitas dan integritas sektor perbankan nasional.

DAFTAR PUSTAKA

- Bursa Efek Indonesia (BEI). (2019). *Keterbukaan Informasi Merger Bank BNP–Danamon*. Jakarta: BEI.
- CNBC Indonesia. (2019). "Saham BNP Resmi Digabung ke Danamon."
- Dewi, Ni Luh Putu Ayu. (2023). *Hak-Hak Pemegang Saham dalam Perspektif Hukum Korporasi*. Yogyakarta: UII Press.
- Eisenberg, M. A. (2005). *The Structure of Corporation Law*. Oxford: Oxford University Press.
- Fatoni, & Dewi. (2020). "Perlindungan Hukum Pemegang Saham dalam Perspektif Bisnis dan Keuangan." *Jurnal Hukum Bisnis dan Keuangan*
- Fuady, Munir. (2014). *Hukum Perusahaan Modern: Asas, Teori, dan Praktik*. Bandung: Citra Aditya Bakti.
- Hadjon, P. M. (2019). *Perlindungan Hukum bagi Rakyat Indonesia*. Jakarta: Prenadamedia Group.
- Kementerian Hukum dan HAM. (2023). *Rancangan Peraturan Pelaksanaan UUPT*.
- Kompas. (2019). "Akan Merger, Perdagangan Saham Danamon dan Bank Nusantara Parahyangan Disuspensi." <https://money.kompas.com/read/2019/01/21/110021226/akan-merger-perdagangan-saham-danamon-dan-bank-nusantara-parahyangan>
- Laporan Tahunan OJK. (2019).
- OECD. (2015). *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.
- OJK Regulation No. 12/POJK.03/2020.
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). (2019). *Laporan Penggabungan Bank Danamon dan BNP*. Jakarta: OJK.
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). (2019). *Siaran Pers: OJK Setujui Penggabungan Bank Danamon dan BNP*. Jakarta.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 31/POJK.04/2015 tentang *Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik*.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 41/POJK.03/2019 tentang *Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Bank Umum*.
- Prasetya, Rudhy. (2021). *Teori dan Praktik Hukum Perseroan di Indonesia*. Jakarta: Prenadamedia Group.

- Sembiring, S. (2020). *Perlindungan Pemegang Saham Minoritas dalam Perseroan Terbatas*. Bandung: Citra Aditya Bakti.
- Sembiring, Sentosa. (2020). *Hukum Perseroan Terbatas di Indonesia*. Bandung: Mandar Maju.
- Subekti, R. (2018). *Hukum Perusahaan di Indonesia*. Jakarta: Prenadamedia Group.
- Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Wibowo, A. (2021). "Appraisal Rights dalam Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas di Indonesia." *Jurnal Hukum Bisnis dan Korporasi*.
- Wibowo, Arief. (2022). *Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Merger dan Akuisisi*. Bandung: Citra Aditya Bakti.
- Wibowo, Arief. (2022). "Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Merger dan Akuisisi." *Jurnal Hukum Bisnis Indonesia*.
- World Bank. (2021). *Indonesia Financial Sector Assessment Report*. Washington D.C.: World Bank Group.