



State Conflicts of Interest: Comparative Governance of Indonesian SOEs and Singaporean GLCs

Problematika Benturan Kepentingan Negara: Perbandingan Tata Kelola BUMN Indonesia dan GLC Singapura

Marentino Narade

Faculty of Law, University of Indonesia, Indonesia

Article Info

Corresponding Author:

Marentino Narade

✉ marentino67@gmail.com

History:

Submitted: 22-04-2026

Revised: 28-05-2026

Accepted: 30-05-2026

Keyword:

Agency Cost; Business Judgment Rule; Golden Share; Sovereign Wealth Fund; State Capitalism.

Kata Kunci:

Biaya Keagenan; Aturan Pertimbangan Bisnis; Saham Emas; Dana Kekayaan Negara; Kapitalisme Negara.

Abstract

This article examines structural dissonance in the governance of Indonesian state-owned enterprises following the enactment of Law Number 16 of 2025, which establishes the BPI Danantara superholding. Operating under a doctrinal legal methodology with a functional comparative approach against Temasek Holdings in Singapore, this study investigates the dogmatic conflict between the Business Judgment Rule and public finance law. The findings reveal that the current legislative framework creates a legal illusion of corporate autonomy. The retention of absolute veto rights through the Golden Share perpetuates political agency costs and nullifies the separate legal entity doctrine. Consequently, state corporate executives remain highly vulnerable to criminal liability under corruption laws for pure business losses. This induces a deeply systemic conservative bias. To resolve this institutional prematurity, this study urges the immediate codification of a Lex Specialis Sovereign Wealth Fund that formally ratifies the Santiago Principles, guarantees constitutional insulation, and establishes independent oversight mechanisms.

Abstrak

Artikel ini mengkaji disonansi struktural dalam tata kelola BUMN setelah pengesahan Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 yang membentuk superholding BPI Danantara. Berbasis metode hukum doktrinal dengan pendekatan komparatif fungsional terhadap Temasek Holdings Singapura, penelitian ini menyelidiki konflik dogmatis antara doktrin Business Judgment Rule dan rezim hukum keuangan publik. Hasil studi mengungkapkan bahwa kerangka legislatif saat ini hanya menciptakan ilusi hukum atas otonomi korporasi. Dipertahankannya hak veto absolut pemerintah melalui Saham Dwiwarna terus melanggengkan biaya keagenan politik serta menganulir prinsip entitas hukum terpisah. Akibatnya, jajaran eksekutif perusahaan negara tetap sangat rentan terhadap jerat pertanggungjawaban pidana korupsi untuk suatu kerugian murni bisnis. Hal tersebut memicu bias konservatif yang sistemik pada tingkat manajemen. Guna menyelesaikan prematuritas institusional ini, penelitian mendesak segera dilakukannya kodifikasi Lex Specialis Sovereign Wealth Fund yang secara formal meratifikasi Santiago Principles, memberikan jaminan insulasi konstitusional, serta membentuk mekanisme pengawasan independen yang amat esensial guna mengamankan legitimasi investasi di pasar global.



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

<https://doi.org/10.59066/jolil.v2i1.2471>

A. PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Penyelenggaraan fungsi kesejahteraan negara (*welfare state*) dalam ranah perekonomian modern senantiasa berhadapan dengan ketegangan dogmatis dan struktural yang lahir dari kedudukan ganda negara. Sebagaimana didalilkan secara otoritatif dalam doktrin *State Capitalism* oleh pakar hukum korporasi seperti Mariana Pargendler dan Curtis Milhaupt, anomali entitas BUMN di negara berkembang secara fundamental berakar pada kekaburan batas antara kepemilikan publik dan kontrol privat. Di satu sisi, negara memegang otoritas kedaulatan absolut sebagai pembuat kebijakan dan pengawas (*regulator*), namun di sisi lain, negara juga berpartisipasi langsung sebagai pelaku pasar yang mencari keuntungan (*operator*) melalui instrumen korporasi publik. Dualisme fungsional ini secara inheren melahirkan kerentanan bawaan terhadap benturan kepentingan (*conflict of interest*), di mana entitas korporasi milik negara kerap kali didistorsi menjadi perpanjangan tangan birokrasi, instrumen patronase politik penguasa, atau alat untuk mengeksekusi tujuan ekstra komersial yang pada akhirnya mereduksi tingkat efisiensi ekonomi secara masif.¹

Di Indonesia, problematika pelik ini bermuara pada arsitektur tata kelola Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang selama beberapa dekade terperangkap dalam ambivalensi identitas antara rezim hukum publik (keuangan negara) dan rezim hukum privat (hukum perseroan). Puncak dari upaya restrukturisasi fundamental terhadap anomali tata kelola tersebut termanifestasi melalui langkah legislasi yang agresif, diawali dengan pengundangan Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025, dan disempurnakan secara komprehensif melalui Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 tentang Perubahan Keempat atas Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN.

Intervensi legislatif mutakhir ini melakukan dekonstruksi dan pembongkaran radikal terhadap struktur birokrasi dengan membubarkan entitas Kementerian BUMN. Kewenangan yang sebelumnya tersentralisasi tersebut kemudian dipecah ke dalam dua kutub kelembagaan baru: Badan Pengaturan BUMN (BP BUMN) yang didesain secara eksklusif sebagai regulator murni, dan Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (BPI Danantara) yang bertindak sebagai operator investasi strategis atau

¹ Meryem Duygun, Yilmaz Guney, and Abdul Moin, "Dividend Policy of Indonesian Listed Firms: The Role of Families and the State," *Economic Modelling* 75 (November 2018): 336-54, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.07.007>.

superholding. Secara konseptual, reformasi ini diklaim bertujuan untuk mengadopsi standar *Good Corporate Governance* (GCG) berskala global dan mengejawantahkan logika tata kelola *Sovereign Wealth Fund* (SWF) murni. Akan tetapi, realitas pembentukan norma dan postur arsitektur kelembagaan dalam perundang-undangan tersebut justru memicu perdebatan akademis yang sangat tajam. Alih-alih mengakhiri ketegangan norma, regulasi ini memunculkan diskursus kritis mengenai tumpang tindih kewenangan eksekutif, ketidakpastian status hukum "kekayaan negara yang dipisahkan" di luar Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), serta anomali perlindungan direksi dari jerat rezim hukum antikorupsi publik di tengah klaim pemberlakuan doktrin *Business Judgment Rule* (BJR).

Pemetaan literatur terdahulu (*state of the art*) menunjukkan bahwa kajian mengenai tata kelola BUMN, arsitektur kepemilikan negara, dan derivasi teori keagenan (*agency theory*) telah menempati ruang diskusi yang luas dalam literatur hukum perusahaan maupun institusi ekonomi global. Namun, diskursus yang berkembang masih tersebar dalam berbagai fragmen teoretis yang terpisah. Pertama, dari perspektif teoretis mengenai konflik kepentingan, sebagaimana dikonseptualisasikan oleh Dharwadkar dkk.² dan diperkuat oleh temuan empiris Kusumadewi & Wardhani,³ serta Trihatmoko & Susilo,⁴ BUMN di *emerging economies* tidak hanya menghadapi konflik prinsipal-agen klasik. Berbeda dengan korporasi privat di mana konflik utama terjadi antara manajer dan pemegang saham (Tipe I) atau pemegang saham mayoritas dan minoritas (Tipe II), BUMN menghadapi masalah keagenan berlapis (Tipe III): kekayaan entitas sejatinya adalah milik rakyat (sebagai *ultimate principal*), namun kendali eksekusi berada di tangan para birokrat dan politisi yang bertindak sebagai agen perantara.⁵

Para politisi ini terbukti sering kali memiliki agenda politik jangka pendek yang berbenturan secara diametral dengan kewajiban fidusia (*fiduciary duties*) untuk

² Ravi Dharwadkar, Gerard George, and Pamela Brandes, "Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective," *The Academy of Management Review* 25, no. 3 (July 2000): 650–69, <https://doi.org/10.2307/259316>.

³ Ni Luh Gde Lydia Kusumadewi and Ratna Wardhani, "The Effect of Three Types of Agency Problems on the Firm Performance: Evidence from Indonesia," *International Journal of Monetary Economics and Finance* 13, no. 3 (2020): 279, <https://doi.org/10.1504/IJMEF.2020.108824>.

⁴ Roderikus Agus Trihatmoko and Y. Sri Susilo, "Conditions, Challenges and Prospects of State-Owned Enterprises in Indonesia: The Governance Perspective Based on Economic Constitution," *Applied Research in Quality of Life* 18, no. 5 (October 6, 2023): 2459–84, <https://doi.org/10.1007/s11482-023-10194-9>.

⁵ Ratna Wardhani, Hilda Rossieta, and Dwi Martani, "Good Governance and the Impact of Government Spending on Performance of Local Government in Indonesia," *International Journal of Public Sector Performance Management* 3, no. 1 (2017): 77, <https://doi.org/10.1504/IJPSPM.2017.082503>.

memaksimalkan nilai korporasi secara rasional. Kedua, dalam konteks teori entitas hukum dan hibriditas kelembagaan, analisis Alexius dan Furusten⁶ yang memperluas dalil klasik dari Pickering⁷ mendemonstrasikan bahwa korporasi negara mengaburkan doktrin *separate legal entity*. Entitas yang direkayasa dengan instrumen hukum privat (seperti perseroan terbatas) namun dibiayai menggunakan modal dari pembayar pajak menciptakan "zona abu-abu normatif" (*normative grey zone*), yang mengakibatkan ketidakseimbangan kronis antara diskresi manajemen dan legitimasi pengawasan.

Ketiga, pada diskursus hukum tata negara keuangan kontemporer, kajian dari Al Farizy dkk⁸ dan Hidayatulloh & Erdős⁹ memberikan landasan teoretis bahwa kekayaan negara yang dipisahkan sebagai penyertaan modal sejatinya tidak pernah kehilangan sifat dasar publiknya. Kajian ini berargumen bahwa entitas pengelola kekayaan kedaulatan mutlak harus dikonstruksikan di atas fondasi konstitusionalisme fiskal, di mana mekanisme pengauditan oleh lembaga pemeriksa negara (seperti Badan Pemeriksa Keuangan) dan akuntabilitas parlemen tidak dapat dielakkan demi menjaga kepastian hukum dan transparansi publik.

Keempat, pada tataran makro pengelolaan *Sovereign Wealth Fund* global, investigasi empiris oleh Gonzalez-Garcia membuktikan bahwa kredibilitas suatu SWF sangat ditentukan oleh kepatuhan formal terhadap mandat perundang-undangan (*statutory mandates*) yang kuat. Adopsi penuh terhadap *Generally Accepted Principles and Practices* (GAPP) atau *Santiago Principles* menjadi prasyarat absolut untuk mengeliminasi benturan kepentingan dan memperoleh legitimasi finansial serta kepercayaan pasar internasional.^{10,11} Kelima, berkaitan dengan model komparatif tata kelola *Government-Linked Companies* (GLC) di Asia, penelitian Thabane dan Leutert secara komprehensif mengilustrasikan keberhasilan arsitektur hukum perusahaan di Singapura. GLC di bawah

⁶ Susanna Alexius and Staffan Furusten, "Exploring Constitutional Hybridity," in *Managing Hybrid Organizations* (Cham: Springer International Publishing, 2019), 1–25, https://doi.org/10.1007/978-3-319-95486-8_1.

⁷ Murray A. Pickering, "The Company as A Separate Legal Entity," *The Modern Law Review* 31, no. 5 (September 18, 1968): 481–511, <https://doi.org/10.1111/j.1468-2230.1968.tb01206.x>.

⁸ Mohammad Rafi Al Farizy, Fiska Maulidian Nugroho, and Bhim Prakoso, "State Financial Position as State Equity Participation in Indonesia Investment Authority," *JURNAL USM LAW REVIEW* 7, no. 3 (December 3, 2024): 1528–41, <https://doi.org/10.26623/julr.v7i3.10453>.

⁹ Hidayatulloh Hidayatulloh and Á%ova Erdős, "State-Owned Enterprise's Debt in the State Financial Regime," *Sriwijaya Law Review* 7, no. 1 (January 27, 2023): 105–20, <https://doi.org/10.28946/slrev.Vol7.Iss1.1843.pp105-120>.

¹⁰ Jesus Gonzalez-Garcia, "Improving Sovereign Financing Conditions Through Data Transparency," *IMF Working Papers* 2022, no. 230 (November 2022): 1–15, <https://doi.org/10.5089/9798400224232.001>.

¹¹ Jesus Gonzalez-Garcia, "Data Transparency and Sovereign Financing Conditions," *Empirical Economics* 66, no. 4 (April 13, 2024): 1735–55, <https://doi.org/10.1007/s00181-023-02498-4>.

kepemilikan Temasek Holdings terbukti mampu beroperasi secara independen dan mencatatkan valuasi yang superior secara global. Keberhasilan ini didalilkan karena adanya insulasi hukum yang ekstrem dari intervensi politik pemerintahan, di mana negara hanya memosisikan dirinya sebagai pemegang saham yang rasional tanpa berpartisipasi dalam intervensi manajerial harian.^{12,13}

Berdasarkan sintesis tematik mendalam terhadap kelima kluster literatur mutakhir tersebut, ditemukan adanya kesenjangan penelitian (*gap analysis*) yang tajam. Mayoritas kajian hukum terdahulu cenderung terfokus pada perdebatan klasik mengenai batasan keuangan negara dalam status permodalan BUMN pra-reformasi, analisis komparatif atas kinerja finansial GLC, atau kajian normatif yang terisolasi pada bekerjanya asas *Business Judgment Rule* di bawah bayang-bayang undang-undang tindak pidana korupsi yang konvensional. Analisis- analisis tersebut secara inheren memiliki "titik buta" (*blind spot*) dalam mendekonstruksi paradoks tata kelola pada lanskap arsitektur hukum Indonesia pasca-pemberlakuan restrukturisasi radikal dalam Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025. Sejauh ini, belum ada kajian sistematis berskala global yang membedah benturan norma struktural yang muncul ketika sebuah negara berupaya mentransformasi *holding* BUMN menjadi *Sovereign Wealth Fund* (Dananantara) secara privat, namun secara simultan justru mengukuhkan kontrol sentralistis eksekutif melalui instrumen regulatori.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang mayoritas berfokus pada efisiensi operasional BUMN secara retrospektif atau kajian dogmatis teoretis atas *Business Judgment Rule* yang berdiri sendiri, penelitian ini menawarkan pendekatan kebaruan (*novelty*) komparatif secara struktural dengan mengontraskan anatomi kelembagaan hibrida BUMN di Indonesia dengan arsitektur konstitusional dan hukum perseroan yang menaungi *Government-Linked Companies* (GLC) di bawah Temasek Holdings Singapura. Perbandingan dengan arsitektur Temasek Singapura ini bukanlah sekadar kebetulan komparatif, melainkan pisau analisis yang paling presisi secara teoretis; GLC Singapura merupakan anomali sukses dari *State-Owned Enterprises* (SOE) global yang terbukti berhasil mematikan *political agency cost* melalui proteksi konstitusional sebuah instrumen insulasi esensial yang justru gagal diadopsi secara

¹² Tebello Thabane, "Rebooting State-Owned Companies in South Africa: Exploring the Viability of Singapore's State Holding Company (Temasek) Model of Ownership and Control," *Potchefstroom Electronic Law Journal* 27 (October 17, 2024), <https://doi.org/10.17159/1727-3781/2024/v27i0a17022>.

¹³ Wendy Leutert, "Singapore's Temasek Model and State Asset Management in China," *Asian Survey* 64, no. 4 (August 1, 2024): 700–726, <https://doi.org/10.1525/as.2024.2122271>.

substantif oleh legislasi mutakhir di Indonesia. Kebaruan ini krusial untuk membongkar klaim superfisial bahwa pembubaran Kementerian BUMN dan pendirian *superholding* telah menyelaraskan Indonesia dengan instrumen *Good Corporate Governance* standar internasional.

Melalui pilar analisis ini, penulis mengajukan sebuah argumen utama (*thesis statement*) bahwa desain kelembagaan dalam Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 tidak secara substantif menyelesaikan akar benturan kepentingan negara, melainkan sekadar merekonfigurasi lokus masalah keagenan politik (*political agency cost*). Ilusi pemisahan fungsi antara BP BUMN dan BPI Danantara terbukti gagal menginsulasi manajemen korporat dari faksionalisme politik akibat dipertahankannya instrumen "Saham Dwiwarna" secara eksklusif oleh lembaga regulatori. Instrumen hak istimewa absolut inilah yang bertindak sebagai kambing hitam yuridis atas lumpuhnya mekanisme *checks and balances* konstitusional yang solid, sebagaimana yang sebaliknya berhasil diimplementasikan melalui peran insulasi berlapis dalam model Temasek Singapura.

Dunia akademis dan pilar praktisi hukum perusahaan dituntut untuk memberikan perhatian kritis terhadap temuan ini, sebab anomali status hukum kekayaan yang dikelola Danantara tidak hanya mendistorsi prinsip hukum perseroan murni, tetapi juga menjebak jajaran direksi dalam ketidakpastian hukum ekstrem antara tameng *Business Judgment Rule* dan jerat rezim antikorupsi publik. Sebagai solusi dari permasalahan ini, penelitian ini akan menawarkan kerangka preskriptif berupa urgensi perumusan undang-undang khusus (*lex specialis*) *Sovereign Wealth Fund* yang secara eksplisit meratifikasi *Santiago Principles*, merevitalisasi hakikat *separate legal entity* secara konsisten, serta menegaskan batas demarkasi definitif bagi yurisdiksi rezim hukum publik atas pertanggungjawaban risiko bisnis kedaulatan.

2. Perumusan Masalah

Berdasarkan gap analisis struktural dan ketegangan norma yang telah diuraikan, pembedahan kritis dalam artikel ini direkayasa untuk menjawab dua permasalahan fundamental hukum perseroan berikut::

- a. Bagaimana anatomi kelembagaan pasca-pemberlakuan Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 merekonstruksi atau justru melanggengkan *agency cost* (biaya keagenan) dan benturan kepentingan negara dalam tata kelola BUMN, apabila diuji melalui pisau analisis struktural dan dikomparasikan dengan instrumen insulasi konstitusional pada *Government-Linked Companies*

(GLC) di bawah naungan *Temasek Holdings* Singapura?

- b. Bagaimana implikasi hukum dogmatis dari status anomali "kekayaan negara yang dipisahkan" pada entitas BPI Danantara terhadap rezim pertanggungjawaban direksi, serta bagaimana resolusi doktrinal yang ideal untuk memecahkan paradoks antara implementasi doktrin *Business Judgment Rule* (BJR) korporasi dan perluasan intervensi penegakan hukum pidana publik?

3. Metode Penelitian

Studi hukum doktrinal (normatif) ini didesain secara analitis untuk memecahkan problematika disonansi struktural dalam tata kelola BUMN modern.¹⁴ Pembedahan dogmatis ini dioperasionalkan melalui evaluasi *statutory construction* terhadap koherensi internal antara UU No. 1 Tahun 2025 dan UU No. 16 Tahun 2025, yang kemudian dikontraskan daya berlakunya dengan rezim hukum publik, hukum keuangan negara, serta hukum tindak pidana korupsi. Secara konseptual, analisis diletakkan pada pengujian *black-letter law* terhadap doktrin *agency theory*, *fiduciary duties*, dan konstitusionalisme fiskal. Guna memitigasi risiko *asymmetrical comparison*, pendekatan perbandingan (*comparative approach*) dijalankan berbasis metode *functional comparative law*. Instrumen pengawasan konstitusional dalam *Fifth Schedule* Konstitusi Republik Singapura serta *Companies Act* (Cap. 50) yang mendasari operasional Temasek Holdings digunakan secara spesifik sebagai alat uji klinis atas operasionalisasi doktrin *separate legal entity* yang utuh, untuk mendeteksi deviasi struktural pada postur kelembagaan BPI Danantara dan BP BUMN.

Eksplorasi isu bertumpu pada data sekunder yang mencakup bahan hukum primer (legislasi positif Indonesia dan Singapura) dan bahan hukum sekunder. Bahan hukum sekunder diekstraksi melalui penelusuran literatur hukum terstruktur (*structured legal literature review*) dengan fokus tematik pada *corporate governance*, tata kelola kekayaan kedaulatan (*sovereign wealth*), serta batas yurisdiksi pertanggungjawaban direksi korporasi publik. Selanjutnya, tahap analisis diformulasikan melalui penalaran deduktif (*doctrinal deductive reasoning*) yang dikombinasikan dengan interpretasi teleologis. Orkestrasi analitis ini tidak dirancang sekadar untuk memetakan disonansi norma secara

¹⁴ Kornelius Benuf and Muhamad Azhar, "Metodologi Penelitian Hukum Sebagai Instrumen Mengurai Permasalahan Hukum Kontemporer," *Gema Keadilan* 7, no. 1 (April 1, 2020): 20-33, <https://doi.org/10.14710/gk.2020.7504>.

deskriptif, melainkan difungsikan secara preskriptif untuk merekayasa kerangka ideal *Lex Specialis Sovereign Wealth Fund* di Indonesia.

B. PEMBAHASAN

1. Anatomi Kelembagaan dan Ilusi Pemisahan Fungsi: Sentralisasi Eksekutif vs Insulasi Komersial

Lahirnya Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 secara filosofis dikonseptualisasikan sebagai panasea atas patologi akut tata kelola BUMN di Indonesia. Selama beberapa dekade kepemimpinan, kementerian yang membawahi entitas BUMN berfungsi ganda sebagai pembuat regulasi teknis industri sekaligus representasi kekuasaan pemegang saham mayoritas. Dalam doktrin hukum perseroan global, penggabungan peran regulator dan *shareholder* di satu tangan otoritas politik memicu apa yang dikenal sebagai konflik keagenan ekstrem.^{15,16} Untuk menjawab tantangan dogmatis tersebut, Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 mengambil langkah dekonstruksi radikal: membubarkan portofolio Kementerian BUMN secara total dan memecah beban otoritasnya ke dalam dua entitas terpisah. Entitas pertama adalah Badan Pengaturan BUMN (BP BUMN), yang diformulasikan secara definitif sebagai perpanjangan tangan negara yang menjalankan fungsi regulatori murni meliputi pembinaan, pengawasan kepatuhan, dan perumusan desain peta jalan makroekonomi BUMN. Di seberang spektrum fungsional, dibentuklah Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara (BPI Danantara), sebuah badan hukum khusus pengelola kekayaan yang 100% sahamnya dimiliki negara, difungsikan murni sebagai *Sovereign Wealth Fund* berkarakter korporat sekaligus operator komersial dari aset-aset strategis.¹⁷

Sebagai mekanisme keseimbangan kepemilikan, perundang-undangan ini memperkenalkan struktur saham yang bersifat dualistis. BPI Danantara disertai penguasaan mutlak atas 99% Saham Seri B yang menjadi motor investasi dan eksekusi komersial, sementara representasi kedaulatan negara diletakkan dalam genggamannya Kepala BP BUMN berupa 1% Saham Seri A Dwiwarna. Secara tekstual, rekayasa korporasi ini tampak revolusioner dan seolah berupaya mengadaptasi instrumen *best practices* internasional untuk memoderasi *conflict of interest*. Kendati demikian, apabila anatomi

¹⁵ Mariana Pargendler, "State Ownership and Corporate Governance," *SSRN Electronic Journal*, 2011, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1854452>.

¹⁶ Curtis Milhaupt and Mariana Pargendler, "Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform," *Cornell International Law Journal* 50, no. 3 (2017): 473-542, <https://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol50/iss3/3/>.

¹⁷ Hidayatulloh and ErdÅ's, "State-Owned Enterprise's Debt in the State Financial Regime."

ini dibedah menggunakan pedoman *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, dikotomi yang digagas sesungguhnya melanggar prinsip kesetaraan pemegang saham (*equitable treatment of shareholders*) dan merupakan "ilusi pemisahan fungsi" yang justru mengakselerasi politisasi korporat alih-alih mereduksinya.¹⁸

Tesis mengenai ilusi pemisahan fungsi ini mengemuka melalui telaah kritis terhadap dua celah sistemik dalam arsitektur norma. Celah pertama terletak pada desain pelaporan akuntabilitas hierarkis. Meskipun BP BUMN dan Danantara dipresentasikan sebagai lokus yang saling terpisah secara kewenangan, keduanya tidak didesain sebagai organ negara yang independen. Undang-undang mengatur dengan tegas bahwa Kepala BP BUMN dan pimpinan BPI Danantara adalah pejabat yang ditunjuk oleh, melapor kepada, dan berkedudukan secara langsung di bawah komando eksklusif Presiden. Desain ini tidak mendesentralisasikan kekuasaan dari birokrasi kementerian ke arah kemandirian komersial; sebaliknya, hal ini mensentralisasi seluruh determinasi bisnis berskala masif (Danantara diklaim memiliki inisial kapital mencapai minimal Rp 1.000 triliun) ke pusat kekuasaan eksekutif tunggal tanpa mekanisme filtrasi independen, sebuah kondisi yang oleh Musacchio dan Lazzarini diidentifikasi sebagai *Leviathan as a majority shareholder*.¹⁹

Celah kedua, dan yang paling mengganggu rasionalitas *corporate governance*, adalah kedigdayaan hak istimewa yang melekat pada 1% Saham Seri A Dwiwarna. Dalam teori pemangku kepentingan korporasi, kepemilikan saham di bawah persentase substansial umumnya tidak diberikan kekuasaan pengendali operasi mutlak untuk mencegah penyalahgunaan hak pemegang saham pengendali terhadap tujuan utama penciptaan nilai (*value creation*).²⁰ Akan tetapi, status Saham Dwiwarna yang diartikulasikan melalui ketentuan peralihan Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 juncto Peraturan Pemerintah mengenai Penatausahaan Penyertaan Modal Negara (sebagai derivasi dari Pasal 14 ayat (1) PP No. 45 Tahun 2005 yang secara roh dipertahankan), memberikan "hak veto absolut" bagi Kepala BP BUMN. Sebagai representasi entitas regulatori, ia memiliki kewenangan mutlak untuk membatalkan persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), menetapkan agenda spesifik korporasi, dan yang terpenting:

¹⁸ Organisation for Economic Co-operation and Development, *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024* (OECD Publishing, 2024), <https://doi.org/10.1787/18a24f43-en>.

¹⁹ Oliver Stuenkel, "Aldo Musacchio and Sergio G. Lazzarini: Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond," *Journal of Economic Issues* 50, no. 3 (July 2, 2016): 910–11, <https://doi.org/10.1080/00213624.2016.1213602>.

²⁰ Huta Disyon, Elisatris Gultom, and Ema Rahmawati, "The State's Position as a Shareholder of Dwiwarna Shares in The Privatization of State-Owned-Holding-Members-Companies," *Jurnal Penelitian Hukum De Jure* 23, no. 3 (September 4, 2023): 299–312, <https://doi.org/10.30641/dejure.2023.V23.299-312>.

mengeksekusi kewenangan mengangkat, memberhentikan, atau merotasi seluruh jajaran Direksi serta Dewan Komisaris secara sepihak dengan pengesahan Presiden.

Melalui lensa Teori Keagenan (*Agency Theory*) sebagaimana dikonseptualisasikan oleh Fama dan Jensen serta dikembangkan dalam konteks korporasi negara oleh Dharwadkar dkk mekanisme veto ini adalah preskripsi sempurna untuk merepetisi *agency cost* Tipe III.^{21,22} Di sini, kepentingan korporasi (sebagai entitas pencari laba) secara sistematis dibajak oleh kepentingan keagenan politik karena eksistensi pengurus perusahaan berada dalam sandera kewenangan subjektif sang regulator politik (BP BUMN). Meskipun terdapat sentimen larangan eksplisit bagi menteri untuk merangkap jabatan dewan direksi/komisaris, realitas patronase politik tetap difasilitasi oleh instrumen veto Saham Dwiwarna ini. Kewajiban fidusia (*fiduciary duty*) dari direksi untuk memprioritaskan kepentingan perseroan (*separate legal entity*) akan terkikis, tergantikan oleh kebutuhan pragmatis untuk mengamankan posisi dengan cara mengkomodasi kehendak eksekutif. Hal ini memvalidasi premis bahwa pemisahan "regulator" dan "operator" tersebut sepenuhnya artifisial; campur tangan regulatori secara riil menembus jantung operasional korporasi.²³

Berangkat dari titik kelemahan fundamental ini, kajian komparatif dengan arsitektur kelembagaan *Government-Linked Companies* (GLC) di bawah kepemimpinan Temasek Holdings di Singapura memberikan perspektif preskriptif yang sangat kontras. Konstruksi hukum di Singapura dirancang untuk mengeleminasi ambiguitas fungsional tersebut secara absolut. Kementerian Keuangan Singapura (MOF) bertindak murni dalam kapasitas tata kelola makroekonomi, sementara eksekusi komersial dilepaskan sepenuhnya kepada Temasek. Esensi keunggulan model Singapura berakar pada prinsip doktrinal *Section 4 ayat (1) Singapore Companies Act 1967* (Cap. 50), di mana Temasek dikategorikan sebagai badan hukum komersial murni (*exempt private company*) yang sama sekali tidak memiliki atribut perlindungan administratif birokrasi dari negara.²⁴

²¹ Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *The Journal of Law and Economics* 26, no. 2 (June 1983): 301–25, <https://doi.org/10.1086/467037>.

²² Dharwadkar, George, and Brandes, "Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective."

²³ Christopher Chen, *Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China*, *Northwestern Journal of International Law and Business*, vol. 36, 2016, https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/1693/.

²⁴ Dan W. Puchniak and Luh Luh Lan, "Independent Directors in Singapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation," *SSRN Electronic Journal*, 2015, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2604067>.

Lebih signifikan lagi, model Temasek mempraktikkan filosofi "*arms' length*" secara presisi terhadap ratusan GLC yang bernaung di bawah portofolionya. Temasek berposisi sebagai investor institusional aktif yang menuntut tingkat imbal hasil (*yield*) kompetitif, namun hukum memblokir intervensi mereka pada keputusan bisnis keseharian GLC. Direksi GLC di Singapura dikendalikan secara rigid oleh *Independent Non-Executive Directors* (INEDs) dari sektor swasta internasional. Apabila pegawai Temasek direkomendasikan masuk ke dalam *board*, secara yurisprudensi mereka dituntut untuk menanggalkan identitas keagenan negara dan mengabdikan penuh pada mandat *fiduciary duties* perusahaannya, menjamin lenyapnya konflik antara kepentingan negara dan perseroan.^{25,26}

Lapis perlindungan yang paling monumental dan patut menjadi rujukan rekayasa hukum tata negara korporasi di Indonesia adalah mekanisme insulasi konstitusional Singapura. Berbeda dengan model Danantara di mana Presiden mengontrol penunjukan pengurus secara monolitik, Singapura mengelevasi independensi Temasek ke ranah konstitusi agung. Temasek diklasifikasikan sebagai "*Fifth Schedule Entity*" berdasarkan mandat Konstitusi Republik Singapura.²⁷ Konsekuensi doktrinalnya: meskipun Perdana Menteri dan Menteri Keuangan memiliki inisiatif korporasi, setiap pengangkatan/pemberhentian direksi inti atau pergeseran kebijakan yang menyentuh *past reserves* (cadangan masa lalu) tidak akan memiliki kekuatan hukum tanpa adanya *concurrence* (persetujuan veto afirmatif) dari Presiden Singapura. Presiden dalam sistem Westminster Singapura adalah entitas kepala negara independen yang tidak memiliki agenda eksekutif harian. Veto non-partisan inilah yang memastikan matinya hegemoni kekuasaan cabang eksekutif atas aset kedaulatan, sebuah *checks and balances* absolut. Jika dibandingkan dengan postur Danantara yang tersentralisasi penuh tanpa mekanisme penjaga gawang (*gatekeeper*), model Indonesia terbukti menyimpan disonansi struktural yang membahayakan kelangsungan GCG korporasi milik negara.²⁸

Sebagai instrumen analitis untuk membedah disparitas struktural dan filosofis ini secara lebih terukur, elaborasi komparatif dari kedua model tersebut disajikan secara rinci pada Tabel 1.

²⁵ Chen, *Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China*.

²⁶ Puchniak and Lan, "Independent Directors in Singapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation."

²⁷ Kevin YL Tan, *The Constitution of Singapore: A Contextual Analysis* (Oxford: Hart Publishing, 2015). Hal, 11-14.

²⁸ Tan. Hal, 19.

Tabel 1. Komparasi Parameter Tata Kelola BPI Danantara (Indonesia) dan Temasek Holdings (Singapura)

Parameter Tata Kelola	BUMN / BPI Danantara (Indonesia)	Government-Linked Companies (Singapura)
Pondasi Pemisahan Peran	Artifisial. Dibagi ke dalam dua entitas (BP BUMN dan Danantara) namun tersentralisasi pada kepemimpinan eksekutif yang sama (Presiden).	Substitutif dan absolut. Kementerian Keuangan terputus dari operasional. Temasek diatur penuh oleh rezim hukum korporasi niaga privat.
Mekanisme Pengendalian (Control Mechanism)	Sangat dominan melalui 1% Saham Seri A Dwiwarna yang memberikan hak istimewa (veto absolut) krusial kepada entitas regulatori (BP BUMN).	Mengandalkan rasionalitas value creation. Berjalan dengan kedudukan saham lazim (<i>ordinary shares</i>), tanpa hak veto eksekutif (<i>golden share</i>).
Kemandirian Board of Directors	Terancam politisasi tinggi. Pengangkatan merupakan manifestasi <i>political appointee</i> dari regulator dengan ratifikasi eksekutif tertinggi.	Independensi dijamin statuta. Mayoritas diisi oleh <i>Independent Non-Executive Directors</i> dari pasar global, kebal dari intervensi politik.
Penyeimbang Kekuasaan (Checks and Balances)	Tidak terlembagakan. Seluruh pengawasan bermuara ke tangan eksekutif harian tanpa filtrasi dari cabang kekuasaan pengawas eksternal independen.	Diatur kuat dalam Konstitusi (Fifth Schedule). Presiden (non-eksekutif) memegang <i>concurrency veto</i> atas penyalahgunaan wewenang Menteri/Perdana Menteri.
Implikasi Hukum Keagenan Teori	Agency cost Tipe III menguat akibat pemaksaan keselarasan antara mandat profitabilitas dan agenda ekstra-komersial jangka pendek rezim.	Konflik politik tereduksi maksimal. <i>Fiduciary duties</i> pengurus difokuskan mutlak pada eskalasi valuasi perseroan dan dividen kedaulatan.

2. Jebakan "Kekayaan Negara yang Dipisahkan": Benturan Dogmatis antara *Business Judgment Rule* (BJR) dan Ekspansi Rezim Hukum Pidana Korupsi

Problematika struktural pasca-reformasi kelembagaan tidak berhenti pada ilusi independensi manajerial yang dikendalikan melalui mekanisme hak istimewa eksekutif; ia merambat secara destruktif ke ranah yurisprudensi pertanggungjawaban hukum direksi melalui perdebatan tak berkesudahan ihwal status "kekayaan negara yang dipisahkan" yang kini dioperasionalkan di bawah *superholding* BPI Danantara. Sebagaimana telah disinggung dalam pengantar, filosofi awal legislasi, mulai dari Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2025 hingga Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025, digulirkan dengan ambisi menjadikan instrumen kekayaan negara beroperasi sebagai *pure*

corporate entities (entitas korporasi murni). Hukum positif terbaru berupaya mengkodifikasikan batasan ini dengan menyatakan secara tekstual bahwa modal yang bersumber dari kekayaan negara, setelah dipisahkan dan dimasukkan ke dalam portofolio investasi BPI Danantara beserta anak usahanya, secara hukum bertransformasi absolut menjadi aset eksklusif milik entitas perseroan tersebut. Berpijak pada argumentasi linear dari doktrin *separate legal entity*, hukum perseroan merumuskan bahwa setiap bentuk liabilitas, laba komersial, manuver investasi berisiko, hingga kerugian finansial yang dialami perseroan secara hukum melekat sebagai risiko korporasi biasa, dan bukan lagi merupakan kalkulasi kerugian fiskal negara (Pasal 4A ayat (5) dan Pasal 4B UU BUMN).

Konstruksi pemisahan absolut ini dirancang secara berkesinambungan dengan introduksi doktrin *Business Judgment Rule* (BJR) sebuah konsep *safe harbor* yang secara historis ditransplantasikan dari arsitektur hukum perseroan Delaware di Amerika Serikat (*Delaware General Corporation Law*), yang memperoleh legitimasi doktrinal puncaknya melalui yurisprudensi landmark *Aronson v. Lewis* (1984) yang kini lebih dipertegas perlindungannya bagi organ perusahaan. Pasal 3Y dan Pasal 9F dalam instrumen perubahan undang-undang BUMN memberikan benteng impunitas bagi manajemen (termasuk pimpinan BP BUMN, Danantara, maupun jajaran Direksi entitas turunannya) dari tuntutan kompensasi perdata maupun ancaman kriminalisasi peradilan pidana apabila korporasi mencatatkan kerugian beruntun. Perlindungan ini teraktivasi secara sah (*presumption of valid business judgment*) dengan syarat empiris yang ketat: bahwa pimpinan terbukti secara rasional mengambil langkah berisiko tersebut berdasarkan iktikad baik (*good faith*), menerapkan derajat kehati-hatian yang patut (*due care*), terbebas dari benturan kepentingan pribadi (*absence of conflict of interest*), serta tidak bertindak dengan kelalaian kotor (*gross negligence*).^{29,30} Desain impunitas ini secara teoritis diarsiteki agar *superholding* Indonesia setara dengan kelincahan kelola GLC Singapura yang minim ketakutan hukum dan sangat dinamis merespons volatilitas pasar global.

²⁹ McMillan Lori, "The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine," *William & Mary Business Law Review* 4, no. 2 (2014): 521-526., <https://scholarship.law.wm.edu/wmblr/vol4/iss2/5/>.

³⁰ Desty Sari Wardani, "Perlindungan Direksi Terhadap Keputusan Bisnis Melalui Penerapan Prinsip Business Judgment Rules Di Amerika Serikat, Jepang, Dan Indonesia," *Dharmasisya Jurnal Program Magister Hukum FHUI* 2, no. 3 (2023): 1139-52, <https://scholarhub.ui.ac.id/dharmasisya/vol2/iss3/8/>.

Kendati demikian, apabila diamati secara konseptual dalam rezim hukum publik (*Public Finance Law*) dan sistem peradilan antikorupsi di Indonesia, konstruksi BJR yang diklaim mutakhir ini sesungguhnya teramat rapuh dan mengandung kecacatan yang paradoksal. Terdapat realitas dogmatis yang diabaikan secara sistematis oleh para arsitek kebijakan: di Indonesia, terminologi "Kerugian Keuangan Negara" ditafsirkan melalui dogma konstitusionalisme fiskal ortodoks yang menolak melepaskan "aset yang dipisahkan" menjadi wilayah kemerdekaan privat mutlak. Kajian Farizy dkk serta *ratio decidendi* yang terkandung dalam putusan *landmark* Mahkamah Konstitusi Republik Indonesia terkait pengujian konstitusionalitas Undang-Undang Keuangan Negara memvalidasi bahwa dalam pandangan rezim hukum publik, segala wujud penyertaan modal pemerintah kendati telah disetorkan menjadi instrumen saham, obligasi, atau *capital injection* di dalam perseroan terbatas secara hakikat tidak pernah kehilangan "unsur keuangan publiknya". Doktrin konservatif ini dengan tegas menolak memotong benang merah pertanggungjawaban peradilan tipikor atas kesalahan hitung manajemen bisnis. Akibatnya, meskipun Danantara secara postur berada di luar yurisdiksi Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), instrumen kapital yang ia kelola pada hakikatnya tetap diklasifikasikan sebagai uang pembayar pajak (*state money*), yang secara legal melegitimasi intervensi penuh dari auditor keuangan negara (BPK) dan peradilan pidana publik.^{31,32}

Lebih mengkhawatirkan lagi, proses harmonisasi legislatif terkait dengan posisi pengurus *superholding* ini kembali memunculkan kontradiksi yang menelanjangi inkonsistensi perumus undang-undang. Pada fase perancangan awal, rancangan regulasi berupaya mengeksklusi eksistensi direktur korporasi pelat merah dari taksonomi hierarkis "penyelenggara negara" agar mereka dapat diperlakukan sebagai eksekutif swasta. Akan tetapi, pada tahap konklusi pengesahan Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025, klausul pembebasan tersebut dianulir secara sepihak. Direksi, Komisaris, serta seluruh pimpinan *fund manager* kekayaan negara divalidasi kembali statusnya secara hukum sebagai "penyelenggara negara" (*state administrators*). Keputusan ini merupakan bentuk *statutory clawback* (penarikan kembali norma pembebasan secara regresif) yang membawa implikasi doktrinal dahsyat: institusi penegak hukum seperti Komisi

³¹ Al Farizy, Nugroho, and Prakoso, "State Financial Position as State Equity Participation in Indonesia Investment Authority."

³² "Putusan MK No. 48/PUU-XI/2013 Dan Putusan MK No. 62/PUU-XI/2013" (2013).

Pemberantasan Korupsi (KPK) kembali mengantongi dasar yurisdiksi yang tak terbantahkan untuk memosisikan pejabat *superholding* di bawah ancaman sapan Undang-Undang Pemberantasan Tindak Pidana Korupsi. Hal ini mengamputasi filosofi pengambilan risiko strategis (*strategic risk-taking*) korporasi modern dan menciptakan *chilling effect* (efek gentar) yang sistemik bagi jajaran direksi Danantara; mereka akan beroperasi dengan ketakutan neurotik sebab setiap keputusan komersial dievaluasi tidak melalui metrik bisnis, melainkan melalui standar kepatuhan birokrasi pemerintahan.³³

Dampak operasional dari ketegangan kronis antara norma perlindungan investasi (*Corporate Law*) dan yurisdiksi antikorupsi (*Public Finance Law*) ini terekam dengan presisi dalam berbagai jejak empiris peradilan di Indonesia. Narasi kekebalan hukum doktrin BJR secara faktual seringkali runtuh di meja peradilan tindak pidana korupsi, sebagaimana didemonstrasikan dalam putusan inkracht skandal restrukturisasi kredit Lembaga Pembiayaan Ekspor Indonesia (LPEI),³⁴ kasus penghapusbukuan kredit macet tingkat wilayah di PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk,³⁵ serta inefisiensi pengadaan investasi di PT Perikanan Indonesia. Dalam rentetan preseden tersebut, pengadilan secara konsisten menggugurkan argumentasi pro-bisnis BJR ketika jaksa penuntut umum berhasil merekonstruksi kegagalan finansial sebagai bentuk "penyalahgunaan wewenang secara melawan hukum" akibat tidak dipenuhinya pedoman administratif standar operasional secara absolut, yang kemudian ditafsirkan sebagai "benturan kepentingan atau kelalaian kotor".³⁶ Dalam lanskap hibriditas BPI Danantara yang menyuntikkan modal bernilai triliunan rupiah untuk *strategic sovereign investments* tanpa *checks and balances* eksternal yang mapan setiap keputusan progresif seperti *haircut* utang anak usaha, inisiasi akuisisi blok pertambangan berisiko, atau pelepasan aset (*divestment*) akan sangat mudah ditranslasikan menjadi delik tipikor. Direksi yang kompeten pada akhirnya diseret ke pengadilan pidana, yang melahirkan *ultra-conservative bias*; direksi akan memilih menahan triliunan modal (stagnasi) ketimbang mengambil risiko terukur yang esensial bagi *value creation*.

³³ Chen, *Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China*.

³⁴ "Putusan Mahkamah Agung No. 5643 K/Pid.Sus/2022" (2022).

³⁵ "Putusan MA No. 2501 K/Pid.Sus/2019" (2019).

³⁶ Nathan Junino Jahja, Nor Farizal Mohammed, and Norziana Lokman, "Corporate Governance and Indonesian State-Owned Companies' Performance: Agency and Institutional Perspectives," *Edelweiss Applied Science and Technology* 8, no. 3 (April 4, 2024): 181-96, <https://doi.org/10.55214/25768484.v8i3.867>.

Paradoks destruktif ini tidak dijumpai dalam mekanisme tata kelola murni GLC yang bernaung di bawah *superholding* Temasek Singapura. Di yurisdiksi tersebut, identitas *separate legal entity* korporasi dihormati dan ditegakkan dengan integritas konstitusional penuh. Karena diklasifikasikan murni sebagai korporasi komersial privat, direktur GLC tidak pernah dibebani identitas hukum administratif sebagai aparatur negara, sehingga rezim audit forensik aparatur pemerintah kehilangan gigi taring yurisdiksinya atas kebijakan manajemen.³⁷ Tanggung jawab direksi terikat kokoh hanya pada *Section 157* ayat (1) *Singapore Companies Act 1967* (Cap. 50), yang mengatur tentang kewajiban fidusia (*fiduciary duties*) serta eksekusi *reasonable diligence* (kehati-hatian) dan *duty of care* murni (kewajiban untuk bertindak cermat) di ranah perdata komersial; sebuah pendekatan dogmatis yang secara diametral bertolak belakang dengan elastisitas tafsir "sapu jagat" Pasal 2 dan Pasal 3 Undang-Undang Pemberantasan Tindak Pidana Korupsi di Indonesia yang kerap mengkriminalisasi "kerugian bisnis murni" (*pure business loss*) sebagai "kerugian uang negara". Apabila direktur di Singapura terbukti melakukan kegagalan investasi akibat kecerobohan tak rasional, pertanggungjawabannya tidak diselesaikan melalui terali besi KPK lokal (CPIB), melainkan lewat instrumen pemecatan perdata (*civil suit*) atau ganti rugi korporasi (*derivative action*), kecuali dalam insiden penggelapan (*fraud/embezzlement*) langsung. Konstruksi ini merekayasa iklim kerja (*psychological safety*) yang prima; membebaskan direktur untuk mengeksekusi *strategic risk-taking* di seluruh dunia tanpa dihantui ancaman kriminalisasi atas kegagalan bisnis yang tak terelakkan. Mengabaikan kesenjangan sistemik ini, reformasi tata kelola dalam UU BUMN sekadar mengukuhkan ilusi di mana BPI Danantara dipaksa bersaing bagai singa global namun diikat dengan rantai birokrasi pemerintahan lokal.

3. Elevasi Diskursus Tata Kelola SWF Global: Kesenjangan GAPP dan Urgensi Kodifikasi *Lex Specialis*

Mengadopsi perspektif *international corporate governance*, inisiatif transformasi *holding* investasi menjadi sebuah *Sovereign Wealth Fund* (SWF) berdaya saing memerlukan landasan yang melampaui retorika undang-undang sektoral semata. Transformasi BPI Danantara ke dalam lanskap SWF mewajibkan negara untuk menyejajarkan arsitektur regulasinya dengan prinsip tata kelola kedaulatan global yang paling mutakhir. Jika kita memosisikan kehadiran Danantara melalui kacamata hukum

³⁷ Puchniak and Lan, "Independent Directors in Singapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation."

tata negara ekonomi global dan komparatif, panggung arsitektur pendiriannya masih jauh dari mumpuni dan dapat dikategorikan sebagai entitas yang mengalami "prematurnitas hukum dan institusional" (*legal-institutional prematurity*). Prematuritas ini bersumber secara fundamental pada absennya kerangka undang-undang khusus (*lex specialis*) yang berdiri sendiri. Alih-alih diwujudkan dalam instrumen *Act of Parliament* komprehensif seperti halnya SWF terkemuka di negara maju, landasan hukum Danantara direkayasa melalui metode tambal-sulam atas Undang-Undang BUMN lama dan hanya ditopang oleh regulasi turunan. Ketiadaan instrumen *lex specialis* ini menciptakan demarkasi kewenangan yang kabur dan memicu kegagalan implementasi apa yang diistilahkan oleh pakar tata kelola kedaulatan global seperti Clark, Dixon, dan Monk sebagai *fiscal ring-fencing* (garis batas perlindungan risiko fiskal) yang amat rentan.³⁸

Dari perspektif legitimasi global, literatur empiris komtemporer semacam riset Gonzalez-Garcia membuktikan bahwa pendanaan SWF menuntut transparansi,³⁹ prediktabilitas, dan imunitas dari agenda politik jangka pendek, yang kesemuanya merupakan esensi dari mandat perundang-undangan (*statutory mandates*). Konstruksi hibrida seperti Danantara di mana ia secara hierarkis bukanlah "Kementerian", tidak dikategorikan sebagai BUMN secara konvensional, namun ditugaskan mengelola ratusan triliun rupiah aset kedaulatan di luar pantauan APBN mengandung potensi distorsi akuntabilitas yang luar biasa berbahaya. Minimnya kepastian mengenai kedudukan normatif pada level undang-undang organik ini membawa konsekuensi serius terhadap pemerinkatan kelayakan investasi dan persepsi yurisdiksi pasar modal internasional.

Lebih fundamental lagi, fondasi prematur tersebut memicu konsekuensi yang berujung pada defisit kepatuhan terhadap doktrin *Santiago Principles* (GAPP) dari *International Forum of Sovereign Wealth Funds*, khususnya GAPP Principle 16 yang mewajibkan kemandirian operasional manajemen dari pengaruh politik eksekutif harian, serta GAPP Principle 6 mengenai kejelasan pembagian kewenangan antara pemilik, pengawas, dan pelaksana investasi (IWG, 2008). *Santiago Principles* adalah pedoman tak terbantahkan (batu penjurur) dalam operasionalisasi SWF, yang mensyaratkan kerangka kelembagaan untuk menjamin isolasi dana dari siklus politik, menegakkan standar akuntansi transparan di bawah auditor independen bertaraf internasional, mekanisme

³⁸ Gordon L. Clark, Adam D. Dixon, and Ashby H. B. Monk, "The Rise of Sovereign Wealth Funds," in *Sovereign Wealth Funds* (Princeton University Press, 2013), 13–29, <https://doi.org/10.23943/princeton/9780691142296.003.0002>.

³⁹ Gonzalez-Garcia, "Data Transparency and Sovereign Financing Conditions."

public reporting proaktif demi mencegah *state capture* oleh oligarki, dan penegakan regulasi anti-benturan kepentingan yang kaku. Tinjauan ekstensif membuktikan bahwa Peraturan Pemerintah pendirian Danantara tidak secara spesifik mengakomodasi komitmen pengawasan silang horisontal (*horizontal checks and balances*) dan nihil integrasi atas kebijakan keberlanjutan investasi (*Environmental, Social, and Governance / ESG*). Absennya integrasi ESG dan mekanisme uji tuntas dalam beleid Danantara ini bukan sekadar pelanggaran etis normatif, melainkan sebuah kelalaian strategis yang secara langsung akan meningkatkan risiko premi negara (*sovereign risk premium*) di mata lembaga pemeringkat kredit internasional.⁴⁰

Risiko kekosongan *Lex Specialis* ini juga menyingkap kerentanan dramatis pada masa transisi hukum korporasi ke depan. Sejalan dengan aturan peralihan yang mengharuskan perpindahan saham eks-Kementerian BUMN dan kepemilikan minoritas pemerintah menuju kendali mutlak 100% *holdings* di bawah Danantara pada paruh awal 2026, status entitas *holding* beserta anak-cucu perusahaannya diyakini akan mengalami degradasi hukum dan gugur sebagai entitas BUMN secara definitif (*non-state-owned status*). Saat anak perusahaan ini menjelma secara legal menjadi sekadar Perseroan Terbatas reguler di bawah naungan UU Perseroan Terbatas biasa tetapi dengan muatan historis sebagai pengelola hajat hidup strategis eks-BUMN mereka tidak lagi tunduk pada batasan *procurement* publik atau batasan operasional birokrasi, mengisolasi keputusan komersial mereka ke dalam *black box* pengelolaan privat. Namun secara ironis, intervensi negara tetap beroperasi layaknya *shadow director* yang menembus selubung korporasi (*piercing the corporate veil*), di mana pimpinannya sewaktu-waktu dapat dipanggil sebagai "Penyelenggara Negara" dan diklasifikasikan merugikan keuangan negara.⁴¹ Kontradiksi absolut di mana institusi dilempar keluar dari kategori "BUMN" demi efisiensi privat, namun terus diborgol dengan pedang yurisdiksi anti-korupsi publik, merupakan cacat epistemologis terbesar dalam desain *corporate state-capitalism* Indonesia masa kini.

Pelajaran sentral dari keberhasilan masif *Government-Linked Companies* (GLC) di Singapura tidak sekadar berangkat dari kepintaran berinvestasi, tetapi bertumpu pada disiplin tinggi dalam mengartikulasikan desain hukum perseroan (*corporate law design*)

⁴⁰ William L. Megginson and Veljko Fotak, "Rise of The Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research," *Journal of Economic Surveys* 29, no. 4 (September 8, 2015): 733–78, <https://doi.org/10.1111/joes.12125>.

⁴¹ Hidayatulloh and ErdÅ's, "State-Owned Enterprise's Debt in the State Financial Regime."

sejak hulu. Otoritas kelembagaan Singapura dengan tegas menampik ambiguitas hibrida dalam pengelolaan Temasek. Model Singapura berani memberikan otonomi perseroan yang dihormati secara ketat baik dalam peradilan sipil maupun konstitusi ketatanegaraan. Temasek tidak diributkan oleh definisi polemik kerugian negara yang bersifat pidana; ia bertarung, berevolusi, dan dievaluasi murni dalam arena *market valuation* serta koridor pertanggungjawaban perdata yang proporsional.⁴²

Oleh karenanya, guna mengentaskan tata kelola bisnis strategis nasional dari belenggu kerancuan ini, rancang bangun Undang-Undang Nomor 16 Tahun 2025 saja terbukti parsial, ilusif, dan sama sekali belum memadai. Elevasi diskursus ini meniscayakan adanya desakan akademis untuk segera menyusun *Lex Specialis Sovereign Wealth Fund* (UU Pengelolaan Kekayaan Kedaulatan Negara) yang otonom dan utuh. Instrumen legislatif paripurna ini kelak harus meredefinisi batasan yuridis "Kerugian Negara" secara absolut, serta merestrukturisasi mekanisme kontrol negara dari sekadar hak veto eksekutif tunggal (Saham Dwiwarna) menjadi pengawasan berbasis *Board of Trustees* independen yang diisi oleh profesional pasar global dan dilindungi secara konstitusional.⁴³ Hanya dengan memisahkan dogma keuangan negara (publik) dan membiarkan Danantara bermetamorfosis ke dalam tata kelola hukum perseroan sejati tanpa bayang-bayang intervensi *shadow director* dan hegemoni politik jangka pendek, maka impian kompetisi global entitas BUMN dapat direalisasikan dengan legitimasi investasi yang solid dan berkelanjutan.

C. KESIMPULAN

Transformasi kelembagaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) melalui pembentukan superholding BPI Danantara terbukti memproduksi ilusi pemisahan fungsi, di mana sentralisasi kekuasaan eksekutif melalui instrumen Saham Dwiwarna justru melanggengkan *agency cost* politik dan mencederai prinsip kesetaraan pemegang saham. Secara dogmatis, dipertahankannya intervensi rezim keuangan negara atas kekayaan yang dipisahkan telah melumpuhkan efektivitas perlindungan *Business Judgment Rule* (BJR), sehingga menjebak jajaran direksi ke dalam ancaman kriminalisasi peradilan pidana korupsi yang secara sistemik mematikan inisiatif *strategic risk-taking*. Kesenjangan struktural ini sangat kontras dengan keberhasilan *Government-Linked*

⁴² Chen, *Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China*.

⁴³ Disyon, Gultom, and Rahmawati, "The State's Position as a Shareholder of Dwiwarna Shares in The Privatization of State-Owned-Holding-Members-Companies."

Companies (GLC) di bawah Temasek Singapura, yang sukses menginsulasi keputusan komersial dari agenda politik eksekutif harian melalui rekayasa insulasi konstitusional dan kepatuhan absolut pada hukum perseroan murni. Oleh karena itu, resolusi atas prematuritas institusional ini meniscayakan kodifikasi *Lex Specialis Sovereign Wealth Fund* yang secara eksplisit meratifikasi *Santiago Principles*, merevitalisasi otonomi *separate legal entity*, dan mengganti hak veto tunggal dengan pengawasan *checks and balances* independen demi mengamankan legitimasi investasi kedaulatan di pasar global.

DAFTAR PUSTAKA

- Alexius, Susanna, and Staffan Furusten. "Exploring Constitutional Hybridity." In *Managing Hybrid Organizations*, 1–25. Cham: Springer International Publishing, 2019. https://doi.org/10.1007/978-3-319-95486-8_1.
- Benuf, Kornelius, and Muhamad Azhar. "Metodologi Penelitian Hukum Sebagai Instrumen Mengurai Permasalahan Hukum Kontemporer." *Gema Keadilan* 7, no. 1 (April 1, 2020): 20–33. <https://doi.org/10.14710/gk.2020.7504>.
- Chen, Christopher. *Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China*. *Northwestern Journal of International Law and Business*. Vol. 36, 2016. https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/1693/.
- Clark, Gordon L., Adam D. Dixon, and Ashby H. B. Monk. "The Rise of Sovereign Wealth Funds." In *Sovereign Wealth Funds*, 13–29. Princeton University Press, 2013. <https://doi.org/10.23943/princeton/9780691142296.003.0002>.
- Dharwadkar, Ravi, Gerard George, and Pamela Brandes. "Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective." *The Academy of Management Review* 25, no. 3 (July 2000): 650–69. <https://doi.org/10.2307/259316>.
- Disyon, Huta, Elisatris Gultom, and Ema Rahmawati. "The State's Position as a Shareholder of Dwiwarna Shares in The Privatization of State-Owned-Holding-Members-Companies." *Jurnal Penelitian Hukum De Jure* 23, no. 3 (September 4, 2023): 299–312. <https://doi.org/10.30641/dejure.2023.V23.299-312>.
- Duygun, Meryem, Yilmaz Guney, and Abdul Moin. "Dividend Policy of Indonesian Listed Firms: The Role of Families and the State." *Economic Modelling* 75 (November 2018): 336–54. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.07.007>.
- Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. "Separation of Ownership and Control." *The Journal of Law and Economics* 26, no. 2 (June 1983): 301–25. <https://doi.org/10.1086/467037>.
- Farizy, Mohammad Rafi Al, Fiska Maulidian Nugroho, and Bhim Prakoso. "State Financial Position as State Equity Participation in Indonesia Investment Authority." *JURNAL USM LAW REVIEW* 7, no. 3 (December 3, 2024): 1528–41. <https://doi.org/10.26623/julr.v7i3.10453>.
- Gonzalez-Garcia, Jesus. "Data Transparency and Sovereign Financing Conditions."

- Empirical Economics* 66, no. 4 (April 13, 2024): 1735–55.
<https://doi.org/10.1007/s00181-023-02498-4>.
- . “Improving Sovereign Financing Conditions Through Data Transparency.” *IMF Working Papers* 2022, no. 230 (November 2022): 1–15.
<https://doi.org/10.5089/9798400224232.001>.
- Hidayatulloh, Hidayatulloh, and Å%ova ErdÅ’s. “State-Owned Enterprise’s Debt in the State Financial Regime.” *Sriwijaya Law Review* 7, no. 1 (January 27, 2023): 105–20.
<https://doi.org/10.28946/slrev.Vol7.Iss1.1843.pp105-120>.
- Jahja, Nathan Junino, Nor Farizal Mohammed, and Norziana Lokman. “Corporate Governance and Indonesian State-Owned Companies’ Performance: Agency and Institutional Perspectives.” *Edelweiss Applied Science and Technology* 8, no. 3 (April 4, 2024): 181–96. <https://doi.org/10.55214/25768484.v8i3.867>.
- Kusumadewi, Ni Luh Gde Lydia, and Ratna Wardhani. “The Effect of Three Types of Agency Problems on the Firm Performance: Evidence from Indonesia.” *International Journal of Monetary Economics and Finance* 13, no. 3 (2020): 279.
<https://doi.org/10.1504/IJMEF.2020.108824>.
- Leutert, Wendy. “Singapore’s Temasek Model and State Asset Management in China.” *Asian Survey* 64, no. 4 (August 1, 2024): 700–726.
<https://doi.org/10.1525/as.2024.2122271>.
- Lori, McMillan. “The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine.” *William & Mary Business Law Review* 4, no. 2 (2014): 521–526.
<https://scholarship.law.wm.edu/wmblr/vol4/iss2/5/>.
- Meggison, William L., and Veljko Fotak. “Rise of The Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research.” *Journal of Economic Surveys* 29, no. 4 (September 8, 2015): 733–78. <https://doi.org/10.1111/joes.12125>.
- Milhaupt, Curtis, and Mariana Pargendler. “Governance Challenges of Listed State- Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform.” *Cornell International Law Journal* 50, no. 3 (2017): 473–542.
<https://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol50/iss3/3/>.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024*. OECD Publishing, 2024.
<https://doi.org/10.1787/18a24f43-en>.
- Pargendler, Mariana. “State Ownership and Corporate Governance.” *SSRN Electronic Journal*, 2011. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1854452>.
- Pickering, Murray A. “The Company as A Separate Legal Entity.” *The Modern Law Review* 31, no. 5 (September 18, 1968): 481–511. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2230.1968.tb01206.x>.
- Puchniak, Dan W., and Luh Luh Lan. “Independent Directors in Singapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation.” *SSRN Electronic Journal*, 2015.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2604067>.
- Putusan MA No. 2501 K/Pid.Sus/2019 (2019).

Putusan Mahkamah Agung No. 5643 K/Pid.Sus/2022 (2022).

Putusan MK No. 48/PUU-XI/2013 dan Putusan MK No. 62/PUU-XI/2013 (2013).

Stuenkel, Oliver. "Aldo Musacchio and Sergio G. Lazzarini: Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond." *Journal of Economic Issues* 50, no. 3 (July 2, 2016): 910–11. <https://doi.org/10.1080/00213624.2016.1213602>.

Tan, Kevin YL. *The Constitution of Singapore: A Contextual Analysis*. Oxford: Hart Publishing, 2015.

Thabane, Tebello. "Rebooting State-Owned Companies in South Africa: Exploring the Viability of Singapore's State Holding Company (Temasek) Model of Ownership and Control." *Potchefstroom Electronic Law Journal* 27 (October 17, 2024). <https://doi.org/10.17159/1727-3781/2024/v27i0a17022>.

Trihatmoko, Roderikus Agus, and Y. Sri Susilo. "Conditions, Challenges and Prospects of State-Owned Enterprises in Indonesia: The Governance Perspective Based on Economic Constitution." *Applied Research in Quality of Life* 18, no. 5 (October 6, 2023): 2459–84. <https://doi.org/10.1007/s11482-023-10194-9>.

Wardani, Desty Sari. "Perlindungan Direksi Terhadap Keputusan Bisnis Melalui Penerapan Prinsip Business Judgement Rules Di Amerika Serikat, Jepang, Dan Indonesia." *Dharmasiswa Jurnal Program Magister Hukum FHUI* 2, no. 3 (2023): 1139–52. <https://scholarhub.ui.ac.id/dharmasiswa/vol2/iss3/8/>.

Wardhani, Ratna, Hilda Rossieta, and Dwi Martani. "Good Governance and the Impact of Government Spending on Performance of Local Government in Indonesia." *International Journal of Public Sector Performance Management* 3, no. 1 (2017): 77. <https://doi.org/10.1504/IJPSPM.2017.082503>.