

**PENGATURAN PELAKSANAAN *BACKDOOR LISTING* DAN
IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR
(PERBANDINGAN ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG)**

SKRIPSI



Oleh:

MUETHIA AISYAH

No. Mahasiswa: 19410284

PROGRAM STUDI S1 ILMU HUKUM

FAKULTAS HUKUM

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2023

**PENGATURAN PELAKSANAAN *BACKDOOR LISTING* DAN
IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR
(PERBANDINGAN ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG)**

SKRIPSI



Oleh:

MUETHIA AISYAH

No. Mahasiswa: 19410284

PROGRAM STUDI S1 ILMU HUKUM

FAKULTAS HUKUM

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2023

**PENGATURAN PELAKSANAAN *BACKDOOR LISTING* DAN
IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR
(PERBANDINGAN ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG)**

SKRIPSI

Diajukan Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan Guna Memperoleh
Gelar Sarjana (Strata-1) pada Fakultas Hukum
Universitas Islam Indonesia
Yogyakarta



Oleh:

MUETHIA AISYAH

No. Mahasiswa: 19410284

PROGRAM STUDI S1 ILMU HUKUM

FAKULTAS HUKUM

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2023



PENGATURAN PELAKSANAAN BACKDOOR LISTING DAN IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR (PERBANDINGAN ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG)

Telah diperiksa dan disetujui Dosen Pembimbing Tugas Akhir untuk diajukan
ke depan TIM Penguji dalam Ujian Tugas Akhir / Pendadaran

pada tanggal 11 April 2023

Yogyakarta, 12 April 2023

Dosen Pembimbing Tugas Akhir,

Inda Rahadiyan, S.H., M.H.

الجامعة الإسلامية
الاندونيسية

الجامعة الإسلامية
الاندونيسية



PENGATURAN PELAKSANAAN BACKDOOR LISTING DAN IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR (PERBANDINGAN ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG)

Telah Dipertahankan di Hadapan Tim Penguji dalam
Ujian Tugas Akhir / Pendadaran
pada tanggal dan Dinyatakan LULUS

Yogyakarta, 11 April 2023

Tim Penguji

1. Ketua : Siti Anisah, Dr., S.H., M.Hum.
2. Anggota : Inda Rahadiyan, S.H., M.H.
3. Anggota : Lucky Suryo Wicaksono, S.H., M.Kn., M.H.

Tanda Tangan

Mengetahui:

Universitas Islam Indonesia
Fakultas Hukum
Dekan,



Prof. Dr. Budi Agus Riswandi, S.H., M.H.

NIK. 014100109

**SURAT PERNYATAAN ORISINALITAS KARYA ILMIAH
BERUPA TUGAS AKHIR MAHASISWA FAKULTAS HUKUM
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : **MUETHIA AISYAH**

No. Mahasiswa : **19410284**

Adalah benar-benar Mahasiswa Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia Yogyakarta yang telah melakukan penulis Karya Tulis Ilmiah (Tugas Akhir) berupa Skripsi dengan judul:

**PENGATURAN PELAKSANAAN BACKDOOR LISTING DAN
IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR
(PERBANDINGAN ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG)**

Karya Tulis Ilmiah ini akan saya ajukan kepada tim penguji dalam ujian pendadaran yang diselenggarakan oleh Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia. Sehubungan dengan hal tersebut, dengan ini Saya menyatakan:

1. Bahwa karya tulis ilmiah ini adalah benar benar karya saya sendiri yang dalam penyusunanya tunduk dan patuh terhadap kaidah, etika, dan norma norma penulisan sebuah karya tulis ilmiah sesuai dengan ketentuan yang berlaku;
2. Bahwa meskipun secara prinsip hak milik atas karya ilmiah ini pada saya, namun demi untuk kepentingan kepentingan yang bersifat akademik dan pengembanganya, saya memberikan kewenangan kepada pepustakaan Fakultas Hukum UII dan Perpustakaan di lingkungan Universitas Islam Indonesia untuk mempergunakan karya ilmiah saya tersebut.

Selanjutnya berkaitan dengan hal di atas (terutama penyertaan pada butir no. 1 dan 2, saya sanggup menerima sanksi administratif, akademik, bahkan sanksi pidana, jika saya terbukti secara kuat dan meyakinkan telah melakukan perbuatan yang

menyimpang dari pernyataan tersebut. saya juga akan bersifat kooperatif untuk hadir, menjawab, membuktikan, melakukan pembelaan terhadap hak-hak saya serta menandatangani berita acara terkait yang menjadi hak dan kewajiban saya, di depan “Majelis” atau “TIM” Fakultas Hukum UII yang ditunjuk oleh pimpinan fakultas, apabila tanda-tanda plagiat disinyalir ada atau terjadi pada karya ilmiah saya oleh pihak Fakultas Hukum UII.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya dan dalam kondisi sehat jasmani dan rohani, dengan sadar serta tidak ada tekanan dalam bentuk apapun dan oleh siapapun.

Yogyakarta, 16 Januari 2023
Pembuat Pernyataan



Muethia Aisyah
19410284

CURICULUM VITAE

1. Nama Lengkap : Muethia Aisyah
2. Jenis Kelami : Perempuan
3. Tempat, Tanggal Lahir : Banyuwangi, 06 Oktober 2000
4. Kebangsaan : Indonesia
5. Golongan Darah : O
6. Alamat Terakhir : Kost Zahra 2, Candi Winangun
7. Alamat Asal : Perumahan Taman
Adhiloka Blok A/28,
Neglasari, Kota
Tangerang, Banten
8. Nomor Hp : +62 81361564689
9. Email : aisyahmuethiaa@gmail.com
10. Identitas Orang Tua/ Wali
 - a. Nama Ayah : Ir. Didik Purwanto
 - Perkerjaan Ayah : Karyawan Swasta
 - b. Nama Ibu : Cholida
 - Perkerjaan Ibu : Ibu Rumah Tangga
11. Riwayat Pendidikan
 - a. Taman Kanak-Kanak (TK) : TK Baida'ul Ahkam
 - b. Sekolah Dasar (SD) : SDN Gebang Raya 1
 - c. Sekolah Menengah Pertama (SMP): SMPN 2 Kota Tangerang
 - d. Sekolah Menengah Atas (SMA) : SMAN 6 Kota Tangerang
12. Organisasi
 - a. Criminal Law Discussion FH UII
 - b. Pusat Studi Pasar Modal FH UII
13. Pengalaman Kerja
 - a. Magang di Direktorat Jendral Bea dan Cukai Jakarta Timur
 - b. Magang di PT. Justika Siar Publika (Hukumonline) Jakarta Selatan

(Muethia Aisyah)

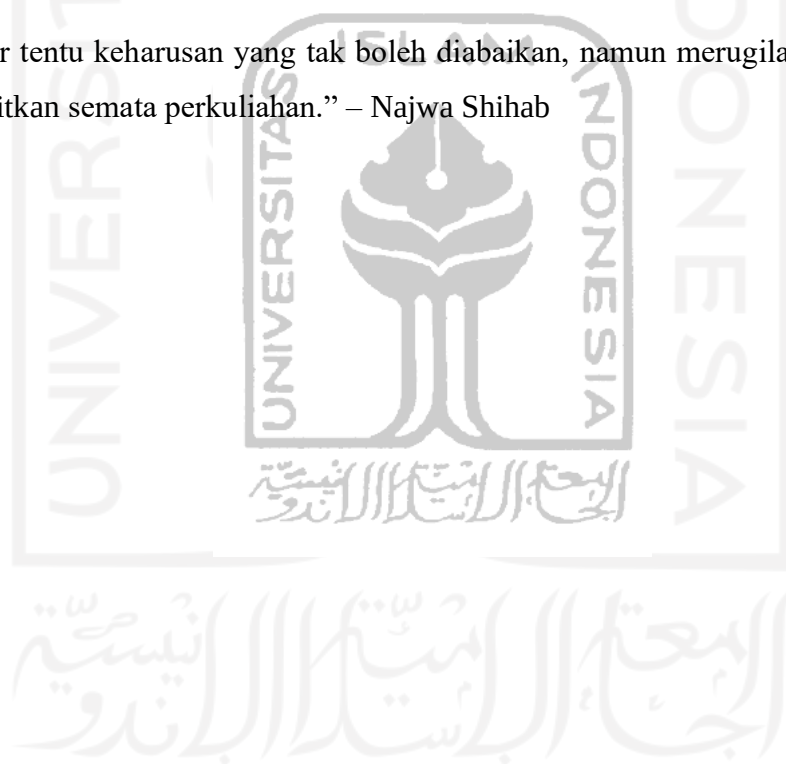
MOTTO

“Overcome the fear of change

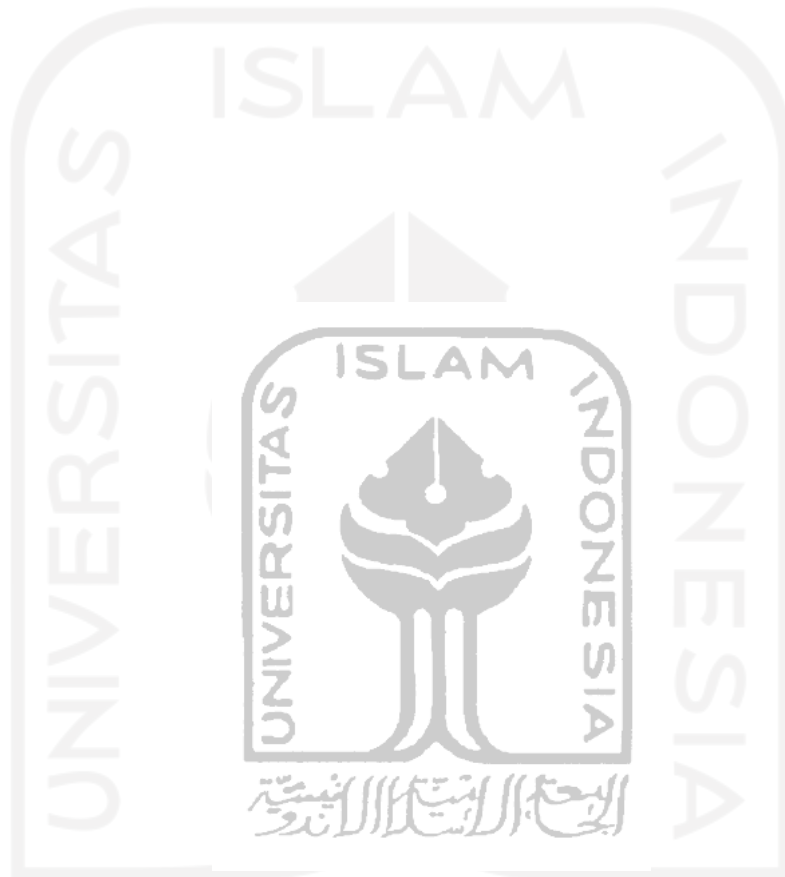
Recently I’ve realized that just staying where I am and being content, can dangerously turn into complacency. In other words, choosing to stay in my comfort zone can be a risk in itself -a risk where I rid myself of my potential, strip myself from new experience and new opportunities to grow.

#DearTomorrow: Frankly, I think lack of growth is a so much easier. Take risks, instead.” – Maudy Ayunda

“Belajar tentu keharusan yang tak boleh diabaikan, namun merugikan jika belajar disempitkan semata perkuliahan.” – Najwa Shihab



HALAMAN PERSEMBAHAN



*Skripsi ini kupersembahkan kepada Allah SWT,
Nabi Muhammad SAW,
Diriku sendiri yang senantiasa giat untuk terus belajar dan berkembang,
Keluarga besar yang selalu mendukung,
Kepada dosenku yang senantiasa mengajariku dan membimbingku,
Semua kawan-kawanku yang berharga dalam menemani setiap langkah,
Kepada seluruh generasi masa depan,
Serta kepada Almamaterku tercinta*

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr. Wb, puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah senantiasa memberikan nikmat, rahmat, dan hidayah-Nya. Sholawat dan salam tidak lupa kita curahkan kepada junjungan Nabi kita Muhammad SAW beserta keluarga, para sahabat, dan para pengikutnya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Pengaturan Pelaksanaan Backdoor Listing dan Implikasinya Terhadap Perlindungan Investor (Perbandingan Antara Indonesia dan Hong Kong)”**.

Selama penulisan tugas akhir, penulis sadar bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna, maka penulis berharap saran dan kritik dari berbagai pihak agar skripsi ini lebih baik secara ilmiah untuk masa depan. Dalam kesempatan ini, penulis hendak mengucapkan terima kasih sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu serta memudahkan pengerjaan skripsi ini hingga selesai. Secara khusus penulis hendak mengucapkan terima kasih kepada:

1. Terima kasih kepada Dekan Fakultas Hukum, Universitas Islam Indonesia, Prof. Dr. Budi Agus Riswandi, S.H.,M.Hum.
2. Terima kasih kepada ibu Inda Rahadiyan, S.H.,M.H, selaku Dosen Pembimbing skripsi yang telah membimbing, mengajari, dan membantu saya terus belajar dan berkembang selama proses pengerjaan tugas akhir dan memberikan masukan yang baik kepada saya.
3. Terima kasih kepada ibu Ayunita Nur Rohanawati, S.H.,M.H, selaku dosen pembimbing akademik yang telah memberikan banyak dukungan dan nasihat yang berdampak selama perkuliahan dan proses pengerjaan skripsi

untuk terus belajar dan berkembang.

4. Terima kasih kepada Ayah, Ibu, Kakak, dan saudara-saudara saya yang telah memberikan doa dan dukungan selama saya hidup.
5. Terima kasih kepada sahabat-sahabat baik saya, mulai dari Kurniati Mulqiyah, Mahdavika Arsy, Abang Daffa Prangsi S.H, Mbak Yustika Ardhanay S.H, Alm. Torando, S.H, Nadhifah, Husnaya, Widia, Laksmi, Amanda, Daffa Fahrizky, saya ucapkan terima kasih karena telah menjadi sahabat baik selama masa perkuliahan sampai pengerjaan skripsi ini.
6. Terima kasih kepada teman-teman saya selama perkuliahan dan CLD FH UII mulai dari Rifki, Fikri, Surya, Faraz, Putra, dan teman-teman lainnya.
7. Terima kasih kepada Azhar Fadhil dan Hamidillah selaku teman baik yang telah membantu, mendukung, dan memberikan motivasi selama proses pengerjaan skripsi.
8. Terima kasih kepada teman-teman yang membantu saya selama berada di Pusat Studi Pasar Modal FH UII yang begitu banyak pengalaman dan pembelajaran yang saya dapat selama masa perkuliahan.

Penulis berharap bahwa penulisan tugas akhir ini bermanfaat bagi pembaca. Semoga apa yang tertulis dalam penelitian ini mendapatkan ridho dari Allah SWT. Terima kasih.

Yogyakarta, 16 Januari 2023

Penulis,

Muethia Aisyah

DAFTAR ISI

JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN TUGAS AKHIR PRA PENDADARAN	IV
SURAT PERNYATAAN ORISINALITAS KARYA ILMIAH.....	VI
BERUPA TUGAS AKHIR MAHASISWA FAKULTAS HUKUM.....	VI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA.....	VI
CURICULUM VITAE.....	VIII
MOTTO	IX
HALAMAN PERSEMBAHAN	X
KATA PENGANTAR.....	XI
DAFTAR ISI.....	XIII
ABSTRAK	XVII
BAB I PENDAHULUAN.....	1
A. LATAR BELAKANG	1
B. RUMUSAN MASALAH	10
C. TUJUAN PENELITIAN.....	11
D. ORISINALITAS PENELITIAN	11
E. TINJAUAN PUSTAKA	13
1. Tinjauan Umum Tentang Backdoor Listing	13
2. Tinjauan Umum Tentang Perlindungan Hukum.....	16
F. LANDASAN TEORI.....	23
G. DEFINISI OPERASIONAL	24
H. METODE PENELITIAN	25
1. Jenis Penelitian	25
2. Pendekatan Penelitian	26
3. Bahan Hukum	28

4.	Teknik Pengumpulan Bahan Hukum	29
5.	Analisis Bahan Hukum	30
I.	KERANGKA SKRIPSI	30
 BAB II TINJAUAN UMUM MENGENAI PENAWARAN UMUM, PENCATATAN SAHAM SERTA PERLINDUNGAN HUKUM BAGI INVESTOR..... 32		
A.	TINJAUAN MENGENAI PENAWARAN UMUM.....	32
1.	Pengertian Penawaran Umum	32
2.	Tahapan dalam Penawaran Umum	33
3.	Prospektus.....	42
B.	TINJAUAN MENGENAI PENCATATAN SAHAM.....	54
1.	Pengertian Pencatatan Saham	54
2.	Pengertian Backdoor Listing	56
C.	TINJAUAN MENGENAI PERLINDUNGAN INVESTOR PASAR MODAL	60
1.	Pengertian Perlindungan Hukum	60
2.	Perlindungan Hukum bagi Investor Pasar Modal	63
3.	Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Saham Minoritas	64
D.	TINJAUAN MENGENAI PENCATATAN SAHAM DALAM PERSPEKTIF HUKUM ISLAM	68
 BAB III PENGATURAN PELAKSANAAN BACKDOOR LISTING DAN IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR .. 74		
A.	PENGATURAN BACKDOOR LISTING DI INDONESIA	74
B.	PENGATURAN BACKDOOR LISTING DI HONG KONG	99
C.	PERBANDINGAN PENGATURAN BACKDOOR LISTING ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG.....	117
D.	PERSAMAAN DAN PERBEDAAN IMPLEMENTASI BACKDOOR LISTING ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG.....	133

E.	FORMULASI REKOMENDASI KEBIJAKAN MENGENAI BACKDOOR LISTING DI INDONESIA.....	139
F.	PERLINDUNGAN HUKUM BAGI INVESTOR DALAM PELAKSANAAN BACKDOOR LISTING DI INDONESIA.....	142
G.	IMPLIKASI PENGATURAN BACKDOOR LISTING TERHADAP INVESTOR KHUSUSNYA PEMEGANG SAHAM MINORITAS	159
BAB IV PENUTUP		161
A.	KESIMPULAN.....	161
B.	SARAN	162



DAFTAR TABEL

Tabel 3. 1	Perbandingan antara peraturan lama dan peraturan terbaru mengenai RTO di Hong Kong.....	105
Tabel 3. 2	Perbandingan antara peraturan lama dan peraturan terbaru mengenai <i>Extreme VSA</i> di Hong Kong.....	108
Tabel 3. 3	Perbandingan antara peraturan lama dan peraturan terbaru mengenai praktik <i>backdoor listing</i> melalui penerbitan sekuritas dengan skala besar di Hong Kong	110
Tabel 3. 4	Perbandingan <i>Backdoor Listing</i> antara Indonesia dan Hong Kong.....	118
Tabel 3. 5	Persamaan dan Perbedaan Poin <i>Backdoor Listing</i> antara Hong Kong dan Indonesia.....	133



ABSTRAK

Backdoor listing adalah cara alternatif bagi perusahaan swasta untuk dapat mencatatkan dirinya di bursa efek dengan cara mengambil alih perusahaan publik dan mengubah lini bisnis perusahaan tanpa proses IPO. *Backdoor listing* belum diatur secara khusus di Indonesia sehingga belum optimal melindungi keamanan berinvestasi bagi investor. Sebaliknya, *The Stock Exchange of Hong Kong Limited* (SEHK) akhir-akhir ini telah mengeluarkan peraturan amandemen terkait *backdoor listing* yang bertujuan untuk mengakomodir kegiatan *backdoor listing*.

Penelitian ini berfokus pada pengaturan pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia dan Hong Kong serta perlindungan hukum investor mengkhususkan kepada pemegang saham minoritas di Indonesia. Metode penelitian ini didasarkan pada penelitian hukum normatif atau penelitian kepustakaan. Di Indonesia, *backdoor listing* mengacu pada peraturan yang sesuai dengan jenis mekanisme yang digunakan meliputi *merger*, akuisisi, dan *right issue*. Pengaturan *backdoor listing* di Indonesia masih belum cukup jelas dibandingkan dengan Hong Kong yang didasarkan pada *Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria, and Other Rule Amendments* 2019. Dengan demikian, penelitian ini akan menjelaskan perbandingan antara kedua negara yaitu Indonesia dan Hong Kong, mengenai pengaturan perlindungan hukum dalam *backdoor listing* atas dasar hukum, lembaga pengawas keuangan, persentase pemegang saham, perlindungan investor, pengendali perusahaan, direktur independen, persyaratan RTO, dan laporan keuangan emiten.

Kata Kunci: Pengaturan, *backdoor listing*, perlindungan investor, Indonesia, Hong Kong



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Secara normatif yuridis pasar modal (*capital market*) didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.¹ Sementara itu, secara teoritis pasar modal adalah perdagangan instrumen keuangan jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri maupun hutang, baik diterbitkan oleh pemerintah maupun diterbitkan oleh perusahaan swasta.²

Sebuah perseroan dapat menjadi perseroan terbuka apabila melakukan proses penawaran umum atau *Initial Public Offering* (IPO) melalui pasar perdana (*primary market*). Proses penawaran umum terdiri dari beberapa tahapan di antaranya: tahap pra emisi, tahap emisi, dan tahap setelah emisi.³ Persyaratan dan peraturan yang tersedia cukup banyak dan memakan waktu panjang ini telah lama menjadi alasan bagi perusahaan tertutup dan pemegang saham mereka untuk mencari alternatif lain untuk IPO.⁴ Salah satu alternatif yang sering ditemukan adalah melalui pencatatan saham lewat belakang atau

¹ Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

² Budi Untung, *Hukum Bisnis Pasar Modal*, Penerbit Andi, Yogyakarta, 2011, hlm. 7.

³ M. Irsan Nasarudin, *Aspek-Apek Pasar Modal Indonesia*, Kencana, Jakarta, 2004, hlm. 218.

⁴ Dewi Rachmat Kusuma, "Berapa Biaya Yang Diperlukan Perusahaan Untuk Melantai di Pasar Modal? , terdapat dalam <https://finance.detik.com/bursa-dan-valas/d-3077891/berapa-biaya-yang-diperlukan-perusahaan-untuk-melantai-di-pasar-modal>. Diakses tanggal 12 Oktober 2022.

sering dikenal dengan sebutan *backdoor listing*, yaitu suatu proses akuisisi perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) oleh perusahaan tertutup.⁵

David Logan Scott menyatakan pengertian *backdoor listing* bahwa “Acquisition and merger with a listed company by an unlisted company in order to gain a listing on a securities exchange”.⁶ Sedangkan, *Longman Dictionary of Financial Terms* mendefinisikan *backdoor listing* sebagai “Backdoor listing is a method of listing a business on the stock market without going through an IPO”.⁷ Dengan demikian, *backdoor listing* adalah salah satu strategi perusahaan tertutup untuk menjadi perusahaan terbuka melalui perusahaan yang sudah tercatat di bursa, sehingga mendapatkan segala fasilitas sebagaimana perusahaan publik tanpa mengikuti aturan yang berlaku untuk melakukan IPO di dalam rangka melakukan penjualan sahamnya kepada publik.

Apabila mengakuisisi suatu perusahaan publik, perusahaan yang belum *go public* mendapatkan berbagai keuntungan seperti perusahaan publik tanpa harus melakukan IPO sehingga total biaya yang harus dikeluarkan menjadi lebih murah dan menghemat waktu karena perusahaan yang melakukan *backdoor listing* hanya perlu melakukan uji tuntas terbatas atau *due diligence* terbatas sehingga tidak memerlukan banyak perhatian dari manajemen

⁵ David Logan Scott, *Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*, United States:Houghton Mifflin Harcourt, 2003, hlm. 22.

⁶ M.J. Viljoen and N. Sibiya, *Longman Dictionary of Financial Terms*, South Africa:Pearson, 2007, hlm. 10.

⁷ Carlos Correia, dkk, *Financial Management*, United States: Juta and Company Ltd, 2007, hlm. 10.

perusahaan, dilusi kepemilikan saham perusahaan dapat diminimalkan, dan tidak memerlukan *under writer* atau disebut juga jasa penjamin emisi.⁸ Ketentuan dan tata cara *backdoor listing* belum diatur secara tegas di dalam peraturan perundang-undangan di Indonesia. Namun, *backdoor listing* tidak dilarang dalam hukum di Indonesia.⁹ Dikarenakan *backdoor listing* dilakukan melalui proses akuisisi, maka proses serta tata cara *backdoor listing* tunduk pada Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (selanjutnya disebut dengan Undang-Undang PT).¹⁰

Sebagaimana yang dimaksud dalam Pasal 1 angka 7 Undang-Undang PT menjelaskan bahwa perseroan terbuka adalah perseroan terbatas publik atau perseroan terbatas yang melakukan penawaran umum saham sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Mekanisme strategi *backdoor listing* melalui akuisisi terbagi menjadi dua (2) cara, yaitu:¹¹

1. Perusahaan tertutup mengakuisisi perusahaan publik, dengan membeli seluruh atau sebagian besar saham perusahaan yang telah masuk bursa atau *listing* di pasar modal, baik secara seketika atau bertahap;
2. Perusahaan publik mengakuisisi perusahaan tertutup. Setelah dilakukannya akuisisi tersebut, maka pihak pengendali baru atas

⁸ Anisa Dwi Wulandari, "Implementation of The Good Corporate Governance at the Backdoor Listing Procedure as Means of Business Development in The Indonesia Stock Market", Yustisia. Vol. 5 No.3 September – Desember 2016.

⁹ Hasan Zein, "*Backdoor Listing* di Bursa Perlu Segera Diatur", Bisnis Indonesia, 1997, hlm. 7.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Kamaludin, Karona Cahya Susena, dan Berto Usman, *Restrukturisasi, Merger, & Akuisisi*, Mandar Maju Bandung, 2015, hlm. 29.

perusahaan publik (yang melakukan *backdoor listing*) melakukan restrukturisasi.

Pelaksanaan pengambilalihan untuk proses *backdoor listing* maka harus memperhatikan kepentingan pemegang saham suatu perusahaan, baik yang akan mengambil alih maupun yang akan diambil alih yaitu dengan meminta kepada perseroan agar sahamnya dibeli dengan harga yang wajar apabila yang bersangkutan tidak menyetujui tindakan perseroan yang merugikan pemegang saham atau perseroan sebagaimana yang dimaksud dalam Pasal 62 ayat (1) Undang-Undang PT.¹² Pelaksanaan *backdoor listing* tidak sesuai sebagaimana yang termuat dalam Pasal 70 ayat (1) Undang-Undang Pasar Modal menjelaskan bahwa yang dapat melakukan penawaran umum hanyalah emiten yang telah menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam untuk menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat dan pernyataan pendaftaran tersebut telah efektif.

Penawaran umum termasuk salah satu syarat untuk menjadi perusahaan terbuka, tetapi di dalam proses *backdoor listing* tidak dilakukannya.¹³ Persyaratan tersebut penting ditaati guna dapat menentukan legalitas perusahaan yang bermaksud untuk menjual sahamnya kepada masyarakat.¹⁴ Selain itu, patut diperhatikan juga bahwa kegiatan penawaran umum itu

¹² Kamaludin, Karona Cahya Susena, dan Berto Usman, *Loc. Cit.*

¹³ Agus Riyanto, "Mempertanyakan Legalitas Backdoor Listing", terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2020/05/17/mempertanyakan-legalitas-back-door-listing/>. Diakses tanggal 14 Oktober 2022.

¹⁴ *Ibid.*

berkaitan dengan usaha perusahaan menghimpun dana masyarakat.¹⁵ Kepentingan dari masyarakat yang menanamkan dan mempercayakan investasinya yang harus dilindungi dan perlindungan itu hadir di pasar modal.

Guna menjadikan pasar modal yang efektif dan efisien OJK dan BEI membuat aturan secara khusus tentang *backdoor listing* untuk melindungi investor mengkhususkan kepada pemegang saham minoritas.¹⁶ Pengaturan terhadap pemegang saham minoritas dalam pelaksanaan akuisisi secara khusus di atur dalam Pasal 126 ayat (1) Undang-Undang PT, yang menyatakan bahwa perbuatan hukum akuisisi wajib memperhatikan pihak yang berkepentingan antara lain: a. perseroan, pemegang saham minoritas, dan karyawan perseroan; b. kreditor dan mitra usaha lainnya dari perusahaan; c. masyarakat dan persaingan sehat dalam melakukan usaha.

Yahya Harahap mendefinisikan pengambilalihan antara lain: 1) tidak dapat dilakukan apabila akan merugikan kepentingan pihak-pihak tertentu; 2) pengambilalihan harus juga “dicegah” dari kemungkinan terjadinya “monopoli” atau “monopsoni” dalam berbagai bentuk yang merugikan masyarakat.¹⁷ Berdasarkan penjelasan Yahya Harahap, dapat dilihat bahwa dari sudut akuisisi, sebuah pengambilalihan perusahaan pada intinya dilarang merugikan kepentingan pihak-pihak tertentu, sehingga harus terdapat perlindungan hukum terhadap pihak-pihak yang berpotensi untuk dapat

¹⁵ Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Penerapan Good Corporate Governance*, Kencana, Jakarta, 2006, hlm. 88.

¹⁶ *Ibid*

¹⁷ Yahya Harahap, “*Hukum Perseroan Terbatas*”, Sinar Grafika, Jakarta, 2009, hlm. 510.

dirugikan dari suatu perbuatan hukum pengambilalihan atau akuisisi.

Menurut sisi hukum pasar modal, peraturan yang perlu dicatat terutama adalah Pasal 5 Peraturan OJK (POJK) Nomor 9/POJK.04/ 2018 mengatur tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka menjelaskan bahwa direksi perusahaan terbuka yang akan melakukan penggabungan usaha atau peleburan usaha wajib membuat pernyataan kepada Otoritas Jasa Keuangan (selanjutnya disebut OJK) dan Rapat Umum Pemegang Saham (selanjutnya disebut RUPS) bahwa penggabungan usaha atau peleburan usaha dilakukan dengan memperhatikan kepentingan perusahaan, masyarakat, dan persaingan sehat dalam melakukan usaha serta ada jaminan tetap terpenuhinya hak pemegang saham dan karyawan.

Menurut peraturan OJK yang berisi bahwa terdapat kewajiban untuk mengumumkan kepada masyarakat mengenai kegiatan pengambilalihan perusahaan terbuka dan kewajiban melakukan penawaran tender untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas.¹⁸ Peraturan mengenai *merger* terhadap perusahaan terbuka, dikatakan bahwa harus mendapat persetujuan pada saat RUPS. Hal ini untuk melindungi pemegang saham minoritas di pasar modal Indonesia.¹⁹

Pelaksanaan penawaran umum terbatas dapat menyebabkan berkurangnya persentase kepemilikan saham dari pemegang saham minoritas. Dampak tersebut tentunya menjadi latar belakang pentingnya

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ POJK Nomor 74 /POJK.04/2016 Tentang Penggabungan Usaha Atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka, Pasal 5.

keterbukaan informasi perihal motif di balik pelaksanaan penawaran umum terbatas. Informasi mengenai motif pelaksanaan penawaran umum terbatas ini sebagai sarana perseroan tertutup menjadi pengendali dalam perseroan terbuka tidak disebutkan pada saat RUPS Luar Biasa. Fakta mengenai perubahan pengendalian merupakan informasi yang penting bagi pemegang saham minoritas.²⁰

Informasi tersebut dijadikan sebagai dasar untuk menentukan arah investasi dari pemegang saham minoritas. Hak pemegang saham minoritas untuk meminta sahamnya dibeli secara wajar oleh perseroan terbuka sebagai hak apabila tidak menyepakati dilakukannya pengambilalihan jelas tidak terpenuhi. Akibat lain yang ditimbulkan adalah dapat memberi kesempatan bagi pemilik saham dengan hak mayoritas untuk mempunyai kendali dalam perusahaan. Perubahan atas pengendalian ini bisa terjadi apabila pemilik Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) tidak melakukan hak yang dimilikinya kemudian peran pembeli siaga beraksi untuk melaksanakan pembelian HMETD yang tidak dilakukan.²¹

Salah satu hal yang menjadi dasar dalam pembentukan *Good Corporate Governance* (GCG) terkait isu perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas untuk melindungi kepentingannya dalam kaitannya dengan perbuatan pengelolaan perseroan.²² Dengan diakomodirnya prinsip

²⁰ Misahardi Wilamarta, Hak Pemegang Saham Minoritas Dalam Rangka *Good Corporate Governance*, Cetakan Kedua, Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Jakarta, 2005, hlm. 89.

²¹ *Ibid.*

²² Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Op. Cit.*, hlm. 90.

transparansi atau keterbukaan yang wajar dan efisien yang terkandung dalam GCG pada Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (selanjutnya disebut Undang-Undang Pasar Modal).²³

Di lansir melalui Liputan6, terdapat contoh perusahaan yang melakukan *backdoor listing* di antaranya yang pertama, PT. Global Digital Niaga atau Blibli telah melakukan akuisisi sebanyak 51% terhadap saham PT. Supra Boga Lestari Tbk (RANC) atau setara dengan 797,88 juta dari jumlah modal disetor dan ditempatkan dalam RANC. PT. Global Digital Niaga membeli harga saham RANC dengan harga Rp 2.550 per saham.²⁴

Kasus kedua yakni contoh *backdoor listing* yang terjadi di Indonesia adalah aksi *backdoor listing* yang dilakukan oleh PT. Indonesia Air Asia (PIAA) terhadap PT Rimau Multi Putra Pratama Tbk (CMPP). PT. Rimau Multi Putra Pratama Tbk (CMPP) akan melakukan penawaran umum terbatas dengan mekanisme Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) atau *rights issue* dengan target dana sekitar Rp 3,4 triliun.

Saat ini pemegang saham Rimau Pratama adalah PT. Rimau Multi Investama dengan kepemilikan sebesar 76,24 % saham. Sementara pemegang saham publik tercatat sebanyak 23,76 %.²⁵ Proses *backdoor listing* terdapat beberapa proses yang harus dilalui oleh emiten sebelum melakukan transaksi

²³ Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Op. Cit*, hlm. 92.

²⁴ Agustina Melani, "Blibli Akuisisi 51 Persen Saham Supra Boga Lestari Rp 2,03 Triliun" terdapat dalam <https://www.liputan6.com/saham/read/4672813/blibli-akuisisi-51-persen-saham-supra-boga-lestari-rp-203-triliun>. Diakses tanggal 3 Oktober 2022.

²⁵ Yuwono Triatmodjo, "Batal IPO, Air Asia *Backdoor listing* Lewat CMPP, terdapat dalam <http://investasi.kontan.co.id/news/batal-ipo-airasia-backdoor-listing-lewat-cmpp>. Diakses tanggal 07 Oktober 2022.

di pasar modal.²⁶ Berdasarkan kasus tersebut, pelaksanaan *backdoor listing* cukup marak terjadi di Indonesia, sehingga perlu untuk mengatur mengenai aturan pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia.²⁷ Serta mengetahui implikasi yang dapat terjadi atas pelaksanaan *backdoor listing* yang dinilai berpotensi akan merugikan pemegang saham minoritas.²⁸ Maka, perlu ada aturan yang mengatur secara khusus mengenai *backdoor listing* guna memberikan perlindungan hukum bagi investor mengkhususkan kepada pemegang saham minoritas.

Penerapan *backdoor listing* di Indonesia belum memiliki peraturan yang khusus mengenai *backdoor listing*. Berbeda halnya, Hong Kong telah memiliki peraturan terkait yang selaras dengan jenis mekanisme yang digunakan. Dalam hal ini, istilah '*backdoor listing*' di Hong Kong memiliki arti yang sama seperti '*Reverse Take Over*' (RTO).²⁹

Isu terkait *backdoor listing* di Hong Kong kembali mengemuka ketika The Stock Exchange of Hong Kong Limited ("SEHK") menerbitkan *Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria and Other Rule Amendments (Consultation Paper)*.³⁰ Indonesia perlu berkaca dari

²⁶ Munir Fuady, *Hukum Tentang Akuisisi, Takeover dan LBO*, Bandung: PT Citra Aditya Bakti, 2001, hlm. 1 – 2.

²⁷ Tias Karina Putri, "Tinjauan Hukum Pelaksanaan Backdoor Listing melalui Penawaran Umum Terbatas (Studi Kasus: Backdoor Listing PT. Permata Prima Energy melalui Penawaran Umum Terbatas dengan Penerbitan HMETD PT. Toko Gunung Agung Tbk)", Skripsi Sarjana Universitas Indonesia, Depok, 2015, hlm 20.

²⁸ *Ibid*, hlm. 23.

²⁹ HKEX, "Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria And Other Rule Amendments", terdapat dalam <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Consultation-Paper/cp201806.pdf>. Diakses tanggal 07 Oktober 2022.

³⁰ *Ibid*.

negara Hong Kong karena Hong Kong termasuk dalam jajaran negara di Asia yang sudah mengatur praktik *backdoor listing* melalui SEHK sesuai dengan standar yang akurat dan akuntabel.³¹

Melihat pemaparan di atas di mana terjadi permasalahan dalam pasar modal Indonesia, tentang pelaksanaan tanggung jawab perseroan yang telah melaksanakan *backdoor listing* sebagai salah satu bentuk perlindungan hukum investor dan membandingkan pengaturan *backdoor listing* antara Indonesia dengan Hong Kong. Penulis tertarik untuk mengkaji permasalahan tersebut dalam penulisan hukum dengan judul “Pengaturan *Backdoor Listing* dan Implikasinya Terhadap Perlindungan Investor (Perbandingan Antara Indonesia dan Hong Kong).”

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaturan pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia dan bagaimana perbandingannya dengan Hong Kong?
2. Bagaimana perlindungan hukum bagi investor dalam pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia?

³¹ HKEX, “Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria And Other Rule Amendments”, *Loc. Cit*

C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengetahui peraturan apa saja yang dipakai dalam pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia dan Hong Kong.
2. Mengetahui perlindungan apa saja yang diberikan oleh Undang-Undang kepada investor dalam pelaksanaan *backdoor listing*.

D. Orisinalitas Penelitian

Penelitian ini memiliki fokus pada pengkajian “Pengaturan *Backdoor Listing* dan Implikasinya Terhadap Perlindungan Investor (Perbandingan Antara Indonesia dan Hongkong)” sehingga terdapat penelitian terkait khususnya pelaksanaan *backdoor listing*. Terdapat sejumlah penelitian terdahulu yang membahas mengenai *backdoor listing*. Berikut deskripsi penelitian terdahulu yaitu:

1. Penelitian yang berjudul “Perlindungan Hukum Notaris Pasar Modal Terhadap *Backdoor Listing* (Studi Kasus *Backdoor Listing* PT. Rimau Multi Putra Pratama Tbk)”³² yang ditulis oleh Laras Amyati Kusumastuti, tesis mahasiswa Program Magister Kenotariatan, Program Pasca Sarjana Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia. Tesis tersebut membahas seputar rumusan masalah yang berupa:
 - a. Apakah *Backdoor Listing* merupakan suatu aksi korporasi di pasar

³² Laras Amyati Kusumastuti, “Perlindungan Hukum Notaris Pasar Modal Terhadap *Backdoor Listing* (Studi Kasus *Backdoor Listing* PT. Rimau Multi Putra Pratama Tbk)”, Tesis Magister Kenotariatan, Program Pasca Sarjana Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia.

modal diperbolehkan berdasarkan peraturan perundang-undangan di Indonesia?

- b. Bagaimana perlindungan hukum Notaris Pasar Modal terhadap aksi korporasi berupa *Backdoor Listing* di Indonesia?

Penelitian tersebut memaparkan hasil yakni perlindungan hukum bagi Notaris terhadap pelaksanaan *backdoor listing* serta aksi korporasi yang melakukan *backdoor listing* di Indonesia.

2. Penelitian yang berjudul “*Back Door Listing: Kewenangan Badan Usaha dan UMKM Untuk Melakukan Initial Public Offering Tanpa Melewati Proses IPO*”³³ yang ditulis oleh Yoga Partamayasa pada tahun 2020 yang dipublikasikan dalam Media Iuris Vol. 3 No. 3, 2020. Dengan rumusan masalah yaitu:
 - a. Bagaimana tata cara *backdoor listing* yang dilakukan oleh UMKM dan *start-up* di Indonesia?

Penelitian tersebut memaparkan hasil yakni tata cara pelaksanaan *backdoor listing* yang dilakukan oleh UMKM dan *start-up* di Indonesia.

3. Penelitian yang berjudul “Implementasi Prinsip *Good Corporate Governance* Dalam Pelaksanaan *Backdoor Listing* di Pasar Modal Indonesia”³⁴ yang ditulis oleh Dr. Yudho Taruno Muryanto, S.H., M.Hum dan Anisa Dwi Wulandari, S.H. pada tahun 2016 yang

³³ Yoga Partamayasa, “*Back Door Listing: Kewenangan Badan Usaha dan UMKM Untuk Melakukan Initial Public Offering Tanpa Melewati Proses IPO*”, Media Iuris Vol. 3 No. 3, 2020, hlm. 1-12.

³⁴ Dr. Yudho Taruno Muryanto, S.H., M.Hum dan Anisa Dwi Wulandari, “Implementasi Prinsip *Good Corporate Governance* Dalam Pelaksanaan *Backdoor Listing* di Pasar Modal Indonesia”, Jurnal Yustisia Vol. 5 No.3, 2016, hlm. 607-621.

dipublikasikan dalam Jurnal Yustisia Vol. 5 No. 3, 2016. Dengan rumusan masalah yaitu:

- a. Bagaimana implementasi prinsip *Good Corporate Governance* dalam pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia?
- b. Bagaimana pelaksanaan *backdoor listing* dengan perusahaan swasta terhadap emiten di Indonesia?

Penelitian tersebut memaparkan hasil yakni penerapan prinsip *Good Corporate Governance* dalam pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia dan pelaksanaan *backdoor listing* yang dilakukan oleh perusahaan swasta terhadap emiten di Indonesia.

E. Tinjauan Pustaka

1. Tinjauan Umum Tentang *Backdoor Listing*

Indonesia belum memiliki aturan khusus mengenai *backdoor listing*. Oleh karena itu, belum ada peraturan perundang-undangan yang memberikan definisi mengenai *backdoor listing*. Berikut merupakan beberapa pengertian tentang *backdoor listing* menurut beberapa ahli. David Logan Scott menyatakan pengertian *backdoor listing* bahwa, “*Acquisition and merger with a listed company by an unlisted company in order to gain a listing on a securities exchange*”.³⁵ Pendapat lain menyatakan pengertian *backdoor listing* adalah “*A company obtains a listing indirectly by using an existing listed company to achieve a*

³⁵ David Logan Scott, *Loc.Cit.*

listing” (sebuah perusahaan menjadi terdaftar secara tidak langsung dengan menggunakan perusahaan yang tercatat untuk menjadi terdaftar).³⁶

Penjelasan-penjelasan mengenai pengertian *backdoor listing* (pencatatan saham lewat belakang), *backdoor listing* memuat unsur-unsur sebagai berikut:³⁷ a. pihak-pihak yang ingin membuat perusahaannya tercatat di bursa efek; b. pihak-pihak tersebut ingin mendapatkan keuntungan-keuntungan dari menjadi perusahaan yang tercatat di bursa efek; c. namun perusahaan tertutup dan/atau pihak-pihak ini tidak mau melakukan IPO karena alasan-alasan tertentu; d. pihak-pihak tersebut melakukan akuisisi dan/atau *merger* dan/atau cara-cara lain untuk melakukan *backdoor listing* melalui suatu perusahaan terbuka; e. setelah mengambil alih dan/atau melakukan *merger* terhadap perusahaan terbuka, kegiatan usaha dan/atau nama dari perusahaan terbuka tersebut diubah sesuai dengan kegiatan usaha dari pihak-pihak yang ingin melakukan *backdoor listing*.

Alasan suatu perusahaan tidak melakukan IPO adalah biaya yang mahal. Penjelasan-penjelasan sebagai berikut: pertama, adanya tambahan biaya untuk mendaftarkan efek pada penawaran umum;³⁸ kedua, di mana dalam melakukan IPO, semakin besar jumlah saham yang ditawarkan,

³⁶ Carlos Correia, dkk, *Loc. Cit.*

³⁷ Brown, P., Ferguson, A., & Lam, P, *Choice Between Alternatives Routes To Go Public: Backdoor Listing Versus IPO*, Handbook of Research on IPOs, 2013, hlm. 188.

³⁸ M. Irsan Nasarudin, *Op. Cit.*, hlm. 216.

underwriter akan meminta biaya yang semakin tinggi;³⁹ ketiga, terdapatnya kondisi pasar yang mengalami *undersubscribe*, yaitu kondisi yang menunjukkan lebih sedikitnya jumlah permintaan investor daripada jumlah saham yang ditawarkan melalui IPO;⁴⁰ keempat, terdapat biaya-biaya yang harus dikeluarkan yang jumlahnya cukup banyak, di antaranya biaya pencetakan dalam informasi-informasi yang harus diberikan, biaya bagi konsultan hukum dan ekonomi, dan biaya pencetakan sertifikat saham;⁴¹ terakhir, kemungkinan hilangnya kontrol terhadap persoalan manajemen, karena terjadi dilusi kepemilikan saham.⁴²

Berdasarkan unsur-unsur di atas, dapat dilihat bahwa cara melakukan *backdoor listing* antara lain: pertama, dilakukan dengan melakukan akuisisi terhadap perusahaan terbuka, dengan mengakuisisi *outstanding stock* dari perusahaan terbuka tersebut;⁴³ kedua, dilakukan dengan melakukan akuisisi terhadap perusahaan terbuka yaitu pada saat perusahaan terbuka melakukan penambahan modal dengan melakukan penawaran umum terbatas (*right issue*);⁴⁴ terakhir, dilakukan dengan melakukan *merger* dengan perusahaan terbuka, di mana bisnis dari

³⁹ Sapto Raharjo, *Kiat Membangun Aset Kekayaan*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta, 2006, hlm. 221.

⁴⁰ *Ibid*, hlm. 222.

⁴¹ Stefano Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Elsevier, USA, 2010, hlm. 272.

⁴² M. Irsan Nasarudin, *Loc.Cit.*

⁴³ Charles Scharf, dkk, “*Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts, and Takeovers, Third Edition*”, Prentice-Hall Inc, New Jersey, 1985, hlm. 2-6.

⁴⁴ Eduardus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*, Kanisius, Yogyakarta, 2010, hlm. 74.

perusahaan tertutup yang menjadi kegiatan usaha utama dari *surviving company* dalam *merger*.⁴⁵

Masih terdapat variasi dalam melakukan *backdoor listing* selain cara-cara di atas yaitu dengan melakukan *merger* dan akuisisi. Sebagaimana penjelasan di atas, dapat dilihat bahwa *backdoor listing* di Indonesia dapat dilakukan dengan mengacu pada peraturan-peraturan mengenai bagaimana *backdoor listing* tersebut dilakukan, yaitu dapat melalui *merger*, akuisisi, maupun akuisisi dalam rangka *right issue*.⁴⁶

2. Tinjauan Umum Tentang Perlindungan Hukum

a. Perlindungan Hukum Terhadap Investor dan Calon Investor

Satjipto Raharjo mengemukakan bahwa perlindungan hukum adalah upaya melindungi kepentingan seseorang dengan cara memberikan suatu kekuasaan kepada orang tersebut untuk melakukan tindakan yang dapat memenuhi kepentingannya.⁴⁷ Sedangkan, pendapat dari Philipus M. Hadjon menyatakan bahwa perlindungan hukum adalah suatu tindakan untuk melindungi atau memberikan pertolongan kepada subjek hukum, dengan menggunakan perangkat-perangkat hukum.⁴⁸

⁴⁵ Viljoen, Sibiya, *Loc.Cit.*

⁴⁶ Asril Sitompul, *Pasar Modal, Penawaran Umum & Permasalahannya*, PT Citra Aditya Bakti, Bandung, 2000, hlm. 10.

⁴⁷ Satjipto Raharjo, dkk, *Sisi-Sisi Lain Hukum Di Indonesia*, Penerbit Buku Kompas, Jakarta, 2003, hlm. 121.

⁴⁸ Philipus M. Hadjon, *Perlindungan Hukum Bagi Rakyat Di Indonesia*, Peradaban, Sulawesi Selatan, 2007, hlm. 10.

Pengaturan mengenai pasar modal pada umumnya adalah meliputi tata cara penawaran surat berharga; kelembagaan dalam pasar modal; insentif-insentif dalam kegiatan pasar modal; peraturan perundang-undangan tentang perusahaan seperti prinsip keterbukaan (*disclosure*) dan perlindungan pemegang saham minoritas; peraturan perundang-undangan tentang perdagangan surat berharga di pasar modal; peraturan perundang-undangan tentang administrasi pelaksanaan pasar modal yang pada dasarnya memberikan fasilitas yang mendorong keyakinan penanaman modal.⁴⁹

Pengaturan pasar modal yang sebagaimana di atas mempunyai peranan mengatur, mengarahkan, melindungi, dan mendorong perkembangan pasar modal itu.⁵⁰ Mayoritas persentase kepemilikan saham perusahaan terbuka didominasi oleh kepemilikan keluarga atau organisasi atau perusahaan.⁵¹

Konsentrasi kepemilikan pada sekelompok grup bisnis ini menyebabkan kekuatan pengendalian yang besar pada pemegang saham pengendali yang pada akhirnya menyebabkan adanya perbedaan perlakuan antar pemegang saham.⁵² Padahal, pembiayaan perusahaan oleh investor di pasar keuangan sangat

⁴⁹ Dr. Sumantoro, *Aspek-Aspek Hukum dan Potensi Pasar Modal di Indonesia*, Ghalia Indonesia, Jakarta, 1988, hlm. 33.

⁵⁰ *Ibid*, hlm. 34.

⁵¹ M. Irsan Nasarudin, *Op.Cit*, hlm. 98.

⁵² Yahya Harahap, *Op. Cit*, hlm. 250.

bergantung pada seberapa besar perlindungan hukum terhadap investasi investor tersebut.⁵³ Oleh karena itu, masyarakat sebagai investor perlu untuk dilindungi dalam pasar modal.

Misahardi Milamarta menjelaskan bahwa terdapat prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) dalam hal perlindungan terhadap investor. Di mana menurut *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) terdapat beberapa prinsip GCG antara lain adalah:⁵⁴ transparansi, keadilan, akuntabilitas, responsibilitas.

Sebagaimana penjelasan prinsip-prinsip di atas, terdapat hak-hak yang harus dimiliki dan dilindungi dari pemegang saham atau investor antara lain adalah:⁵⁵

- 1) Hak untuk menghadiri dan memberikan suara dalam RUPS berdasarkan ketentuan *one man one vote*.
- 2) Hak untuk memperoleh informasi material mengenai perseroan secara tepat waktu dan teratur, di mana hak ini harus diberikan kepada setiap pemegang saham tanpa perbedaan atas klasifikasi maupun persentase saham yang dimilikinya.
- 3) Hak untuk menerima sebagian dari keuntungan perusahaan yang diperuntukkan bagi pemegang saham sesuai dengan

⁵³ *Ibid*, hlm. 42.

⁵⁴ Misahardi Wilamarta, *Op. Cit*, hlm. 57-64.

⁵⁵ Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Op. Cit*, hlm. 71.

persentase kepemilikannya.

Prinsip-prinsip di atas menunjukkan mengapa investor mengkhususkan pemegang saham minoritas dalam pasar modal perlu dilindungi.⁵⁶ Namun, terkadang pengendali perusahaan mengorbankan kepentingan lain demi memenuhi kepentingan mereka.⁵⁷ Hal ini dapat terjadi karena pengendali perusahaan memiliki kontrol yang lebih besar dan lebih berpengaruh dalam pengambilan keputusan perusahaan.⁵⁸ Prinsip GCG pun tidak akan dapat memberikan bantuan yang signifikan tanpa adanya kemauan dari para pengendali perusahaan untuk lebih memikirkan kepentingan perusahaan dibandingkan dengan maksimalisasi keuntungan pribadinya sendiri.⁵⁹

Berdasarkan fungsi pasar modal, sistematika pasar modal, dan beberapa teori di atas, terdapat beberapa hal yang dapat merugikan masyarakat sebagai investor yang berasal dari emiten antara lain adalah:

- 1) Masyarakat pemegang saham di pasar modal tidak memiliki kontrol atas uang yang mereka investasikan karena hanya memiliki jumlah suara yang sangat sedikit dibandingkan pemegang saham pengendali perusahaan, sehingga pada saat RUPS untuk menyetujui aksi korporasi, pemegang saham

⁵⁶ *Ibid.*

⁵⁷ *Ibid.*

⁵⁸ Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Op. Cit*, hlm. 72.

⁵⁹ Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Op. Cit*, hlm. 71.

publik memiliki kontrol yang kecil untuk menyetujui dan tidak menyetujui dilakukannya sebuah aksi perusahaan.⁶⁰

- 2) Apabila terdapat kesalahan dari emiten yang menyebabkan perdagangan efek dihentikan, maka pemegang saham tidak memiliki pilihan untuk menjual dan/atau membeli saham dari emiten yang bersangkutan. Di mana pasar modal berjalan lancar apabila masyarakat dapat saling jual-beli efek dari emiten.⁶¹

b. Doktrin Tentang Perlindungan Hukum Pemegang Saham

Undang-Undang PT banyak mengadopsi doktrin-doktrin hukum modern yang berlaku secara universal di bidang korporasi. Salah satunya tentang perlindungan hukum pemegang saham perseroan terbatas, antara lain sebagai berikut:⁶²

- 1) Doktrin *Piercing The Corporate Veil*

Secara harfiah pengertian *piercing the corporate veil* adalah menyingkap tirai perusahaan. Dijelaskan dalam ilmu hukum perusahaan bahwa *piercing the corporate veil* merupakan suatu prinsip atau teori yang diartikan sebagai suatu proses untuk membebani tanggung jawab ke pundak orang lain, oleh suatu perbuatan hukum yang dilakukan oleh perusahaan pelaku, tanpa melihat kepada fakta bahwa

⁶⁰ Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Op. Cit*, hlm. 73.

⁶¹ *Ibid.*

⁶² Yahya Harahap M, *Hukum Perseroan*, Cetakan Ketiga, Edisi Ketujuh, Sinar Grafika, Jakarta, 2011, hlm. 39.

perbuatan tersebut sebenarnya dilakukan oleh perusahaan pelaku tersebut.⁶³

2) Doktrin *Fiduciary Duty*

Black Law Dictionary mendefinisikan *fiduciary duty* bahwa, “*Fiduciary Duty, a duty to act for someone else’s benefit, while subordinating one’s personal interest to that of the other person. It is the highest standard of duty by law.*”⁶⁴ Sementara, pendapat lain menjelaskan bahwa direksi harus ditolak dari landasan bahwa tugas dan kedudukan yang diperolehnya berdasarkan dua prinsip dasar, yaitu pertama kepercayaan yang diberikan perseroan kepadanya (*fiduciary duty*) dan kedua *duty of skill and care*.⁶⁵

3) Doktrin *Ultra Vires*

Black Law Dictionary mendefinisikan *ultra vires* bahwa, “*Ultra vires. Acts beyond the scope of the power of a corporation, as defined by its charter or laws of state of incorporation*”⁶⁶ (suatu tindakan yang dilaksanakan tanpa wewenang, tindakan tersebut di luar wewenang yang ada sesuai anggaran dasar atau hukum perusahaan).

⁶³ Munir Fuady, *Doktrin-Doktrin Perlindungan Pemegang Saham Minoritas*, CV.Utomo, Bandung, 2005, hlm. 8.

⁶⁴ Munir Fuady, *Doktrin-Doktrin Modern Dalam Corporate Law*, PT Citra Aditya Bakti, Bandung, 2002, hlm. 35.

⁶⁵ Ais, Chatamarrasjid, *Menyingkap Tabir Perseroan (Piercing The Corporate Veil)*, Kapita Selekta Hukum Perusahaan, Cetakan Pertama, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2000, hlm. 220.

⁶⁶ Munir Fuady, *Doktrin-Doktrin Modern Dalam Corporate Law*, Op. Cit, hlm. 48.

Prinsip *ultra vires* ini terdapat dalam Pasal 45 KUHD menyatakan bahwa tanggung jawab para pengurus adalah tidak lebih daripada untuk menunaikan tugas yang diberikan kepada mereka dengan sebaik- baiknya, mereka pun karena segala perikatan dari perseroan, dengan sendiri tidak terikat kepada pihak ketiga”. Berbeda halnya dengan Undang- Undang PT menyerahkan sepenuhnya pengaturan prinsip *ultra vires* ini di dalam anggaran dasar, yaitu di dalam Pasal 98 ayat (2) Undang-Undang PT adalah dalam hal anggota direksi terdiri lebih dari (satu) orang, yang berwenang mewakili adalah setiap anggota direksi, kecuali ditentukan lain dalam anggaran dasar.

F. Landasan Teori

1. Teori Perlindungan Hukum

Philipus M. Hadjon menyatakan bahwa perlindungan hukum adalah suatu tindakan untuk melindungi atau memberikan pertolongan kepada subjek hukum, dengan menggunakan perangkat-perangkat hukum.⁶⁷ Menurut Philipus M. Hadjon, sarana perlindungan hukum terdapat dua macam di antaranya:

a. Sarana Perlindungan Hukum Preventif

Pada perlindungan hukum preventif ini, subjek hukum diberikan kesempatan untuk mengajukan keberatan atau pendapatnya sebelum suatu keputusan pemerintah mendapat bentuk yang definitif. Tujuannya adalah mencegah terjadinya sengketa. Perlindungan hukum preventif sangat besar artinya bagi tindak pemerintahan yang didasarkan pada kebebasan bertindak karena dengan adanya perlindungan hukum yang preventif pemerintah terdorong untuk bersifat hati-hati dalam mengambil keputusan yang didasarkan pada diskresi. Di Indonesia belum ada pengaturan khusus mengenai perlindungan hukum preventif.⁶⁸

b. Sarana Perlindungan Hukum Represif

Perlindungan hukum yang represif bertujuan untuk menyelesaikan sengketa. Penanganan perlindungan hukum oleh Pengadilan Umum dan Pengadilan Administrasi di Indonesia termasuk kategori perlindungan hukum ini. Prinsip perlindungan hukum terhadap tindakan pemerintah bertumpu dan bersumber dari konsep tentang pengakuan dan perlindungan terhadap hak-hak asasi manusia karena menurut sejarah dari barat, lahirnya konsep-konsep tentang pengakuan dan perlindungan terhadap hak-hak asasi manusia diarahkan kepada pembatasan-pembatasan dan peletakan kewajiban masyarakat dan pemerintah. Prinsip kedua yang mendasari perlindungan hukum terhadap tindak pemerintahan adalah prinsip negara hukum. Dikaitkan dengan pengakuan dan perlindungan terhadap hak-hak asasi manusia, pengakuan dan

⁶⁷ Philipus M. Hadjon, *Perlindungan Hukum Bagi Rakyat Di Indonesia*, Loc. Cit

⁶⁸ *Ibid*, hlm. 30

perlindungan terhadap hak-hak asasi manusia mendapat tempat utama dan dapat dikaitkan dengan tujuan dari negara hukum.⁶⁹

G. Definisi Operasional

Definisi operasional bertujuan untuk menghindari kesalahpahaman dan perbedaan dalam penafsiran yang berkaitan dengan istilah-istilah dalam judul proposal. Sesuai judul penelitian, yaitu **“Pengaturan Backdoor Listing dan Implikasinya Terhadap Perlindungan Investor (Perbandingan Antara Indonesia dan Hong Kong).”** maka definisi operasional yang perlu dijelaskan, yaitu:

1. Perlindungan Hukum adalah suatu perlindungan yang diberikan kepada subyek hukum ke dalam bentuk perangkat baik yang bersifat preventif maupun yang bersifat represif, baik yang lisan maupun yang tertulis. Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa perlindungan hukum sebagai suatu gambaran tersendiri dari fungsi hukum itu sendiri, yang memiliki konsep bahwa hukum memberikan suatu keadilan, ketertiban, kepastian, kemanfaatan, dan kedamaian.⁷⁰
2. *Backdoor Listing* adalah di mana suatu perusahaan menjadi tercatat secara tidak langsung dalam bursa dengan menggunakan perusahaan yang sudah tercatat di bursa untuk membuat perusahaan tercatat di bursa.⁷¹

⁶⁹ *Ibid*, hlm. 30

⁷⁰ Munir Fuady, *Doktrin-Doktrin Perlindungan Pemegang Saham Minoritas*, Op. Cit. hlm. 89.

⁷¹ Carlos Correia, dkk, *Op. Cit*, hlm. 11.

3. Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Perseroan tersebut.⁷²
4. Investor adalah pelaku usaha yang menanamkan modal pada suatu perusahaan dan memiliki jangka waktu yang panjang dengan harapan mendapatkan laba di masa yang akan datang.⁷³ Namun, investor memiliki cakupan luas tidak hanya berinvestasi di perusahaan tetapi dapat melakukan investasi dengan jenis yang lain seperti investasi kekayaan riil, investasi keuangan, dan investasi komoditas.⁷⁴
5. Pemegang Saham Minoritas adalah pemegang saham yang mewakili paling sedikit 1/10 (satu persepuluh) atau 10% bagian dari jumlah seluruh saham.⁷⁵

H. Metode Penelitian

1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian hukum normatif atau normatif yuridis. Penelitian hukum normatif memiliki definisi yang sejalan dengan penelitian doktrinal yakni penelitian berdasarkan

⁷² Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, Pasal 1 angka 11.

⁷³ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal* Edisi ke-4, Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN, Yogyakarta, 2011, hlm. 4.

⁷⁴ Gusti Ayu, Diota Prameswari, *Investasi dan Pasar Modal Indonesia*, Rajawali Pers, Depok, 2018, hlm. 112.

⁷⁵ Agus Riyanto, "Kekuatan Pemegang Saham Independen, Benarkah Itu?", terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2020/03/22/kekuatan-pemegang-saham-independen-benarkah-itu/>, diakses pada 25 Desember 2022.

bahan-bahan hukum yang fokusnya pada membaca dan mempelajari bahan-bahan hukum primer dan bahan-bahan hukum sekunder.⁷⁶ Penelitian ini dilakukan dengan cara mengkaji bahan kepustakaan sesuai dengan fokus penelitian terkait “**Pengaturan *Backdoor Listing* dan Implikasinya Terhadap Perlindungan Investor (Perbandingan Antara Indonesia dan Hong Kong).**”

2. Pendekatan Penelitian

a. Metode Pendekatan

Pendekatan yang dilakukan oleh penulis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Pendekatan peraturan perundang-undangan (*statute approach*), yakni Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 27 Tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas, POJK No. 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka; POJK Nomor 30/POJK.04/2015 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum, POJK Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan

⁷⁶ Jhony Ibrahim, *Teori dan Metodologi Penelitian Hukum Normatif*, Ctk. Kedua, Bayumedia Publishing, Malang, 2006, hlm. 44.

Terbuka dengan memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu; POJK Nomor 33/POJK.04/2015 tentang Bentuk dan Isi Prospektus dalam Rangka penambahan Modal Perusahaan Terbuka dalam Memberikan HMETD, POJK No. 74/POJK.04/2016 Tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka.

- 2) Pendekatan konseptual (*Conceptual Approach*), yakni memberikan gambaran umum tentang *backdoor listing* serta pengaturannya di Indonesia dan implikasi perlindungan hukum terhadap investor.
- 3) Pendekatan perbandingan (*Comparative Approach*), yakni beranjak dari suatu perbandingan hukum yang bertujuan untuk membandingkan penerapan sistem hukum yang terjadi dari dua negara yaitu negara Indonesia dan negara Hong Kong.

b. Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini merupakan hal-hal yang menjadi kajian dalam rumusan masalah penelitian ini, meliputi:

- 1) Memahami pengaturan pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia dan Hong Kong.
- 2) Memahami implikasi hukum terhadap perlindungan investor dalam pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia.

3. Bahan Hukum

Bahan hukum yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

a. Bahan Hukum Primer dalam penelitian ini terdiri dari:

- 1) Kitab Undang-Undang Hukum Perdata
- 2) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal
- 3) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas
- 4) Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 27 Tahun 1998 Tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas
- 5) POJK Nomor 30/POJK.04/2015 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum
- 6) POJK Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu
- 7) POJK Nomor 33/POJK.04/2015 tentang Bentuk dan Isi Prospektus dalam Rangka penambahan Modal Perusahaan Terbuka dalam Memberikan HMETD
- 8) POJK Nomor 74/POJK.04/2016 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka
- 9) POJK Nomor 9/POJK.04/ 2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka

10) Hong Kong Exchanges and Clearing Limited Main Board

Listing Rule tentang Main Board Listing Rules

11) Hong Kong Exchanges and Clearing Limited Main Board

Listing Rule tentang Amendments to Main Board Listing
Rules

b. Bahan hukum sekunder

Bahan hukum sekunder dalam penelitian ini bersifat menjelaskan penjelasan atas bahan hukum primer dan merupakan pendapat atau pikiran para ahli yang mempelajari bidang tertentu sebagai berikut:

- 1) Berbagai buku-buku yang berhubungan dengan penelitian.
- 2) Berbagai hasil penelitian karya ilmiah, jurnal-jurnal dan artikel lain yang berkaitan dengan penelitian.
- 3) Situs-situs internet yang dapat dipertanggungjawabkan dan memiliki keterkaitan dengan fokus penelitian.

c. Bahan hukum tersier dalam penelitian ini bersifat sebagai bahan pendukung dari keberadaan bahan hukum primer dan bahan hukum sekunder yaitu Kamus Besar Bahasa Indonesia, Kamus Besar Bahasa Inggris.

4. Teknik Pengumpulan Bahan Hukum

Pengumpulan bahan hukum yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi pustaka yang dilakukan dengan cara mengumpulkan membaca, menelaah, mengkaji, serta mengkritisi ketentuan

peraturan perundang-undangan, doktrin dan pendapat para pakar, jurnal, serta hasil- hasil penelitian sejenis.

5. Analisis Bahan Hukum

Penelitian ini menggunakan teknik analisis bahan hukum berupa kualitatif-deskriptif yaitu data-data yang diperoleh dari bahan tertulis seperti peraturan perundang-undangan dan buku-buku yang digambarkan terlebih dahulu secara kualitatif baru kemudian dianalisis.

I. Kerangka Skripsi

Penelitian ini disusun secara sistematis ke dalam empat BAB dengan perincian sebagai berikut:

BAB I, merupakan pendahuluan berisi mengenai latar belakang masalah yang mendasari alasan mengapa penelitian ini penting untuk dilakukan, rumusan masalah, tujuan penelitian, orisinalitas penelitian, tinjauan pustaka, definisi operasional, metode, dan analisis data.

BAB II , tinjauan pustaka berisi mengenai uraian mengenai tentang tinjauan umum tentang *backdoor listing*, tinjauan umum tentang perlindungan hukum bagi investor, dan tinjauan umum tentang akuisisi.

BAB III, hasil penelitian dan pembahasan mengenai bagaimana selama ini pengaturan pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia dan Hong Kong serta implikasinya terhadap perlindungan hukum bagi investor atas pelaksanaan *backdoor listing*.

BAB IV, adalah bagian penutup dimana pada bagian penutup ini

akan diuraikan kesimpulan dari hasil penelitian serta saran atau rekomendasi berdasarkan hasil penelitian yang diharapkan dapat bermanfaat bagi perkembangan kajian hukum ke depan di bidang hukum pasar modal di Indonesia.



BAB II

TINJAUAN UMUM MENGENAI PENAWARAN UMUM, PENCATATAN SAHAM SERTA PERLINDUNGAN HUKUM BAGI INVESTOR

A. Tinjauan Mengenai Penawaran Umum

1. Pengertian Penawaran Umum

Perusahaan (emiten) yang memerlukan dana dari pasar modal harus melalui proses penawaran umum perdana atau lebih dikenal dengan istilah *Initial Public Offering* (IPO) atau *go public*.⁷⁷ Pasal 1 angka 15 Undang-Undang Pasar Modal menyebutkan bahwa penawaran umum adalah kegiatan yang dilakukan emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya.⁷⁸ Penawaran umum dalam praktiknya dilaksanakan melalui pasar perdana (*primary market*) yang berlangsung dalam waktu terbatas selama beberapa hari.⁷⁹ Penawaran efek dilakukan langsung oleh emiten kepada calon pemodal dengan bantuan dengan bantuan para penjamin emisi efek dan para agen penjualan.⁸⁰

Undang-Undang Pasar Modal menentukan kriteria bagi suatu kegiatan yang dapat dikategorikan sebagai penawaran umum.

⁷⁷ Asril Sitompul, *Op. Cit*, hlm. 2.

⁷⁸ Ridwan Khairandy, *Hukum Pasar Modal I*, FH UII PRESS, Yogyakarta, 2010, hlm. 15.

⁷⁹ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok Hukum Pasar Modal di Indonesia*, UII PRESS, Yogyakarta, 2017, hlm. 76.

⁸⁰ James C. Brau and Stanley E. Fawcett, "Initial Public Offerings : An Analysis of Theory and Practice", *The Journal of Finance*, Vol. LXI. No. 1, February, 2006, hlm. 425.

Persyaratan tersebut meliputi adanya wilayah penawaran umum, penggunaan media, dan subjek yang dituju dalam suatu penawaran umum.⁸¹ Penawaran umum adalah kegiatan di mana emiten menerbitkan dan menjual efek kepada publik (pemodal/investor).⁸² Efek yang dijual dan ditawarkan dapat berupa efek penyertaan, efek utang atau derivatifnya.⁸³

Secara umum perusahaan yang melakukan penawaran umum memiliki beberapa hal positif, sebagai contoh: catatan keuangan yang baik, perolehan keuntungan, meningkatkan likuiditas perusahaan, pembesaran volume usaha karena meningkatnya potensi laba, dan meningkatnya posisi perusahaan di masyarakat.⁸⁴ Perusahaan yang melakukan penawaran umum jelas ingin mempertegas posisinya di masyarakat dan memperbesar volume usaha dengan menghimpun dana masyarakat.⁸⁵

2. Tahapan dalam Penawaran Umum

Proses penawaran umum memiliki tahapan-tahapan yang perlu diperhatikan dan dilakukan oleh perusahaan, yaitu:⁸⁶

a. Tahap Sebelum Emisi

Tahapan sebelum emisi ini dapat diuraikan menjadi 2 (dua)

⁸¹ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok....Loc. Cit.*

⁸² Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok....Loc. Cit.*

⁸³ *Ibid*, hlm. 75.

⁸⁴ *Ibid*.

⁸⁵ *Ibid*.

⁸⁶ Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia (Edisi Revisi)*, PT. Tatanusa, Jakarta, 2012, hlm. 33.

bagian, yaitu:⁸⁷

1) Proses Internal Perusahaan

Perusahaan melakukan *due diligence* terhadap keadaan aset, keuangan, dan kewajiban kepada pihak lain terhadap perusahaan dan rencana penghimpun dana.⁸⁸ Penjelasan analisis tersebut akan terlihat hal-hal apa saja yang perlu dilakukan restrukturisasi oleh perusahaan, misalnya: permodalan, keuangan, aset, atau posisi-posisi tertentu.⁸⁹ Perusahaan melakukan penyusunan dokumen rencana penawaran umum yang harus mendapatkan persetujuan dari RUPS.⁹⁰ Keputusan RUPS akan menjadi landasan hukum untuk melakukan penawaran umum.⁹¹

Pasal 34 ayat (1) Undang-Undang PT menyatakan bahwa perubahan atau penambahan modal perseroan hanya dapat dilakukan berdasarkan keputusan RUPS. Apabila rencana penawaran umum telah mendapatkan persetujuan RUPS, maka tahap selanjutnya adalah perusahaan menentukan penjamin emisi (*underwriter*), profesi penunjang (akuntan publik, perusahaan penilai/*appraiser*, konsultan hukum, notaris), dan lembaga penunjang (wali

⁸⁷ *Ibid.*

⁸⁸ *Ibid.*

⁸⁹ *Ibid.*, hlm. 34.

⁹⁰ Irham Fahmi, *Pengantar Pasar Modal*, Alfabeta, Bandung, 2012, hlm. 72.

⁹¹ Ridwan Khairandy, *Op.Cit*, hlm. 116.

amanat/*trustee*, biro administrasi efek (penanggung/*guarantor*).⁹²

Profesi penunjang adalah lembaga atau perusahaan yang diminta oleh emiten untuk menjadi mitra dalam rangka penawaran umum. Pihak-pihak tersebut antara lain:⁹³

- a) Akuntan publik, dalam penawaran umum tugas utama seorang akuntan adalah mengaudit laporan keuangan emiten sesuai dengan standar *auditing* laporan keuangan emiten yang ditetapkan oleh Ikatan Akuntan Indonesia. Audit diperlukan untuk memastikan bahwa laporan keuangan bebas dari salah saji material. Akuntan dalam hal ini bertanggung jawab sepenuhnya atas pendapat yang diungkapkan atas laporan yang telah diaudit. Secara umum, pelaporan keuangan merupakan gerbang utama untuk menilai kinerja suatu perusahaan, khususnya bagi perusahaan yang melakukan penawaran umum, dan pendapat akuntan akan memberikan kepercayaan kepada pihak lain atas laporan keuangan yang dikeluarkan oleh emiten.
- b) Konsultan hukum, untuk memberikan pendapat dari

⁹² Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok..., Op. Cit*, hlm 79.

⁹³ Ridwan Khairandy, *Loc.Cit*.

segi hukum mengenai penawaran umum. Selain itu, konsultan hukum juga melakukan pemeriksaan terhadap fakta hukum yang ada mengenai emiten, sehingga emiten yang sedang melakukan penawaran umum tidak bermasalah dari sisi hukum.

- c) Penilai (*appraiser*), dalam suatu emisi penilai bertugas untuk menentukan nilai wajar aktiva tetap perusahaan bersangkutan.
- d) Notaris, dalam emisi saham notaris bertugas dalam membuat akta perubahan anggaran dasar emiten dan apabila diinginkan oleh para pihak, notaris juga berperan dalam pembuatan perjanjian penjaminan emisi dengan agen penjual.

Penjamin emisi efek yang telah dipilih dan menyetujui penunjukan kemudian akan membantu emiten dalam menyiapkan proses penawaran umum termasuk menyiapkan segala dokumen yang diperlukan. Dalam proses ini, emiten wajib melaksanakan kewajiban keterbukaan informasi. Pelaksanaan kewajiban keterbukaan informasi akan dilakukan melalui penyajian dokumen sebagai hasil pemeriksaan oleh masing-masing profesi penunjang.⁹⁴

⁹⁴ *Ibid*, hlm. 117.

2) Proses Intern Badan Pengawas Pasar Modal/BAPEPAM
(saat ini Otoritas Jasa Keuangan/OJK)

Setelah tahapan internal perusahaan dalam rangka penawaran umum selesai, tahap selanjutnya adalah menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada otoritas.⁹⁵ Hal tersebut diatur dalam Lampiran Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-690/BL/2011 tentang Ketentuan Umum Pengajuan Pernyataan Pendaftaran. Pernyataan pendaftaran adalah syarat bagi setiap calon emiten dalam rangka penawaran umum.

Pasal 1 angka 19 Undang-Undang Pasar Modal menjelaskan bahwa pernyataan pendaftaran adalah dokumen yang wajib disampaikan kepada BAPEPAM (saat ini OJK) oleh emiten dalam rangka penawaran umum atau perusahaan publik. Mengingat pernyataan pendaftaran sebenarnya merupakan permohonan izin, maka emiten hanya dapat melakukan penawaran umum setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh instansi yang berwenang.

Berbeda hal jika dilihat dari segi hukum formil, Undang-Undang Pasar Modal mengatur tentang pihak-

⁹⁵ Tjiptono Darmaji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal Indonesia (Pendekatan Tanya Jawab)*, Salemba Empat, Jakarta, 2001, hlm. 30-31.

pihak yang dapat melakukan penawaran umum hanya emiten yang telah menyampaikan pernyataan pendaftaran dan pernyataan pendaftaran tersebut telah dinyatakan efektif oleh OJK. Dengan demikian, tidak akan ada kegiatan penawaran umum tanpa adanya suatu pernyataan pendaftaran yang telah dinyatakan efektif.⁹⁶

Berdasarkan substansinya, pernyataan pendaftaran adalah kumpulan dokumen yang memuat prinsip keterbukaan yang harus diajukan emiten dalam rangka penawaran umum.⁹⁷ Dengan demikian, pernyataan pendaftaran memuat segala informasi atau fakta material tentang dirinya dan status calon emiten. Selain memuat semua informasi material, pernyataan pendaftaran memuat pendapat dari masing-masing profesi penunjang yang berperan dalam melakukan pemeriksaan diri dan tentang calon emiten.⁹⁸

Berkaitan dengan penyampaian informasi/fakta material dalam suatu pernyataan pendaftaran, Undang-Undang Pasar Modal dengan tegas menyatakan bahwa informasi yang disajikan dalam pernyataan pendaftaran harus informasi yang memiliki keabsahan dan tidak

⁹⁶ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok...Op.Cit*, hlm. 80.

⁹⁷ *Ibid*, hlm. 77.

⁹⁸ *Ibid*.

menyesatkan. Keabsahan informasi menjadi sangat penting sebagai bahan pertimbangan bagi pemodal dalam hal pengambilan keputusan.⁹⁹ Adanya pernyataan pendaftaran diharapkan dapat diberikan informasi yang cukup dan akurat mengenai fakta material perusahaan dan segala surat berharga yang akan dijual.¹⁰⁰

Berdasarkan Pasal 75 Undang-Undang Pasar Modal, dalam hal melakukan evaluasi terhadap kelengkapan dokumen, kecakupan dan kejelasan informasi, dan keterbukaan informasi dari aspek hukum, akuntansi, keuangan, serta manajemen BAPEPAM (saat ini OJK) wajib memperhatikan kelengkapan, kecakupan, objektivitas, kemudahan untuk dimengerti, dan kejelasan dokumen pernyataan pendaftaran guna memastikan bahwa pernyataan pendaftaran memenuhi prinsip keterbukaan (*disclosure*). Dalam melakukan evaluasi tersebut, OJK tidak memberikan penilaian atas keunggulan dan kelemahan suatu efek.¹⁰¹

b. Tahap Emisi

Tahap emisi ini dapat diuraikan menjadi 2 (dua) bagian, yaitu:¹⁰²

⁹⁹ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok..., Loc.Cit.*

¹⁰⁰ *Ibid.*

¹⁰¹ Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm. 56.

¹⁰² *Ibid.*

1) Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana (*primary market*) adalah penjualan perdana emisi efek setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh OJK.¹⁰³ Pasar perdana didefinisikan sebagai tempat untuk melakukan penjualan efek emiten yang pertama. Penjualan pertama efek emiten ini sering disebut sebagai *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum atau emisi efek.¹⁰⁴

Penjualan efek dilakukan oleh penjamin emisi atau agen penjualannya (*selling agent*).¹⁰⁵ Salah satu hal penting yang perlu dipahami adalah bahwa proses penawaran hingga penjabatan efek tidak dilakukan sendiri oleh emiten, tetapi melalui perwakilan yang dilakukan oleh penjamin emisi efek. Artinya, peran penjamin emisi efek sejatinya tidak hanya melakukan penjaminan emisi tetapi juga melakukan jasa-jasa lain termasuk penjabatan efek.¹⁰⁶

2) Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder (*secondary market*) adalah tempat jual beli sekuritas atau efek yang sudah beredar di masyarakat, tempat perdagangan efek berada di bursa efek. Pasar sekunder dapat dimaknai sebagai perdagangan

¹⁰³ Ridwan Khairandy, *Op.Cit*, hlm. 118.

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ *Ibid*, hlm. 122.

¹⁰⁶ *Ibid*, hlm. 125.

sekuritas atau efek setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana.¹⁰⁷ Kehadiran emiten ke dalam mekanisme perdagangan pasar sekunder ditandai dengan pencatatan efek emiten. Pencatatan efek bukan suatu kewajiban bagi emiten, namun hampir setiap emiten selalu melakukan pencatatan atas efeknya.

Pencatatan efek dilakukan karena sarana prasarana perdagangan efek pasar sekunder hanya dapat digunakan bagi proses perdagangan efek emiten yang telah tercatat (*listing*) di bursa efek.¹⁰⁸ Pasar sekunder inilah terbentuk harga yang sesungguhnya berdasarkan jumlah permintaan dan ketersediaan efek. Hal ini menghasilkan keuntungan yang disebut sebagai *capital gain* yaitu selisih harga jual dan beli yang akan menjadi hak dari pemilik efek tersebut.¹⁰⁹

c. Tahap Setelah Emisi

Setelah emiten mencatatkan efeknya di bursa efek, maka transaksi jual beli efek terus berjalan. Emiten berkewajiban untuk menyampaikan pelaporan secara berkala dan laporan kejadian penting kepada OJK dan bursa efek tempat efek diperdagangkan. Kewajiban pelaporan ini merupakan pelaksanaan keterbukaan

¹⁰⁷ Sri Harini Dwiyatmi, *Pengantar Hukum Indonesia (Edisi Kedua)*, Ghalia Indonesia, Bogor, 2013, hlm. 79.

¹⁰⁸ Ridwan Khairandy, *Loc.Cit.*

¹⁰⁹ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok..., Loc. Cit.*

informasi (*disclosure information*) dari emiten yang disampaikan kepada OJK dan bursa efek untuk dipublikasikan kepada investor.¹¹⁰

3. Prospektus

Perlindungan terhadap investor yang menanamkan dananya di pasar modal perlu diterapkan prinsip keterbukaan di pasar modal. Prinsip keterbukaan merupakan pedoman umum yang mewajibkan emiten, perusahaan publik, dan pihak lain yang tunduk pada Undang-Undang Pasar Modal.¹¹¹ Guna menginformasikan kepada publik dalam waktu yang tepat terhadap seluruh informasi atau fakta material mengenai usaha atau efek yang dapat mempengaruhi keputusan investor atas efek dimaksud dan/atau harga dari efek tersebut.¹¹²

Emiten yang melakukan penawaran umum wajib menyediakan prospektus yang memuat informasi tertulis sehubungan tentang penawaran umum dengan maksud agar pihak lain dapat membeli efek.¹¹³ Prospektus harus memuat semua rincian informasi dan fakta material tentang penawaran umum dari emiten yang dapat mempengaruhi keputusan investor atau seharusnya diketahui oleh emiten dan penjamin emisi efek (jika ada).¹¹⁴

Berdasarkan Lampiran Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar

¹¹⁰ Ridwan Khairandy, *Loc.Cit.*

¹¹¹ Andika Wijaya, Wida Peace Ananta, *IPO, Right Issue, dan Penawaran Umum Obligasi*, Sinar Grafika, Jakarta, 2018, hlm 111.

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ *Ibid*, hlm. 112.

¹¹⁴ *Ibid*, hlm. 113.

Modal Nomor: KEP-113/PM/1996 tanggal 24 Desember 1996 sebagaimana diubah dengan Nomor: KEP-42/PM/2000 tanggal 27 Oktober 2000 dapat diketahui bahwa pernyataan pendaftaran untuk penawaran umum sekurang-kurangnya mencakup:

- a. Surat pengantar pernyataan pendaftaran.
- b. Prospektus.
- c. Prospektus ringkas yang akan digunakan dalam penawaran umum.
- d. Prospektus yang akan digunakan dalam rangka penawaran awal
- e. Dokumen lain yang diwajibkan sebagai bagian dari pernyataan pendaftaran.

Berdasarkan Lampiran Keputusan Ketua BAPEPAM tersebut dapat diketahui bahwa dalam praktik dikenal adanya 3 (tiga) jenis prospektus, yakni:

- a. Prospektus ringkas

Prospektus ringkas adalah ringkasan informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.¹¹⁵

- b. Prospektus awal

Prospektus awal adalah dokumen tertulis yang memuat seluruh informasi dalam prospektus yang disampaikan kepada OJK sebagai bagian dari pernyataan pendaftaran, kecuali informasi

¹¹⁵ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok...Loc. Cit.*

mengenai nilai nominal, jumlah dan harga penawaran efek, penjaminan emisi efek, tingkat suku bunga obligasi, atau hal-hal lain yang berhubungan dengan persyaratan penawaran yang belum dapat dihentikan.¹¹⁶

c. Prospektus final

Prospektus final diartikan berdasarkan pengertian dari prospektus itu sendiri yaitu setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.¹¹⁷

Ketiga jenis prospektus ini merupakan bagian dari dokumen keterbukaan dalam rangka penawaran umum. Perbedaan di antara ketiga jenis prospektus ini terletak pada saat dilakukannya penerbitan prospektus. Prospektus ringkas dan prospektus awal diterbitkan pada saat sebelum pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif. Dibandingkan dengan prospektus final, prospektus final diterbitkan setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif.¹¹⁸

Dalam rangka menyusun prospektus terdapat beberapa hal yang harus diperhatikan, antara lain:¹¹⁹

- a. Prospektus wajib memuat semua rincian informasi dan fakta material mengenai penawaran umum oleh emiten.
- b. Prospektus harus dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif.

¹¹⁶ Sri Harini Dwiyaatmi, *Op.Cit*, hlm. 80.

¹¹⁷ Ridwan Khairandy, *Op.Cit*, hlm. 134.

¹¹⁸ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok... Loc. Cit.*

¹¹⁹ *Ibid*, hlm. 78.

- c. Fakta dan pertimbangan yang paling penting harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal prospektus.
- d. Emiten, penjamin pelaksana emisi, lembaga penunjang, serta profesi penunjang pasar modal bertanggungjawab untuk menentukan dan mengungkapkan fakta secara jelas dan mudah dibaca.

Calon investor yang akan melakukan investasi di pasar modal, pada saat membaca isi prospektus terdapat beberapa bagian penting dari prospektus yang patut mendapat perhatian dari calon investor antara lain:¹²⁰

- a. Bidang usaha, informasi ini wajib diketahui oleh calon investor karena dengan mengetahui bidang usaha perusahaan maka investor akan mengetahui perusahaan tersebut berada pada sektor ekonomi mana.
- b. Jumlah saham yang ditawarkan, hal ini dikarenakan jumlah saham yang ditawarkan kepada masyarakat menunjukkan seberapa besar bagian dari modal disetor yang akan dimiliki publik.
- c. Harga penawaran dan nilai nominal, harga saham yang akan ditawarkan kepada masyarakat tidak sama dengan nilai nominal per saham tersebut, harga setiap saham yang ditawarkan kepada masyarakat disebut dengan harga penawaran.
- d. Riwayat singkat perusahaan, sehingga calon investor dapat

¹²⁰ Tjiptono Darmaji dan Hendy M. Fakhruddin, *Op. Cit*, hlm. 51.

- mengetahui sudah berapa lama perusahaan berdiri dan beroperasi.
- e. Tujuan penawaran umum (rencana penggunaan dana), hal ini sangat penting bagi investor karena investor akan mengetahui dana yang diinvestasikan akan dialokasikan untuk apa.
 - f. Kegiatan dan prospek usaha, hal ini dikarenakan pada dasarnya investor yang membeli saham adalah membeli prospek usaha dari perusahaan tersebut.
 - g. Risiko usaha, karena setiap melakukan investasi tidak dapat terlepas dari risiko yang mungkin dihadapi.
 - h. Kebijakan dividen, disajikan dalam bentuk rentang jumlah persentase dividen tunai yang direncanakan dan dikaitkan dengan jumlah laba bersih.
 - i. Kinerja keuangan perusahaan, dengan mengetahui data keuangan masa lalu tersebut dapat dibuat perkiraan untuk tahun-tahun berikutnya.
 - j. Agen-agen penjualan, karena investor yang akan melakukan pemesanan saham harus menghubungi agen-agen penjual tersebut yang daftarnya tercantum pada bagian akhir prospektus.

Prospektus merupakan dokumen penawaran efek yang disajikan dari berbagai dokumen kelengkapan keterbukaan informasi publik dalam rangka penawaran umum.¹²¹ Prospektus sebagai sarana untuk memperkenalkan kepada emiten. Sedangkan bagi investor, prospektus

¹²¹ *Ibid.*

merupakan media di mana investor dapat mencari tahu sebanyak mungkin segala sesuatu mengenai emiten tersebut sebelum memutuskan untuk membeli efek yang ditawarkan.¹²²

Investor disarankan untuk membaca terlebih dahulu prospektus yang dikeluarkan oleh perusahaan dengan teliti dan cermat. Dengan demikian, prospektus yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk ditawarkan di pasar perdana merupakan acuan dasar yang berisikan informasi mengenai profil perusahaan, bidang bisnis perusahaan, dan informasi lain seputar perusahaan tersebut.¹²³

4. Prinsip Keterbukaan Dalam Penawaran Umum

Transparansi informasi merupakan salah satu karakteristik khusus yang dikenal dalam bidang pasar modal. Undang-Undang Pasar Modal mengamanatkan agar emiten dan/atau perusahaan publik senantiasa menjalankan prinsip transparansi yang diimplementasikan melalui penyampaian informasi atau fakta material terkait usaha atau efeknya.¹²⁴ Pemberian informasi berdasarkan prinsip keterbukaan bertujuan apabila investor tidak memperoleh informasi atau fakta material atau tidak tersebar secara merata terkait informasi perusahaan.¹²⁵

Salah satu sasaran yang ingin dicapai oleh Undang-Undang Pasar Modal adalah meningkatkan transparansi dan memberikan jaminan

¹²² *Ibid*, hlm. 53.

¹²³ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok...Loc.Cit.*

¹²⁴ Tjiptono Darmaji dan Hendy M. Fakhruddin, *Loc.Cit.*

¹²⁵ *Ibid*, hlm. 54.

hukum bagi investor. Isu keterbukaan memang menjadi perhatian yang utama, sehingga kewajiban melakukan transparansi lebih dituntut dan diwajibkan oleh pemerintah.¹²⁶ Hal ini karena dengan adanya keterbukaan kepada publik diharapkan akan terjadi semacam kontrol masyarakat terhadap kegiatan-kegiatan tertentu yang dilakukan oleh pihak-pihak tertentu.¹²⁷

Pasal 1 angka 25 Undang-Undang Pasar Modal menjelaskan bahwa prinsip keterbukaan adalah pedoman umum yang mensyaratkan emiten, perusahaan publik, dan pihak lain yang tunduk pada undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh informasi material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek dimaksud dan/atau harga dari efek tersebut. Unsur penting dalam prinsip ini adalah *full disclosure* mengenai informasi material dan informasi itu dapat mempengaruhi investor untuk membuat keputusan berbuat sesuatu (menginvestasikan modalnya) atau tidak berbuat sesuatu (tidak melakukan investasi atas efek tertentu).¹²⁸

Prinsip transparansi informasi menjadi persoalan inti di pasar modal dan sekaligus merupakan jiwa pasar modal itu sendiri. Prinsip keterbukaan ini berlaku secara universal dalam pasar modal internasional serta merupakan suatu hal yang sangat mutlak untuk

¹²⁶ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok Hukum...Loc.Cit.*

¹²⁷ Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm. 58.

¹²⁸ *Ibid.*

dilakukan oleh semua pihak.¹²⁹ Keterbukaan atau *disclosure* merupakan komponen utama dan terpenting di dalam industri sekuritas (pasar modal) di mana pun.¹³⁰

Prinsip *full disclosure* merupakan kewajiban bagi perusahaan publik, emiten, atau siapa saja yang berkaitan dengan mengungkapkan informasi jelas, akurat, dan lengkap mengenai fakta material.¹³¹ Dengan keterbukaan inilah perlindungan terhadap investor dapat dilakukan dan kewajiban yang mutlak harus dilaksanakan oleh perusahaan publik. Adapun tujuan ditegakkannya prinsip keterbukaan di pasar modal sedikitnya ada 3 (tiga), yaitu:¹³²

a. Menjaga kepercayaan investor

Penegakan prinsip keterbukaan bertujuan untuk menjaga kepercayaan investor sangat relevan ketika munculnya ketidakpercayaan publik terhadap pasar modal, yang pada gilirannya mengakibatkan pelarian modal (*capital flight*) secara besar-besaran dan seterusnya berpotensi mengakibatkan kehancuran pasar modal. Sebab, ketiadaan keterbukaan informasi akan menimbulkan ketidakpastian bagi investor, akibatnya

¹²⁹ Lusitania Eka Ramadhani et al, “Analisis Yuridis Prinsip Keterbukaan Informasi dalam Proses Initial Public Offering (IPO) Terkait dengan Prinsip Good Corporate Governance (GCG)”, *Jurnal Hukum*, Universitas Brawijaya, hlm.7.

¹³⁰ Meisy Kartika Putri Sianturi et al, “Prinsip Keterbukaan sebagai Perlindungan Investor dalam Transaksi Luar Bursa (Over the Counter) sebagai Transaksi dalam Pasar Modal Indonesia”, *USU Law Journal*, Edisi No. 2 Vol. 2, Universitas Sumatera Utara, 2014, hlm. 147.

¹³¹ *Ibid*, hlm. 141

¹³² Nindyo Pramono, *Sertifikasi Saham PT Go Public dan Hukum Pasar Modal di Indonesia*, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2001, hlm. 158.

investor sulit mengambil keputusannya untuk berinvestasi melalui pasar modal.

b. Menciptakan pasar yang efisien

Pasar yang efisien yang memiliki keterkaitan dengan sistem keterbukaan wajib. Sistem keterbukaan wajib berusaha menyampaikan informasi teknis bagi analis saham dan profesional pasar. Hal ini wajar karena mereka merupakan daya penggerak pasar yang efisien. Selain itu, sistem keterbukaan wajib berkaitan pula dengan kepentingan investor individu.¹³³

Keterbukaan yang dilakukan secara terinci bagi investor individu mempengaruhi analis dasar terhadap penilaian suatu tingkat risiko portofolio. Dalam suatu pasar yang efisien seluruh informasi publik yang disampaikan secara cepat dan penuh direfleksikan terhadap harga saham.¹³⁴

c. Perlindungan terhadap investor

Pencapaian tujuan prinsip keterbukaan bagi perlindungan investor tersebut dapat diharapkan terpenuhi sepanjang informasi yang disampaikan kepada investor mengandung kelengkapan data keuangan emiten dan informasi lainnya yang mengandung fakta material. Dengan penyampaian informasi yang lengkap dan akurat kepada investor berguna untuk menghindarkan investor

¹³³ Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, Fakultas Hukum, Universitas Indonesia Program Pasca Sarjana, Jakarta, 2001, hlm. 25.

¹³⁴ *Ibid.*

dari bentuk-bentuk penipuan atau manipulasi.¹³⁵

Keterbukaan atau transparansi merupakan suatu bentuk perlindungan kepada masyarakat khususnya investor. Melihat sisi substansial, keterbukaan memberikan peluang kepada masyarakat untuk mendapatkan akses informasi penting yang berkaitan dengan perusahaan. Suatu pasar modal dikatakan *fair* dan efisien apabila semua pemodal memperoleh informasi dalam waktu yang bersamaan disertai kualitas informasi yang sama (*equal treatment* dalam akses informasi).¹³⁶

Melihat sisi yuridis, keterbukaan merupakan jaminan bagi hak publik untuk terus mendapat akses penting dengan sanksi untuk hambatan atau kelalaian yang dilakukan perusahaan.¹³⁷ Melalui pelaksanaan prinsip keterbukaan, maka investor akan berada dalam kondisi *well-informed* sebelum menentukan suatu keputusan investasi sehingga jika menimbulkan kerugian dapat diantisipasi.¹³⁸ Prinsip ini dilaksanakan mulai dari sebelum penawaran umum berlangsung, artinya saat perusahaan tengah mempersiapkan diri untuk penawaran umum, prinsip keterbukaan informasi telah harus dipersiapkan pula.

Prinsip ini dilaksanakan oleh emiten yang nantinya bermanfaat sebagai acuan atau *guiding* bagi para investor dan dalam pengawasan

¹³⁵ *Ibid.*

¹³⁶ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 226.

¹³⁷ Hamud M. Balfas, *Loc. Cit*.

¹³⁸ Bismar Nasution, *Op. Cit*, hlm. 32.

oleh OJK sebagai lembaga negara yang berwenang. Prinsip ini terus harus dilaksanakan selama perusahaan tersebut berstatus sebagai perusahaan terbuka (*go public*). Jadi, prinsip keterbukaan informasi tidak dapat berhenti saat perusahaan tersebut telah berhasil ‘melantai’ di bursa efek dan mendapatkan keuntungan dari pengumpulan dana investor.¹³⁹ Selama waktu perjalanan, apabila informasi terkait mengenai peristiwa yang dialami oleh perusahaan dan diduga bisa membahayakan harga saham, maka harus segera diumumkan seperti yang telah dijelaskan di atas pada Peraturan OJK (selanjutnya disebut dengan POJK) Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi Atau Fakta Material Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik.¹⁴⁰

Perusahaan publik, emiten, atau pihak lain yang terkait wajib menyampaikan informasi penting yang berkaitan dengan tindakan atau efek perusahaan tersebut pada waktu yang tepat kepada masyarakat dalam bentuk laporan berkala dan laporan peristiwa penting.¹⁴¹ Emiten wajib menyampaikan informasi secara akurat dan lengkap.¹⁴² Informasi yang disampaikan harus lengkap dan utuh, tidak ada yang tertinggal atau disembunyikan, disamarkan, atau tidak menyampaikan apapun atas fakta material. Apabila tidak memenuhi syarat tersebut maka informasi dikatakan sebagai informasi yang tidak akurat atau

¹³⁹ *Ibid*, hlm. 57.

¹⁴⁰ *Ibid*, hlm. 58.

¹⁴¹ Undang-Undang Pasar Modal, Pasal 86 ayat (1).

¹⁴² Undang-Undang Pasar Modal, Pasal 80 ayat (1).

menyesatkan.¹⁴³

Secara umum, informasi berguna jika memfasilitasi penilaian, termasuk keputusan investasi. Dengan kata lain, jika pembuat keputusan (investor) menggunakan informasi yang benar, investor akan membuat keputusan yang lebih baik.¹⁴⁴ Nilai informasi keputusan investasi dapat dihitung berdasarkan klasifikasi keputusan yang akan diambil.

Keputusan yang akan diambil diklasifikasikan menjadi tiga yaitu:¹⁴⁵ keputusan dengan hasil yang akurat, mengasumsikan adanya informasi yang akurat mengenai hasil dari keputusan tersebut; keputusan dengan risiko, mengasumsikan adanya informasi tersebut adalah berbagai tingkat kemungkinan untuk mencapai hasil keputusan tersebut; keputusan dengan ketidakpastian, di mana hasil keputusan diasumsikan terjadi tetapi tidak ada informasi tentang seberapa besar kemungkinan tersebut terjadi.

Prinsip keterbukaan informasi ini sangat penting bagi perusahaan pada saat melakukan penawaran umum. Kepentingan dari prinsip keterbukaan informasi ini dibutuhkan oleh tiga (3) pihak, antara lain:¹⁴⁶ pihak investor; perusahaan itu sendiri; pihak regulator atau dalam hal ini OJK.

¹⁴³ Inda Rahadiyan. *Loc.Cit.*

¹⁴⁴ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Loc.Cit.*

¹⁴⁵ *Ibid*, hlm. 70.

¹⁴⁶ Lusitania Eka Ramadhani et al, *Op.Cit*, hlm. 11.

B. Tinjauan Mengenai Pencatatan Saham

1. Pengertian Pencatatan Saham

Pencatatan (*listing*) merupakan pencantuman suatu efek dalam daftar efek yang tercatat di bursa sehingga dapat diperdagangkan di bursa.¹⁴⁷ Pencatatan tidak lain adalah izin yang diberikan kepada emiten dengan memenuhi persyaratan tertentu, untuk memungkinkan sahamnya diperdagangkan di bursa di mana efek tersebut tercatat.¹⁴⁸ Bursa mempunyai dua papan yang diklasifikasikan sebagai papan utama dan papan pengembangan.¹⁴⁹

Papan utama diperuntukkan bagi perusahaan yang berkapitalisasi besar dan mempunyai reputasi sebagai perusahaan yang bagus, sedangkan papan pengembangan disediakan bagi perusahaan yang berkembang, namun memiliki prospek bagus dan belum menghasilkan keuntungan; sedang dalam proses penyehatan dan berkapitalisasi kecil (memiliki total aktiva minimal Rp 10.000.000.000,00).¹⁵⁰ Pencatatan efek pada bursa efek adalah tahapan terakhir dari perusahaan terbuka untuk melakukan penawaran umum.¹⁵¹ Pencatatan efek pada bursa efek wajib dilakukan oleh perusahaan terbuka, apabila hal tersebut dijanjikan oleh perusahaan terbuka kepada calon investor pada saat

¹⁴⁷ Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham yang Diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat (Lampiran Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor Kep- 00001/BEI/01-2014.

¹⁴⁸ Hamud M. Balfas, *Op. Cit*, hlm. 308.

¹⁴⁹ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 131.

¹⁵⁰ *Ibid*, hlm. 132.

¹⁵¹ Pandji Anoraga dan Ninik Widiyanti, *Pasar Modal (Keberadaan dan Manfaatnya bagi Pembangunan)*, PT. Rineka Cipta, Jakarta, 1992, hlm.74.

pengajuan pernyataan pendaftaran.¹⁵²

Berdasarkan Peraturan Nomor IX.A.2, Lampiran Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: KEP-122/BL/2009 tentang Tata Cara Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum menjelaskan bahwa untuk melaksanakan penawaran umum, emiten harus menyampaikan pernyataan Pendaftaran dan dokumen pendukungnya kepada Bapepam (saat ini menjadi Otoritas Jasa Keuangan atau selanjutnya disebut sebagai OJK) dalam bentuk serta mencakup informasi yang ditetapkan untuk penawaran umum. Apabila tidak ingin mencatatkan efek yang dimilikinya pada bursa efek, perusahaan terbuka harus menegaskan hal tersebut dalam dokumen pernyataan pendaftaran.¹⁵³

Berdasarkan fakta dalam praktiknya, perusahaan terbuka tidak mencatatkan efek yang dimilikinya pada bursa efek.¹⁵⁴ Perusahaan terbuka sebagian besar (khususnya yang melakukan penawaran umum) menjadikan pencatatan efek pada bursa efek sebagai bagian penting dari proses *go public* perusahaan mereka.¹⁵⁵ Perusahaan yang tidak mencatatkan efek akan berakibat negatif terhadap likuiditas efek karena efek tersebut tentu tidak dapat diperdagangkan secara efisien pada bursa efek.¹⁵⁶ Hal tersebut akan mengakibatkan menurunnya harga efek

¹⁵² Lusitania Eka Ramadhani et al, *Op.Cit*, hlm. 12.

¹⁵³ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok...Op.Cit*, hlm. 120.

¹⁵⁴ Bismar Nasution, *Op.Cit*, hlm. 104.

¹⁵⁵ *Ibid*, hlm. 105.

¹⁵⁶ Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm. 203.

secara berkelanjutan.¹⁵⁷ Itulah alasan mengapa dalam setiap penawaran umum yang dilakukan oleh suatu perusahaan, hampir selalu dilakukan mekanisme pencatatan efek.¹⁵⁸

Pencatatan efek pada bursa efek tidak hanya dilakukan untuk memperhatikan kepentingan para investor.¹⁵⁹ Pencatatan efek pada bursa efek akan membawa pengaruh positif pada perusahaan artinya perusahaan tercatat terkelola dengan baik.¹⁶⁰ Selain harus tunduk pada peraturan perundang-undangan yang diterbitkan oleh OJK, perusahaan juga wajib tunduk pada peraturan bursa.¹⁶¹

Pencatatan efek dapat dilakukan secara tunggal pada bursa efek di Indonesia atau bursa efek luar negeri (secara *dual listing*).¹⁶² Pencatatan efek yang terjadi di Indonesia, dilakukan pada Bursa Efek Indonesia atau *Indonesia Stock Exchange/IDX*. Berbeda halnya di luar negeri, pencatatan efek dapat dilakukan di *New York Exchange/NYSE*, *National Association of Securities Dealers Automated Quotation/NASDAQ*, *Tokyo Stock Exchange Group* and *Osaka Securities Exchange/JPX*, *London Stock Exchange Group*.¹⁶³

2. Pengertian *Backdoor Listing*

Definisi tentang *backdoor listing* adalah suatu tindakan

¹⁵⁷ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 131.

¹⁵⁸ *Ibid*, hlm. 132.

¹⁵⁹ Andika Wijaya, Wida Peace Ananta, *Op. Cit*, hlm. 209.

¹⁶⁰ *Ibid*, hlm. 210.

¹⁶¹ *Ibid*.

¹⁶² *Ibid*.

¹⁶³ *Ibid*, hlm. 211.

perusahaan untuk melakukan pencatatan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dilakukan oleh perusahaan tertutup dengan cara menguasai sebuah perusahaan terbuka baik dengan cara penggabungan dan pengambilalihan, sehingga sebuah perusahaan tertutup akan mengendalikan perusahaan terbuka.¹⁶⁴ *Backdoor listing* dapat dilakukan untuk menghindari biaya besar dan tingkat kompleksitas terkait dengan pelaksanaan IPO terutama untuk perusahaan yang bergerak di pasar yang rentan dan sering berubah.¹⁶⁵

Terdapat pendapat yang menyatakan bahwa, “*Acquisition and merger with a listed company by an unlisted company in order to gain a listing on a securities exchange*”.¹⁶⁶ (akuisisi dan *merger* dengan perusahaan tercatat yang dilakukan oleh perusahaan tidak tercatat dalam rangka untuk mendapatkan pencatatan saham di bursa efek). Pendapat ahli lain yang menerangkan mengenai tindakan *backdoor listing* bahwa, “*A company obtains a listing indirectly by using an existing listed company to achieve a listing*”.¹⁶⁷ (perusahaan ingin memperoleh pencatatan secara tidak langsung dengan menggunakan perusahaan yang telah tercatat guna mencapai pencatatan saham tersebut).

¹⁶⁴ William Santoso, “Backdoor Listing Strategy: Does It Matter For Performance Improvement?”, *4th Gadjah Mada International Conference On Economics And Business Journal*, Vol. 4, No. 1, 2016, hlm. 103.

¹⁶⁵ Erik P. M. Vermeulen, “Rules on Backdoor Listing: A Global Survey”, *Indonesia-OECD Corporate Governance Policy Dialogue*, 2014, hlm. 8.

¹⁶⁶ David Logan Scott, *Op. Cit*, hlm. 22.

¹⁶⁷ Carlos Correia, *dkk, Op. Cit*, hlm. 10.

Pendapat lain mengenai *backdoor listing* adalah metode pencatatan oleh perusahaan di bursa efek tanpa melalui proses IPO.¹⁶⁸ Penjelasan mengenai pengertian *backdoor listing* (pencatatan saham lewat belakang) memuat unsur-unsur sebagai berikut:¹⁶⁹

- a. Para pihak yang ingin membuat perusahaannya tercatat di bursa efek.
- b. Para pihak ingin mendapatkan keuntungan lebih banyak dari perusahaan yang tercatat di bursa efek.
- c. Perusahaan tertutup dan/atau pihak-pihak tidak ingin melakukan IPO.
- d. Perusahaan melakukan akuisisi dan/atau merger dan/atau cara-cara lain untuk melakukan *backdoor listing* melalui suatu perusahaan terbuka.
- e. Setelah mengambil alih dan/atau melakukan penggabungan terhadap perusahaan terbuka, kegiatan usaha dan/atau nama dari perusahaan terbuka tersebut diubah sesuai dengan kegiatan usaha dari pihak-pihak yang ingin melakukan *backdoor listing*.

Sejumlah alasan yang menjelaskan mengapa perusahaan tidak melakukan IPO adalah pertama, biaya yang mahal untuk mendaftarkan efek pada penawaran umum.¹⁷⁰ Kedua, dalam hal melakukan IPO, semakin besar jumlah saham yang ditawarkan, *underwriter* akan meminta biaya yang semakin tinggi.¹⁷¹ Ketiga, terdapatnya kondisi pasar yang mengalami *undersubscribe* (yaitu kondisi yang menunjukkan bahwa jumlah permintaan investor lebih sedikit daripada jumlah saham yang ditawarkan melalui IPO).¹⁷² Keempat, terdapat biaya besar yang dikeluarkan untuk pencetakan dan

¹⁶⁸ *Ibid.*

¹⁶⁹ Brown, P., Ferguson, A., & Lam, P, *Op. Cit*, hlm. 188.

¹⁷⁰ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 216.

¹⁷¹ Sapto Raharjo, *Op. Cit* hlm. 221.

¹⁷² *Ibid*, hlm. 222.

biaya bagi konsultan hukum dan ekonomi.¹⁷³ Kelima, kemungkinan hilangnya kontrol terhadap persoalan manajemen karena terjadi dilusi kepemilikan saham.¹⁷⁴

Berdasarkan unsur-unsur di atas, dapat dilihat bahwa cara melakukan *backdoor listing* ada tiga (3) tahap. Tahap pertama, perlu melakukan akuisisi terhadap perusahaan terbuka, dengan mengakuisisi *outstanding stock* dari perusahaan terbuka tersebut.¹⁷⁵ Tahap kedua, dengan melakukan akuisisi terhadap perusahaan terbuka, pada saat perusahaan terbuka melakukan penambahan modal dengan melakukan penawaran umum terbatas (*right issue*).¹⁷⁶ Tahap ketiga, dilakukan dengan melakukan *merger* dengan perusahaan terbuka, di mana bisnis dari perusahaan tertutup yang menjadi kegiatan usaha utama dari *surviving company* dalam *merger*.¹⁷⁷

Berbagai perbedaan bagaimana cara perusahaan melakukan metode *backdoor listing* yang telah dipaparkan. Tidak hanya *merger* dan akuisisi, metode lain juga dapat dikembangkan untuk *backdoor listing*.¹⁷⁸ Dari uraian prosedur *backdoor listing* di atas, terlihat bahwa *backdoor listing* di Indonesia dapat mengacu pada peraturan *backdoor listing* yang relevan, yaitu melalui *merger*, akuisisi atau akuisisi dalam

¹⁷³ Stefano Caselli, *Op. Cit*, hlm. 272.

¹⁷⁴ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Loc. Cit*.

¹⁷⁵ Charles Scharf, dkk, *Op. Cit*, hlm. 2-6.

¹⁷⁶ Eduardus Tandelilin, *Op. Cit*, hlm. 74.

¹⁷⁷ *Ibid*,

¹⁷⁸ *Ibid*.

rangka *right issue*.¹⁷⁹

C. Tinjauan Mengenai Perlindungan Investor Pasar Modal

1. Pengertian Perlindungan Hukum

Menurut terminologi perlindungan hukum, pengertian perlindungan hukum dapat dipisahkan menjadi dua kata yaitu perlindungan dan hukum. Istilah perlindungan menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) dapat disamakan dengan istilah proteksi, yang artinya adalah proses atau perbuatan melindungi, sedangkan menurut *Black's Law Dictionary*, perlindungan hukum adalah *the act of protecting*.¹⁸⁰

Philipus M. Hadjon mengemukakan bahwa perlindungan hukum adalah suatu tindakan untuk melindungi atau memberikan pertolongan kepada subjek hukum, dengan menggunakan perangkat-perangkat hukum.¹⁸¹ Menurut Philipus M. Hadjon, sarana perlindungan hukum dibedakan menjadi dua macam di antaranya:¹⁸²

- a. Sarana Perlindungan Hukum Preventif
Perlindungan hukum preventif memiliki arti yang sangat besar bagi pemerintah yang didasarkan pada kebebasan bertindak karena dengan adanya perlindungan hukum yang preventif pemerintah terdorong untuk bersifat hati-hati dalam mengambil keputusan yang didasarkan pada diskresi. Belum adanya pengaturan khusus mengenai perlindungan hukum preventif di Indonesia.
- b. Sarana Perlindungan Hukum Represif
Perlindungan hukum yang represif bertujuan sebagai perlindungan akhir berupa sanksi seperti denda, penjara, dan hukuman tambahan yang diberikan apabila terjadi

¹⁷⁹ *Ibid*, hlm 11.

¹⁸⁰ Carlos Correia, dkk, *Loc. Cit*.

¹⁸¹ Philipus M. Hadjon, *Op. Cit*, hlm. 20.

¹⁸² *Ibid*.

sengketa atau terjadi pelanggaran.

Berdasarkan pendapat yang telah dikeluarkan oleh Satjipto Raharjo, perlindungan hukum adalah upaya melindungi kepentingan seseorang dengan cara memberikan suatu kekuasaan kepada orang tersebut untuk melakukan tindakan yang dapat memenuhi kepentingannya.¹⁸³ Pengaturan mengenai pasar modal menurut Sumantoro pada umumnya adalah meliputi peraturan hukum tentang:¹⁸⁴ tata cara penawaran surat berharga; kelembagaan dalam pasar modal; insentif-insentif dalam kegiatan pasar modal.

Satjipto Rahardjo mengemukakan bahwa hukum dapat melindungi kepentingan seseorang dengan cara mengalokasikan kekuasaan untuk bertindak dalam rangka kepentingannya secara terukur.¹⁸⁵ Kepentingan yang dimaksud berupa sasaran dari hak karena hak mengandung unsur perlindungan dan pengakuan.¹⁸⁶ Jadi, dapat disimpulkan bahwa perlindungan hukum merupakan kegiatan untuk menjaga atau memelihara masyarakat demi mencapai keadilan.¹⁸⁷

Perlindungan hukum adalah salah satu unsur untuk memperbaiki aspek penegakan hukum di suatu negara. Dengan adanya perlindungan hukum diberikan oleh negara kepada masyarakat demi mewujudkan stabilitas dalam hal apapun, termasuk di dalamnya mencakup hal

¹⁸³ Satjipto Raharjo, dkk, *Op. Cit*, hlm. 121.

¹⁸⁴ Dr. Sumantoro, *Op. Cit*, hlm. 33.

¹⁸⁵ Satjipto Raharjo, dkk, *Sisi-Sisi Lain...Loc. Cit*.

¹⁸⁶ Satjipto Rahardjo, *Ilmu Hukum* (Cetakan ke VI), PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2006, hlm. 54.

¹⁸⁷ *Ibid*.

ekonomi dan hukum.¹⁸⁸ Perlindungan hukum sangat erat kaitannya dengan aspek keadilan.

Soediman Kartohadiprodjo mengemukakan bahwa pada hakikatnya tujuan adanya hukum adalah mencapai keadilan. Maka dari itu, adanya perlindungan hukum menjadi salah satu upaya untuk menegakkan keadilan di bidang ekonomi khususnya pasar modal.¹⁸⁹ Sebagaimana pendapat R. La Porta dalam *Journal of Financial Economics*, bentuk perlindungan hukum yang diberikan oleh suatu negara memiliki dua sifat, yaitu bersifat hukuman (*sanction*) dan bersifat pencegahan (*prohibited*).¹⁹⁰

Bentuk perlindungan hukum yang paling nyata adalah adanya institusi penegak hukum seperti pengadilan, kepolisian, dan lembaga penyelesaian sengketa di luar pengadilan (non-litigasi) lainnya. Hal ini sejalan dengan pengertian hukum menurut Soedjono Dirdjosisworo yang menyatakan bahwa hukum memiliki pengertian beragam dalam masyarakat dan salah satu yang paling nyata dari pengertian tentang hukum adalah adanya institusi penegak hukum.¹⁹¹

Perlindungan hukum bagi rakyat sebagai konsep universal, artinya dianut dan diterapkan oleh setiap negara yang mengedepankan diri sebagai negara hukum. Namun, seperti disebutkan Paulus E.

¹⁸⁸ *Ibid.*

¹⁸⁹ *Ibid*, hlm. 127.

¹⁹⁰ Satjipto Rahardjo, *Ilmu Hukum...*, *Loc. Cit.*

¹⁹¹ Ridwan HR, *Hukum Administrasi Negara (Edisi Revisi)*, Rajawali Pers, Jakarta, 2014, hlm. 267.

Lotulung bahwa masing-masing negara mempunyai tata cara tentang bagaimana mewujudkan perlindungan hukum tersebut, dan sejauh mana perlindungan hukum itu diberikan.¹⁹²

2. Perlindungan Hukum bagi Investor Pasar Modal

Perlindungan hukum sangat berkaitan pada aspek keadilan. Soediman Kartohadiprodjo menjelaskan bahwa pada hakikatnya tujuan adanya hukum adalah mencapai keadilan.¹⁹³ Maka dari itu, adanya perlindungan hukum adalah salah satu cara untuk menegakkan keadilan salah satunya penegakkan keadilan di bidang ekonomi khususnya pasar modal.¹⁹⁴ Penegakan hukum berupa perlindungan hukum dalam kegiatan ekonomi bisnis khususnya pasar modal tidak dapat dilepaskan dari aspek hukum perusahaan khususnya mengenai perseroan terbatas.

Perlindungan hukum dalam pasar modal melibatkan para pihak di pasar modal terutama pihak investor, emiten, dan lembaga penunjang kegiatan pasar modal yang mana para pihak tersebut didominasi oleh subjek hukum berupa badan hukum berbentuk perseroan terbatas.¹⁹⁵ Perlindungan hukum bagi investor pasar modal dapat dilihat melalui sasaran pembentukan Undang-Undang Pasar Modal yaitu menciptakan kepastian hukum bagi para investor. Dengan hadirnya Undang-Undang Pasar Modal erat kaitannya dengan kepastian hukum yang ditujukan kepada aktivitas pelaku pasar.

¹⁹² Indra Safitri, *Catatan Hukum Pasar Modal*, Go Global Book, Jakarta, 1998, hlm. 68

¹⁹³ *Ibid*, hlm. 69.

¹⁹⁴ *Ibid*.

¹⁹⁵ *Ibid*, hlm. 70.

Dengan memberikan kepastian hukum kepada kepentingan pasar, berarti format kegiatan industri berlandaskan pada aturan-aturan yang jelas sehingga diharapkan dapat mendorong pertumbuhan industri itu sendiri.¹⁹⁶ Kepastian hukum bagi para investor tersebut diwujudkan dalam beberapa hal, antara lain:¹⁹⁷ menciptakan kerangka hukum yang kokoh; meningkatkan transparansi dan menjamin perlindungan terhadap masyarakat pemodal; meningkatkan profesionalisme; menciptakan sistem perdagangan yang aman, efisien, dan likuid; penegakan hukum dan penyediaan kesempatan berinvestasi bagi pemodal kecil.

3. Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Saham Minoritas

Definisi pemegang saham minoritas pada umumnya tidak didefinisikan secara jelas karena rasio pemegang saham minoritas seringkali berbeda-beda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya, sehingga setiap perusahaan memiliki definisi pemegang saham minoritas yang berbeda.¹⁹⁸ Pengertian pemegang saham minoritas dapat diturunkan dari Pasal 79 ayat (2) Undang-Undang PT yaitu satu atau lebih pemegang saham yang bersama-sama mewakili 1/10 bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah, atau jumlah yang lebih kecil yang ditentukan dalam dasar anggaran terkait PT. Pemegang

¹⁹⁶ *Ibid.*

¹⁹⁷ Jusuf Anwar, *Pasar Modal sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi*, PT Alumni, Bandung, 2005, hlm. 208-214.

¹⁹⁸ Munir Fuady, *Doktrin-Doktrin Perlindungan Pemegang Saham Minoritas*, Setjen dan Kepaniteraan MKRI, Bandung, 2005, hlm. 176.

saham minoritas dapat dibedakan menurut status dan kepentingannya, yaitu: a. semua pemegang saham minoritas; b. pemegang saham minimal 1%; c. pemegang saham paling sedikit 10%; d. paling sedikit 1/3 dari pemegang saham; e. pemegang saham minoritas independen.¹⁹⁹

Pemegang saham minoritas dan pemegang saham mayoritas memiliki kepentingan yang seringkali bertentangan satu sama lain, agar tercapainya suatu keadilan maka diperlukan suatu keseimbangan sehingga pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas mendapatkan haknya secara proporsional.²⁰⁰ Demi menjaga kepentingan di kedua belah pihak dikenal adanya prinsip *majority rule minority protection*.²⁰¹ Berdasarkan prinsip tersebut, maka setiap tindakan perseroan tidak boleh membawa akibat kerugian terhadap pemegang saham minoritas perseroan terbatas.²⁰²

Pemegang saham mayoritas menjalin hubungan dengan pemegang saham minoritas memiliki berbagai kepentingan antara lain:²⁰³

- a. Pihak minoritas memiliki niat untuk memasukkan lebih banyak uang ke dalam perusahaan tersebut, tetapi pemegang saham mayoritas tidak ingin mempertaruhkan uangnya jika ada pihak lain dalam perusahaan tersebut.

¹⁹⁹ *Ibid*, hlm. 177

²⁰⁰ *Ibid*.

²⁰¹ *Ibid*.

²⁰² *Ibid*, hlm. 178

²⁰³ *Ibid*.

- b. Pemegang saham mayoritas dipilih oleh direksi dan bekerja keras dalam setiap urusan perusahaan, sedangkan pemegang saham minoritas umumnya diam saja, tetapi ikut menikmati hasil dari perusahaan atau jerih payah pemegang saham mayoritas.
- c. Pihak pemegang saham mayoritas cenderung membeli saham dari pihak minoritas pada saat harga masih rendah.
- d. Pihak pemegang saham mayoritas cenderung tidak transparan kepada pemegang saham minoritas terhadap keadaan *financial* perusahaan yang bertujuan agar pihak minoritas tidak memprotes penggunaan pemasukan perusahaan yang dianggap kurang layak, seperti membayar gaji dan bonus yang terlalu besar. Apabila keadaan keuangan perusahaan berkembang baik, maka membuka informasi kepada pihak minoritas akan cenderung membuat pemegang saham minoritas menjual sahamnya kepada pihak mayoritas dengan harga yang mahal pada saat pihak mayoritas ingin membeli saham tersebut.

Sering terjadi benturan kepentingan antara pemegang saham minoritas dan pemegang saham mayoritas. Pemegang saham minoritas seringkali dibatasi dan tidak berdaya karena kepemilikannya yang kecil. Latar belakang tersebut menimbulkan perlunya perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas yang bertujuan untuk memberikan kompensasi, atau memberikan kompensasi jika terbukti

menderita kerugian.²⁰⁴ Perlindungan hukum pemegang saham minoritas dari dugaan kerugian direksi, dewan komisaris dan/atau pemegang saham utama suatu perseroan terbatas telah diatur dalam Undang-Undang PT.²⁰⁵

Salah satu ketentuan yang penting adalah adanya pemberian hak kepada pemegang saham minoritas yang sekurang-kurangnya mewakili 10% saham perseroan yang telah dikeluarkan untuk melakukan tindakan-tindakan sebagai berikut:

- 1) Permintaan untuk mengadakan rapat umum pemegang saham perseroan, sebagaimana diatur dalam Pasal 79 ayat (2) Undang-Undang PT;
- 2) Meminta dilakukannya pemeriksaan terhadap perseroan, apabila ada dugaan kesalahan perseroan, anggota direksi atau komisaris perseroan, yang merugikan perseroan atau pemegang sahamnya atau pihak ketiga, sebagaimana diatur dalam Pasal 138 ayat (3) Undang-Undang PT;
- 3) Mengajukan permohonan pembubaran perusahaan sesuai dengan Pasal 144 ayat (1) Undang-Undang PT;
- 4) Atas nama perseroan, mengajukan gugatan terhadap anggota direksi yang merugikan perseroan karena kelalaian atau kelalaian sebagaimana diatur dalam Pasal 97 ayat (6) Undang-Undang PT;

²⁰⁴ *Ibid*, hlm. 179.

²⁰⁵ *Ibid*.

- 5) Mewakili perseroan dalam mengajukan gugatan terhadap anggota dewan pengawas atas kerugian perseroan yang disebabkan oleh kelalaian atau kelalaiannya, yang termasuk dalam ketentuan Pasal 114 ayat (6) Undang-Undang PT.

Seluruh pemegang saham memiliki hak untuk melakukan tindakan-tindakan diantaranya mengajukan gugatan terhadap perseroan apabila mereka dirugikan karena tindakan perseroan yang tidak adil dan tanpa alasan yang wajar sebagai akibat keputusan RUPS, Direksi, Dewan Komisaris, sebagaimana diatur dalam Pasal 61 ayat (1) Undang-Undang PT; meminta kepada perseroan agar sahamnya dibeli dengan harga wajar apabila yang bersangkutan tidak menyetujui tindakan perseroan yang berupa perubahan anggaran dasar, pengalihan atau penjaminan kekayaan perseroan yang mempunyai nilai lebih dari 50% (lima puluh persen) kekayaan bersih perseroan, dan penggabungan, peleburan, pengambilalihan atau pemisahan sebagaimana telah diatur dalam Pasal 62 ayat (1) Undang-Undang PT.²⁰⁶

D. Tinjauan Mengenai Pencatatan Saham dalam Perspektif Hukum Islam

Pasar modal merupakan sumber pendanaan lain bagi perusahaan dan sarana investasi bagi investor. Implementasi dari hal tersebut adalah dapat memperoleh dana dengan menerbitkan efek yang bersifat ekuitas atau surat utang. Melihat sisi lain, investor juga dapat berinvestasi di pasar modal

²⁰⁶ *Ibid*, hlm. 180.

dengan membeli efek-efek tersebut. Kegiatan di pasar modal dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk dalam kegiatan muamalah yaitu kegiatan yang mengatur hubungan perdagangan.²⁰⁷

Sebagaimana telah diketahui bahwa transaksi efek, khususnya saham di bursa, dilakukan secara tidak langsung, tetapi melalui perantara. Transaksi ini disebut transaksi tidak langsung karena kedua pihak (penjual dan pembeli) mewakili kegiatan transaksi kepada pihak lain. Dalam literatur fiqih disebut wakalah. Artinya, secara bahasa artinya menjaga (*al-hifzu*) atau memberi kekuatan (*Al-tafwidh*). Para ulama sepakat membolehkan wakalah dalam hal jual beli, baik dengan upah maupun tidak.²⁰⁸

Salah satu produk yang dijual di pasar modal adalah saham, karena pasar modal ini merupakan salah satu alternatif pendanaan bagi perusahaan yang pada akhirnya memberikan kesejahteraan bagi masyarakat.²⁰⁹ Setelah pembeli saham membayar perusahaan, mereka menerima sertifikat saham sebagai bukti kepemilikan saham mereka, dan kepemilikan mereka dicatat dalam daftar saham perusahaan.²¹⁰ Pemegang saham suatu perusahaan adalah pemilik yang sah dan berhak atas bagian keuntungan perusahaan dalam bentuk dividen.²¹¹

Saham adalah surat berharga keuangan yang diterbitkan oleh

²⁰⁷ Ridwan Khairandy, *Op.Cit*, hlm. 7.

²⁰⁸ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah (Praktik Pasar Modal Syariah)*, CV Pustaka Setia, Bandung, 2013, hlm.12.

²⁰⁹ *Ibid*, hlm. 13.

²¹⁰ Mohd Ma'sum Billah, *Penerapan Pasar Modal Islam*, Sweet & Maxwell Asia, Malaysia, 2010, hlm. 190.

²¹¹ *Ibid*.

perusahaan saham patungan sebagai sarana untuk meningkatkan modal jangka panjang.²¹² Dengan demikian, saham dapat didefinisikan sebagai tanda kepemilikan atau tanda penyertaan seseorang atau badan dalam perusahaan.²¹³ Bentuk saham berupa selebar kertas yang menjelaskan siapa pemiliknya. Namun, sistem tanpa warkat sudah mulai diterapkan di pasar modal, dimana bentuk kepemilikan tidak lagi berupa lembaran saham yang diberi nama pemiliknya, tetapi sudah berupa *account* atas nama pemilik atau saham tanpa warkat. Dengan cara ini penyelesaian transaksi lebih cepat, tanpa melalui prosedur yang rumit dan menyulitkan.²¹⁴

Berdasarkan konsep, saham merupakan surat berharga bukti penyertaan modal kepada perusahaan dan bukti penyertaan tersebut pemegang saham berhak untuk mendapatkan dividen dari usaha perusahaan tersebut.²¹⁵ Konsep penyertaan modal dengan sistem bagi hasil usaha ini merupakan konsep yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.²¹⁶

Prinsip syariah mengadopsi konsep ini sebagai kegiatan musyarakah atau syirkah. Maka, secara konsep saham adalah salah satu efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.²¹⁷ Namun, tidak semua saham yang diterbitkan oleh perusahaan dapat disebut sebagai saham syariah. Saham dapat dikategorikan sebagai saham syariah apabila saham tersebut diterbitkan

²¹² *Ibid.*

²¹³ Khaerul Umam, *Op. Cit*, hlm. 72.

²¹⁴ Jeni Susyanti, *Pengelolaan Lembaga Keuangan Syariah*, Empat Dua, Malang, 2016, hlm. 204.

²¹⁵ *Ibid.*

²¹⁶ *Ibid*, hlm 205.

²¹⁷ Khaerul Umam, *Loc. Cit.*

oleh perusahaan publik yang secara jelas menyatakan dalam anggaran dasar bahwa kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.²¹⁸

Aturan dan norma jual beli saham tetap mengacu kepada pedoman jual beli barang pada umumnya yaitu terpenuhinya rukun, syarat, aspek, ‘an-taradhin, serta terhindar dari unsur *maysir*, *gharar*, *riba*, dan *najasyi*.²¹⁹ Allah SWT berfirman dalam surat An-Nisa ayat 29 :

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ
تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ
كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya : “Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu...”

Para ulama kontemporer bersepakat bahwa jual beli saham dibolehkan secara syariah dan hukum positif yang berlaku.²²⁰ Dengan argumentasi bahwa saham sesuai dengan terminologi yang melekat padanya, maka saham yang dimiliki oleh seseorang menunjukkan sebuah bukti kepemilikan atas perusahaan tertentu yang berbentuk aset, sehingga saham merupakan

²¹⁸ Mohd Ma'sum Billah, *Op.Cit*, hlm. 10.

²¹⁹ Dimyauddin Djuwaini, *Pengantar Fiqih Muamalah*, Pustaka Pelajar, Yogyakarta, 2008, hlm. 72.

²²⁰ *Ibid*.

cerminan kepemilikan atas aset tersebut.²²¹

Pemikiran tersebut dijadikan dasar pemikiran bahwa saham dapat diperjualbelikan sebagaimana layaknya barang. Pendapat dari Syaikh Umar bin Abdul Aziz al-Matrak (Al-Matrak, al-Riba wa al-Mu'amalat al-Mashrafiyyah menyatakan bahwa,²²²

"(Jenis kedua), adalah saham-saham yang terdapat dalam perseroan yang dibolehkan, seperti perusahaan dagang atau perusahaan manufaktur yang dibolehkan. Ber-musahamah (saling bersaham) dan ber-syarikah (berkongsi) dalam perusahaan tersebut serta menjualbelikan sahamnya, jika perusahaan itu dikenal serta tidak mengandung ketidakpastian dan ketidakjelasan yang signifikan, hukumnya boleh. Hal itu disebabkan karena saham adalah bagian dari modal yang dapat memberikan keuntungan kepada pemiliknya sebagai hasil dari usaha perniagaan dan manufaktur. Hal itu hukumnya halal, tanpa diragukan."

Secara umum konsep pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda. Perbedaan secara umum antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah.²²³

Konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur ribawi, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindari berbagai praktik spekulasi.

²²¹ Abdul Manan, *Hukum Ekonomi Syariah Dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama*, Kencana, Jakarta, 2012, hlm. 284.

²²² Fatwa DSN MUI No. 40/DSN-MUI/X/2002 Tentang Pasar Modal dan Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal.

²²³ Abdul Manan, *Loc.Cit.*

Ketentuan hukum mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek :²²⁴

1. Perdagangan efek di pasar reguler bursa efek menggunakan akad jual beli (*bai'*).
2. Akad jual beli dinilai sah ketika terjadi kesepakatan pada harga serta jenis dan volume tertentu antara permintaan beli dan penawaran jual.
3. Pembeli boleh menjual efek setelah akad jual beli dinilai sah, walaupun penyelesaian administrasi transaksi pembeliannya (*settlement*) dilaksanakan di kemudian hari, berdasarkan prinsip *qabdh hukmi*.
4. Efek yang dapat dijadikan obyek perdagangan hanya efek bersifat ekuitas sesuai prinsip syariah.
5. Harga dalam jual beli tersebut dapat ditetapkan berdasarkan kesepakatan yang mengacu pada harga pasar wajar melalui mekanisme tawar menawar yang berkesinambungan (*bai' almusawamah*).
6. Dalam perdagangan efek tidak boleh melakukan kegiatan dan/atau tindakan yang tidak sesuai dengan prinsip syariah.

²²⁴ *Ibid.*

BAB III

PENGATURAN PELAKSANAAN *BACKDOOR LISTING* DAN IMPLIKASINYA TERHADAP PERLINDUNGAN INVESTOR (PERBANDINGAN ANTARA INDONESIA DAN HONG KONG)

A. Pengaturan *Backdoor Listing* di Indonesia

Indonesia memiliki regulasi persyaratan bagi perusahaan yang ingin melantai di bursa.²²⁵ Regulasi persyaratan mengenai *Initial Public Offering* (IPO) memiliki proses yang panjang dan biaya yang mahal sebagaimana diatur dalam Keputusan Ketua Bappepam (saat ini menjadi OJK) Nomor: KEP-122/BL/2009 Tentang Tata Cara Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum. Akhirnya, perusahaan yang ingin ‘*go public*’ mencari alternatif lain salah satunya dengan menggunakan cara *backdoor listing* (pencatatan saham lewat belakang). *Backdoor listing* sering disebut sebagai *reverse takeover* (akuisisi) atau *reverse merger* (*merger*).²²⁶

Kedua alternatif ini dapat merubah perusahaan tertutup menjadi perusahaan terbuka dengan menggabungkan baik secara langsung atau tidak langsung dengan perusahaan yang sudah *go public* (baik itu dengan melakukan *merger*, akuisisi, atau penawaran lainnya).²²⁷ *Backdoor listing* tidak diperbolehkan bagi perusahaan yang memiliki orientasi bisnis perusahaan dengan tujuan mendapatkan akses ke bursa secara cepat dan

²²⁵ Agus Riyanto, “Mempertanyakan Legalitas Backdoor Listing”, terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2020/05/17/mempertanyakan-legalitas-back-door-listing/>. Diakses tanggal 14 Oktober 2022.

²²⁶ *Ibid.*

²²⁷ *Ibid.*

murah tanpa melihat peraturan atau regulasi IPO yang secara sah telah diatur.²²⁸ Apabila pelaksanaan *backdoor listing* melibatkan perusahaan terbuka yang memiliki kesamaan dalam pengoperasian perusahaan atau perusahaan di sektor dan sinergi yang sama dengan perusahaan tertutup, maka hal tersebut sering kali menjadi alasan bagi perusahaan yang hendak melakukan *backdoor listing*.²²⁹ Dengan demikian, saat itu juga perusahaan tertutup menjadi perusahaan tercatat di bursa efek dan *backdoor listing* (sering disebut *reverse merger*) memberikan kesempatan bagi pemegang saham untuk mendapatkan keseluruhan saham dari entitas publik dan memungkinkan adanya pengendalian kontrol terhadap perusahaan terbuka oleh perusahaan tertutup.²³⁰

Pelaksanaan *backdoor listing* sering terjadi sebagai alternatif IPO salah satunya di negara Hong Kong. Hong Kong termasuk dalam daftar ibukota negara yang memiliki tingkat investasi terbesar di dunia selain New York, London, Paris, dan Tokyo sehingga menarik untuk dikaji lebih mendalam. Industri *real estate* menjadi industri terbesar di negara Hong Kong.²³¹ Tidak heran jika beberapa industri *real estate* di Hong Kong melakukan aksi *backdoor listing*. Sebagai contoh, pada Oktober 2013, the Hong Kong Parkview Group Limited mengakuisisi perusahaan properti di China dari anak perusahaan Cofco Corporation dan berubah nama menjadi Cofco Land

²²⁸ Erik P. M. Vermeulen, *Op. Cit.*, hlm. 8

²²⁹ *Ibid.*

²³⁰ *Ibid.*, hlm. 3.

²³¹ Herdi Alif, "Bukan China, Ini Negara Paling Banyak Investasi di RI", terdapat dalam <https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-5745235/bukan-china-ini-negara-yang-paling-banyak-investasi-di-ri>, Diakses tanggal 20 November 2022.

Holdings Ltd.²³²

Akibat dari pelaksanaan *backdoor* yang tidak memiliki kekuatan hukum yang ketat sehingga para investor rentan terhadap penipuan dan penyalahgunaan. Indonesia perlu berkaca dari negara Hong Kong karena Hong Kong merupakan salah satu negara di Asia yang telah mengatur aktivitas *backdoor listing* dan lebih dari 1.000 perusahaan dari negara Hong Kong yang melakukan aktivitas perdagangan dan investasi di Indonesia.²³³

Saat ini tidak ada aturan '*backdoor listing*' khusus di Indonesia. Regulator (OJK) dan Bursa Efek Indonesia sengaja memilih untuk tidak segera memperkenalkan peraturan '*backdoor listing*' yang baru.²³⁴ Hal ini tidak berarti bahwa proses pelaksanaan *backdoor listing* sama sekali tidak diatur dan selalu membutuhkan lebih banyak transparansi. Peraturan memberikan gambaran umum tentang peraturan pasar modal yang berlaku untuk *backdoor listing* di Indonesia antara lain:²³⁵

1. POJK Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu
2. POJK Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka

²³² <https://www.wsj.com/articles/BL-MBB-8690>, Diakses terakhir tanggal 20 November 2022.

²³³ https://www.kominfo.go.id/content/detail/22483/investasi-indonesia-kembali-menggeliat-pada-triwulan-iii-tahun-2019/0/artikel_gpr, Diakses terakhir tanggal 20 November 2022

²³⁴ Rininta Shafira, "Tinjauan Yuridis Atas Praktik Backdoor Listing Perusahaan yang Bergerak di Bidang Pertambangan Mineral dan Batubara dalam Pasar Modal", Skripsi Sarjana Universitas Indonesia, Depok, 2015, hlm. 20.

²³⁵ Erik P.M. Vermeulen, *Op.Cit*, hlm. 7.

3. POJK Nomor 74/POJK. 04/2016 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka
 4. POJK Nomor 15/POJK. 04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham Perusahaan Terbuka
 5. POJK Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan
 6. POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha
 7. Peraturan Bappepam (OJK) X.J.1 tentang Perubahan Material Anggaran Dasar Perusahaan Tercatat
 8. Peraturan BEI No. 1-A Tentang Pencatatan Saham dan Efek Lainnya
- Transaksi *backdoor listing* di Indonesia biasanya mencakup prosedur *rights issue* untuk meningkatkan modal atau memungkinkan pemegang saham baru (pembeli siaga) untuk memperoleh kendali atas perusahaan yang sudah terdaftar.²³⁶ Pada dasarnya, perusahaan yang menerbitkan saham baru harus mengakui kewajiban Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD), di mana pemegang saham yang sudah ada memungkinkan untuk membeli saham baru dan menghindari dilusi kepemilikan saham mereka. Dengan modal baru yang diperoleh, perusahaan yang terdaftar mengakuisisi saham satu atau lebih perusahaan swasta yang dapat memicu penerapan aturan pengungkapan 'transaksi material'.²³⁷ Perubahan tujuan dan nama perusahaan

²³⁶ Velliana Tanaya dan Andreas Soetandi, "Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas dalam Transaksi *Backdoor Listing* Melalui Akuisisi di Indonesia", Fakultas Hukum UPH, Jakarta, 2014, hlm. 117.

²³⁷ *Ibid.*

yang terdaftar biasanya melengkapi daftar *backdoor*.²³⁸

Apabila peraturan yang berlaku untuk proses yang pada akhirnya mengarah pada pencatatan '*backdoor*' di Indonesia mengharuskan kepatuhan terhadap pengungkapan gaya IPO dan peraturan transparansi.²³⁹ Tentunya dapat dikatakan seperti yang saat ini dilakukan oleh regulator Indonesia bahwa regulator harus berasumsi bahwa informasi di pasar sudah cukup bagi investor untuk membuat keputusan yang dipertimbangkan dengan baik tentang investasi mereka saat ini atau di masa depan.²⁴⁰

Seperti yang telah dijelaskan di atas, peraturan yang ada di Indonesia dirancang tanpa memperhatikan *backdoor listing*, mungkin lebih baik untuk memperkenalkan peraturan khusus dan/atau peraturan lain yang secara khusus berlaku untuk *backdoor listing*. Peraturan dan regulasi khusus ini meningkatkan kepastian hukum seputar *backdoor listing*.²⁴¹ Bagaimanapun rezim *backdoor listing* khusus meningkatkan efektivitas peraturan (terutama dari perspektif investor asing) karena mendorong regulator untuk memberikan perhatian khusus pada potensi penyimpangan dan kekhawatiran yang terkait secara khusus dengan *backdoor listing*.²⁴²

Pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia mengacu pada peraturan yang sesuai dengan jenis mekanisme yang digunakan. Berbagai mekanisme tersebut meliputi *merger (reverse merger)*, akuisisi (*reverse takeover*), dan

²³⁸ *Ibid.*

²³⁹ *Ibid.*

²⁴⁰ *Ibid.*

²⁴¹ *Ibid.*

²⁴² *Ibid*, hlm. 120.

penawaran umum terbatas.²⁴³ Pertama, jika perusahaan melakukan *backdoor listing* melalui mekanisme *reverse merger*. Maka, setidaknya harus memenuhi ketentuan sebagaimana diatur dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (selanjutnya disebut dengan Undang-Undang PT) dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (selanjutnya disebut dengan POJK) Nomor 74/POJK.04/2016 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka.²⁴⁴

Kedua, jika *backdoor listing* dilakukan melalui mekanisme *reverse takeover*, maka setidaknya harus memenuhi ketentuan dalam Undang-Undang PT dan POJK Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka.²⁴⁵ Pengambilalihan pengendalian terhadap perseroan terbuka yang dilakukan oleh perseroan tertutup melalui pelaksanaan *backdoor listing* merupakan satu hal yang penting. Hal ini sama seperti yang dijelaskan oleh Andrew Ferguson dalam bukunya yang berjudul *Backdoor Listing In Australia* bahwa, “*It is important to note that a change of control in the listed entity is critical to the BDL process. Without a change of control, the transaction is simply a change in the direction and/or scale of a listed entity’s business*”.²⁴⁶

Proses ini sangat penting dalam *backdoor listing* dan proses implementasinya perlu didiskusikan lebih lanjut. Berikut ini adalah proses akuisisi perseroan terbuka yang termasuk pada prosedur *backdoor listing*:

²⁴³ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 226.

²⁴⁴ Agus Riyanto, “Mempertanyakan Legalitas Backdoor Listing”, *Loc. Cit*.

²⁴⁵ *Ibid*.

²⁴⁶ Andika Wijaya, Wida Peace Ananta, *Op. Cit*, hlm. 14.

1. Pelaksanaan rapat umum pemegang saham oleh perseroan terbuka

Suatu karakteristik dari pelaksanaan *backdoor listing* adalah dengan terjadinya sebuah penambahan modal dari perseroan yang bersifat hanya dapat dilakukan atas persetujuan dari organ RUPS.²⁴⁷ Dengan adanya RUPS yang menyetujui hal tersebut dapat dilakukan melalui beberapa pilihan yaitu RUPS tahunan atau RUPS tidak rutin.²⁴⁸

RUPS harus diselenggarakan sesuai dengan ketentuan dalam POJK Nomor 15/POJK.04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham Perusahaan Terbuka hingga anggaran dasar perseroan terbuka. RUPS ini kemudian dapat mengizinkan perseroan terbuka untuk mengungkapkan jumlah modal yang dibutuhkan, sehingga membutuhkan tambahan modal usaha.²⁴⁹ Pasal 43 angka (1) Undang-Undang PT menyatakan bahwa seluruh saham yang dikeluarkan untuk penambahan modal harus terlebih dahulu ditawarkan kepada setiap pemegang saham seimbang dengan pemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama.

Pelaksanaan *backdoor listing* yang dilakukan oleh penawaran umum terbatas, perlu memenuhi ketentuan sesuai dengan Undang-Undang Pasar Modal.²⁵⁰ Dalam Pasal 2 POJK Nomor 32/POJK.04/2015 diatur tentang Penambahan Modal Perusahaan

²⁴⁷ Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Pasal 41 ayat (1)

²⁴⁸ Gunawan Widjaja dan Wulandari Risnamanitis, *Seri Pengetahuan Pasar Modal, Go Public dan Go Private di Indonesia*, Kencana, Jakarta 2009, hlm. 45.

²⁴⁹ *Ibid.*

²⁵⁰ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 118.

Terbuka dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (selanjutnya disebut dengan HMETD) menyatakan bahwa jika perusahaan terbuka ingin melakukan penambahan modal melalui penerbitan saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya baik yang dapat dikonversikan menjadi saham atau yang memberikan hak untuk membeli saham, perusahaan terbuka tersebut wajib memberikan HMETD kepada setiap pemegang saham sesuai dengan rasio tertentu terhadap persentase kepemilikan sahamnya.

Makna dari HMETD adalah hak yang melekat pada saham yang memberikan kesempatan pemegang saham yang bersangkutan untuk membeli saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya baik yang dapat dikonversikan menjadi saham atau yang memberikan hak untuk membeli saham, sebelum ditawarkan kepada pihak lain.²⁵¹ RUPS yang dilakukan didasarkan pada bagian penting dari pelaksanaan *backdoor listing*, tidak hanya menyepakati mengenai penambahan modal saja dengan memberi HMETD namun sering kali juga diikuti dengan perubahan jajaran direksi dan/atau dewan komisaris, dan perubahan dari jenis usaha.²⁵² Perubahan yang terjadi pada 2 (dua) hal penting tersebut adalah salah satu karakteristik dari pelaksanaan *backdoor listing*.²⁵³

²⁵¹ POJK Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, Pasal 1 angka 1.

²⁵² Hamud M. Balfias, *Op. Cit*, hlm. 185.

²⁵³ *Ibid*, hlm 186.

2. Perjanjian pengalihan HMETD yang terjadi antara pemegang saham dan pembeli siaga

Penambahan modal melalui penerbitan saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya baik dapat dikonversi menjadi saham atau yang memberikan hak untuk membeli saham yang dapat dilakukan oleh perusahaan terbuka.²⁵⁴ Perusahaan terbuka wajib untuk memberikan HMETD sesuai dengan rasio terhadap kepemilikan saham.²⁵⁵ Dalam hal ini, apabila pemegang saham tidak melakukan HMETD yang terjadi haknya, maka pemegang saham dapat mengalihkan saham kepada pembeli siaga.

Perjanjian ini dibuat agar pemilik saham mayoritas kemudian tidak akan pernah melaksanakan HMETD yang dimilikinya dan kemudian terjadi peralihan kepada pembeli siaga. Perilaku investor dengan mengalihkan atau menjual HMETD diatur dalam Pasal 21 ayat (1) huruf q POJK Nomor 32/POJK.04/ 2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan HMETD ditafsirkan bahwa jika perusahaan terbuka bermaksud untuk melakukan penambahan modal yang penggunaan dananya digunakan untuk melakukan transaksi dengan nilai tertentu yang telah ditetapkan, dalam penambahan modal dimaksud wajib terdapat pembeli siaga yang menjamin untuk membeli sisa saham dan/atau efek yang bersifat

²⁵⁴ *Ibid.*

²⁵⁵ I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, Yayasan Sad Satria Bhakti, Jakarta, 2000, hlm. 160.

ekuitas lainnya paling rendah pada harga penawaran atas saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya, yang tidak dilaksanakan oleh pemegang saham HMETD.

Melalui proses peralihan HMETD yang menjadi hak seorang pemegang saham mayoritas, hal ini mengakibatkan pada pembeli siaga untuk memperoleh saham baru dari perseroan terbuka tersebut dengan nilai yang cukup besar.²⁵⁶ Dengan dilaksanakannya HMETD yang menjadi hak pemilik saham mayoritas yang dilakukan oleh pembeli siaga dipicu dapat mengubah kedudukan pembeli siaga sehingga menjadi pengendali baru atas suatu perseroan terbuka tersebut.²⁵⁷ Melalui peralihan ini, pemegang saham mayoritas akan sekaligus beralih pada pembeli siaga.²⁵⁸

3. Pelaksanaan HMETD

Pelaksanaan HMETD yang dilaksanakan sesuai dengan rasio kepemilikan saham terdahulu dapat dilakukan apabila telah membuat dan melaporkan pernyataan pendaftaran serta dokumen pendukungnya kepada OJK, dan kemudian pernyataan pendaftaran telah berubah menjadi aktif.²⁵⁹ Berbagai informasi tentang penambahan sejumlah modal perseroan terbuka melalui proses HMETD semuanya telah

²⁵⁶ James Julianto, *Surat Berharga: Suatu Tinjauan Yuridis dan Praktis*, Cetakan Kedua, Jakarta, 2014, hlm. 85.

²⁵⁷ *Ibid.*

²⁵⁸ *Ibid.*, hlm. 86.

²⁵⁹ POJK No. 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, Pasal 8 ayat (1).

tertera dalam prospektus.²⁶⁰ Proses pembelian HMETD dilakukan sesuai dengan prosedur pemesanan saham dan/atau efek yang ada dalam prospektus yang kemudian dikeluarkan oleh perseroan terbuka.²⁶¹

Keberadaan pembeli siaga sangat dibutuhkan sebagai jaminan pembelian dari sisa saham dan/atau efek yang bersifat ekuitas lainnya dengan harga yang paling rendah yaitu pada nominal penawaran atas saham dan/atau efek yang bersifat ekuitas lain dan tidak dilaksanakan oleh pemegang HMETD tersebut.²⁶² Pembeli siaga yang terkait dalam proses HMETD akan melakukan HMETD yang dimiliki oleh pemilik saham mayoritas serta membeli saham yang tersisa dari proses penawaran umum terbatas tersebut.²⁶³

Berbagai proses yang dilakukan menghasilkan perolehan saham yang baru dikeluarkan oleh perseroan terbuka cukup banyak hingga akhirnya dapat menjadikan pembeli siaga berubah status menjadi pengendali baru dari suatu perseroan terbuka.²⁶⁴ Terjadinya penambahan modal perseroan dilansir dapat memberikan kesempatan bagi investor luar sebagai pengendali baru dari suatu perseroan terbuka tersebut dengan berubah posisi sebagai pembeli siaga.²⁶⁵

²⁶⁰ Iman Sjahputra, *Seluk-Beluk Hukum Pasar Modal dan Hukum Perseroan Terbatas*, Harvarindo, Jakarta, 2011, hlm. 75.

²⁶¹ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op.Cit*, hlm. 151.

²⁶² POJK No. 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, Pasal 12.

²⁶³ Iman Sjahputra, *Op. Cit*, hlm. 76.

²⁶⁴ *Ibid.*

²⁶⁵ *Ibid.*

Pelaksanaan penambahan modal perseroan memberikan kesempatan bagi investor luar menjadi pengendali baru dari perusahaan terbuka dengan posisi sebagai pembeli siaga. Setelah terjadinya perubahan pengendalian yang terjadi melalui proses penambahan modal ini perseroan terbuka kemudian mempunyai sebuah kewajiban. Pasal 6 huruf k POJK Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta material oleh Emiten atau Perusahaan Publik menjelaskan bahwa informasi atau fakta material meliputi perubahan dalam pengendalian baik langsung maupun tidak langsung terhadap emiten atau perusahaan publik. Penjelasan berbagai tahapan di atas merupakan rangkaian pelaksanaan dari aksi *backdoor listing* yang perlu untuk diperhatikan.²⁶⁶

Seorang pembeli siaga yang terdapat pada setiap proses penambahan modal dapat memberi peluang sebagai pemegang saham mayoritas maupun pengendali baru terhadap perseroan publik.²⁶⁷ Proses pengambilalihan pengendalian perusahaan terbuka ini kemudian sebagai isu yang harus diperhatikan dalam aksi *backdoor listing* tersebut.²⁶⁸ Pasal 1 angka 11 Undang-Undang PT menjelaskan bahwa pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan tersebut.

²⁶⁶ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 121.

²⁶⁷ *Ibid.*

²⁶⁸ *Ibid.*

Pengendali memiliki saham minimal perusahaan terbuka lebih dari 50% dari seluruh saham dengan hak suara yang telah disetor penuh.²⁶⁹ Pengendali dalam perseroan publik tidak dapat dijadikan sebagai tolok ukur dari kepemilikan saham yang melampaui 50%, melainkan dengan kepemilikan saham 25% suara, maka sudah dapat dianggap mengendalikan kecuali apabila terdapat pembuktian yang sebaliknya.²⁷⁰ Maka, sesuai dengan ketentuan tersebut diatas bahwa dalam pengambilalihan terdapat beberapa pihak yang memiliki hak yang wajib mendapat perlindungan.

Isu hukum yang kerap menjadi perhatian adalah perlindungan hukum terhadap investor mengkhususkan kepada pemegang saham minoritas di setiap aksi korporasi yang terjadi.²⁷¹ Isu hukum yang berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas tentunya juga menarik dalam terjadinya *backdoor listing* karena proses ambil alih perseroan terbuka yang terdapat dalam aksi *backdoor listing* pada hakikatnya wajib untuk tidak menimbulkan kerugian bagi setiap pemilik saham.²⁷²

Kondisi hukum yang ada di Indonesia tersebut berbeda dengan Hong Kong yang telah memiliki suatu peraturan komprehensif dan menyatu terkait pengaturan *backdoor listing*. Oleh karena itu, penting

²⁶⁹ POJK Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, Pasal 1 angka 4.

²⁷⁰ Misahardi Wilamarta, *Op. Cit*, hlm. 323.

²⁷¹ William Santoso, "Backdoor Listing Strategy: Does It Matter For Performance Improvement?", *Loc.Cit*.

²⁷² *Ibid*.

untuk memahami pengaturan *backdoor listing* di Hong Kong untuk dapat mengakomodir kebutuhan hukum berkaitan dengan *backdoor listing* di Indonesia.

Undang-Undang Pasar Modal menentukan kriteria bagi suatu kegiatan yang dapat dikategorikan sebagai penawaran umum. Persyaratan tersebut meliputi adanya wilayah penawaran umum, penggunaan media, dan subjek yang dituju dalam suatu penawaran umum.²⁷³ Penawaran umum adalah kegiatan di mana emiten menerbitkan dan menjual efek kepada publik (pemodal/investor).²⁷⁴ Efek yang dijual dan ditawarkan dapat berupa efek penyertaan, efek utang atau derivatifnya.²⁷⁵

a. Pengertian Akuisisi

Akuisisi merupakan salah satu cara untuk melakukan *backdoor listing* di Indonesia, yaitu dengan mengakuisisi perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) atau dengan kata lain *backdoor listing* dapat dilakukan dengan cara mengakuisisi emiten pasar modal Indonesia.²⁷⁶ Dengan demikian, perlu diketahui mengenai apa yang dimaksud dengan akuisisi dari beberapa pendapat ahli dan Undang-Undang.

Undang-Undang PT menjelaskan bahwa pengambilalihan

²⁷³ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok....Loc. Cit.*

²⁷⁴ Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok....Loc. Cit.*

²⁷⁵ *Ibid*, hlm. 75.

²⁷⁶ Hasan Zein, “*Backdoor Listing Di Bursa Perlu Segera Diatur*”, *Bisnis Indonesia*, 1997, hlm. 7.

adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan tersebut.²⁷⁷ Dalam Pasal 1 angka 3 Peraturan Pemerintah (PP) No. 27 Tahun 1998 diatur tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas menyatakan bahwa pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh maupun sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan.

Black Law Dictionary menjelaskan pengertian akuisisi bahwa, “*The gaining of possession or control over something*”.²⁷⁸ Pendapat lain yang menjelaskan mengenai pengertian akuisisi adalah setiap perbuatan hukum untuk mengambil alih seluruh atau sebagian besar saham dan/atau aset dari perusahaan lain serta beralih pula pengendalian terhadap perusahaan target tersebut.²⁷⁹

Terdapat pengklasifikasian akuisisi sebagai alasan mengapa akuisisi dilakukan adalah sebagai berikut:²⁸⁰

- 1) Akuisisi Strategis

²⁷⁷ Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Pasal 1 angka 11.

²⁷⁸ Bryan Garner, *Black Law Dictionary, Eight Edition*, Thomson West, United States of America, 2004, hlm. 25.

²⁷⁹ Munir Fuady, “*Hukum Tentang Akuisisi, Take Over, dan LBO*”, *Op.Cit*, hlm. 3.

²⁸⁰ Munir Fuady, *Op. Cit*, hlm. 94.

Akuisisi dilakukan untuk meningkatkan produktivitas perusahaan yang diharapkan dapat meningkatkan sinergi bisnis, mengurangi risiko (akibat diversifikasi), memperluas pangsa pasar, dan meningkatkan efisiensi.

2) Akuisisi Finansial

Akuisisi finansial dilakukan dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan finansial dalam hitungan waktu relatif singkat. Akuisisi tersebut bersifat spekulatif dan dapat menguntungkan dengan membeli saham/aset murah, tetapi perusahaan target memiliki imbal hasil yang lebih tinggi.

Penjelasan mengenai pembagian akuisisi dapat memberikan penjelasan mengenai mengapa akuisisi dilakukan atau dalam konteks *backdoor listing*. Penjelasan ini memberikan gambaran mengenai mengapa perusahaan memilih jalan *backdoor listing* melalui akuisisi. Secara umum, akuisisi dapat dilakukan oleh pihak yang mengakuisisi dengan cara mengakuisisi aset dari perusahaan target atau dengan cara mengakuisisi saham dari perusahaan target.²⁸¹

Akuisisi aset adalah pada saat perusahaan melakukan akuisisi, aset yang diakuisisi oleh pihak yang mengakuisisi adalah

²⁸¹ *Ibid*, hlm. 95.

aset perusahaan target dengan/atau tanpa ikut mengambil alih seluruh kewajiban perusahaan target terhadap pihak ketiga.²⁸² Sedangkan, akuisisi saham terdapat dalam Pasal 1 ayat (11) Undang-Undang PT menyatakan bahwa pengambilalihan adalah perbuatan hukum oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk memperoleh saham dalam perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan tersebut.

Penjelasan kedua hal di atas dapat disimpulkan bahwa, terlepas dari saham yang beredar baik saham yang saat ini dipegang oleh investor atau saham yang sudah ada di perusahaan,²⁸³ maupun saham yang akan ditambahkan dalam perseroan dalam rangka menambah modal.²⁸⁴ Penambahan modal dalam pengertian Yahya Harahap menurut Pasal 41 ayat (1) Undang-Undang PT merupakan penambahan terhadap modal dasar, modal ditempatkan, dan modal disetor perseroan.

Sebagaimana pernyataan di atas terkait dengan perusahaan terbuka menjelaskan bahwa penambahan modal dapat dilakukan dengan penawaran umum terbatas (*right issue*). Di mana emiten dapat melakukan penawaran umum untuk menawarkan saham baru yang menambah jumlah saham yang telah ada melalui penawaran umum terbatas (*right issue*).²⁸⁵

²⁸² *Ibid*, hlm. 91.

²⁸³ Bryan Garner, *Op. Cit*, hlm. 145.

²⁸⁴ Yahya Harahap, *Hukum Perseroan Terbatas, Op. Cit*, hlm. 248.

²⁸⁵ Eduardus Tandelilin, *Op.Cit*, hlm. 74.

Berdasarkan POJK No. 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka mengatur bahwa setelah terjadinya pengambilalihan, pengendali baru wajib mengumumkan dalam paling sedikit 1 (satu) surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional atau situs web bursa efek dan menyampaikan kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK) paling lambat 1 (satu) hari kerja setelah terjadinya pengambilalihan; dan melakukan penawaran tender wajib kecuali terhadap saham yang dimiliki pemegang saham yang telah melakukan pengambilalihan dengan pengendali baru, yang telah mendapatkan penawaran dengan syarat dan kondisi yang sama dari pengendali baru; yang melakukan penawaran tender wajib atau penawaran tender, yang dimiliki pemegang saham utama, dan yang dimiliki oleh pengendali lain perusahaan terbuka tersebut.²⁸⁶

Keterbukaan informasi bagi investor telah memenuhi apabila perusahaan terbuka melaksanakan penawaran tender setelah terjadinya pengambilalihan sebagaimana diatur dalam Pasal 7 POJK No. 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka. Kewajaran dalam hal perolehan informasi yang benar tentang rencana penawaran tender yang diusulkan,

²⁸⁶ POJK No. 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, Pasal 7 ayat (1) huruf a dan b.

termasuk penetapan harga, tata cara penjualan efek, serta persyaratan tertentu yang dapat mengakibatkan batalnya penawaran tender.²⁸⁷ Pengendali baru perusahaan terbuka wajib untuk melakukan penawaran tender terhadap saham-saham dari pemegang saham.²⁸⁸

b. Pengertian *Merger*

Merger merupakan salah satu cara dalam melakukan *backdoor listing*. Pengaturan tersebut telah diatur dalam POJK No. 74/2016 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik Atau Emiten. Penggabungan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada yang mengakibatkan aktiva dan passiva dari perseroan yang menggabungkan diri beralih karena hukum kepada perseroan yang menerima penggabungan dan selanjutnya status badan hukum perseroan yang menggabungkan diri berakhir karena hukum.²⁸⁹

Munir Fuady menjelaskan bahwa *merger* perusahaan merupakan dua perusahaan melakukan fusi, di mana salah satu di

²⁸⁷ Iswi Hariyani, Serfianto, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal*, Visimedia, Jakarta, 2010, hlm. 174.

²⁸⁸ POJK No. 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, Pasal 7 ayat (1) huruf b.

²⁸⁹ Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Pasal 1 angka 9.

antaranya akan lenyap dibubarkan.²⁹⁰ Munir Fuady mengemukakan bahwa dalam rangka mengklasifikasikan beberapa jenis variasi *merger*, terdapat pengklasifikasiannya sebagai berikut:²⁹¹

- 1) *Merger Sederhana*
Penggabungan dilakukan dengan prosedur di mana suatu perusahaan *merger* ke perusahaan lain dan salah satu di antaranya melebur, dan seluruh aktiva dan pasiva perusahaan yang melebur beralih ke perusahaan yang bertahan.
- 2) *Merger Praktis*
Penggabungan terjadi tidak dengan pembayaran tunai dari harga saham perusahaan target, melainkan terjadi pertukaran saham dengan pengambil alih.
- 3) *Merger segitiga*
Perusahaan yang mengambil alih membentuk anak perusahaan dengan 100% saham milik induk perusahaan, dan anak perusahaan tersebut meleburkan diri dengan perusahaan target, namun saham yang diperoleh perusahaan target merupakan saham dari perusahaan induk.
- 4) *Merger anak induk*
Pelaksanaan *merger* yang dilakukan oleh anak perusahaan dengan induknya dan salah satu di antara mereka akan bubar.
- 5) *Merger de facto*
Penggabungan dimana suatu transaksi dilakukan dengan tidak menyebutkan bahwa yang sedang dilakukan adalah *merger*, tetapi membawa akibat seperti halnya dilakukan *merger*.

Pelaksanaan *merger* yang dilakukan oleh perseroan menimbulkan tiga (3) akibat hukum. Pertama, akibat hukum terhadap aktiva dan pasiva, di mana aktiva dan pasiva perseroan yang menggabungkan diri karena hukum beralih sepenuhnya

2. ²⁹⁰ Munir Fuady, *Hukum Tentang Merger*, PT Citra Aditya Bakti, Bandung, 2002, hlm.

²⁹¹ Munir Fuady, *Hukum Tentang Merger*, *Op. Cit*, hlm. 90-99.

kepada perseroan yang menerima penggabungan.²⁹² Kedua, akibat hukum kepada pemegang saham, di mana setelah terjadinya penggabungan, pemegang saham yang menggabungkan diri demi hukum menjadi pemegang saham pada perseroan yang menjadi perusahaan target dalam *merger*.²⁹³ Ketiga, akibat hukum kepada perseroan yang menggabungkan diri adalah mengenai status badan hukum perseroan yang menggabungkan diri, yakni perseroan yang menggabungkan diri berakhir statusnya sebagai badan hukum dan berakhirnya status tersebut terhitung sejak tanggal *merger* mulai berlaku.²⁹⁴

Penjelasan mengenai *merger* di atas dapat disimpulkan bahwa *merger* terbagi menjadi dua yaitu perusahaan yang bubar dan perusahaan yang bertahan.²⁹⁵ Pelaksanaan *backdoor listing* dapat dilakukan dengan cara *merger* oleh perusahaan terbuka.²⁹⁶ Oleh karena itu, terdapat beberapa persyaratan dalam Pasal 5 POJK No. 74/ POJK. 04/2016 diatur tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka menyatakan bahwa direksi perusahaan terbuka yang akan melakukan penggabungan usaha atau peleburan usaha wajib membuat pernyataan kepada Otoritas Jasa Keuangan dan Rapat Umum

²⁹² Yahya Harahap, *Hukum Perseroan Terbatas, Op. Cit*, hlm. 485.

²⁹³ Yahya Harahap, *Hukum Tentang Merger, Loc. Cit.*

²⁹⁴ *Ibid.*

²⁹⁵ *Ibid.*

²⁹⁶ Yahya Harahap, *Hukum Tentang Merger, Loc. Cit.*

Pemegang Saham; penggabungan usaha atau peleburan usaha dilakukan dengan memperhatikan kepentingan perusahaan, masyarakat dan persaingan sehat dalam melakukan usaha, serta ada jaminan tetap terpenuhinya hak pemegang saham dan karyawan.

Pasal 8 POJK No. 74/POJK.04/2016 mengatur tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka menjelaskan bahwa perusahaan terbuka yang melakukan penggabungan usaha atau peleburan usaha wajib mengumumkan ringkasan rancangan penggabungan usaha atau peleburan usaha kepada masyarakat paling lambat pada akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah diperolehnya persetujuan dewan komisaris dan 30 (tiga puluh) hari sebelum pemanggilan Rapat Umum Pemegang Saham. Pengumuman paling sedikit memuat informasi bahwa rancangan penggabungan usaha atau peleburan usaha tersebut belum mendapatkan pernyataan efektif dari Otoritas Jasa Keuangan dan belum memperoleh persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham.

c. Pengertian Penawaran Umum Terbatas (*Right Issue*)

Pemberian *right issue* kepada para pemegang saham lama (*existing shareholders*) pada dasarnya bersifat wajib bagi perusahaan terbuka yang hendak melakukan penambahan modal

melalui penerbitan efek bersifat ekuitas.²⁹⁷ HMETD adalah hak yang melekat pada saham yang memberikan kesempatan pemegang saham yang bersangkutan untuk membeli saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya baik yang dapat dikonversikan menjadi saham atau yang memberikan hak untuk membeli saham, sebelum ditawarkan kepada pihak lain.²⁹⁸

Pasal 2 POJK No. 32/ POJK.04/2015 mengatur tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu menyatakan bahwa perusahaan terbuka bermaksud melakukan penambahan modal melalui penerbitan saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya baik yang dapat dikonversi menjadi saham atau yang memberikan hak untuk membeli saham, perusahaan terbuka tersebut wajib memberikan HMETD kepada setiap pemegang saham sesuai dengan rasio tertentu terhadap persentase kepemilikan sahamnya. Philippe Espinasse menyatakan bahwa dalam *right issue*, pemegang saham yang ada dalam perusahaan diberikan hak untuk membeli saham baru tersebut sesuai proporsi kepemilikannya, tetapi tidak diwajibkan untuk membeli saham baru tersebut.²⁹⁹

Kewajiban untuk memberikan *right issue* dapat

²⁹⁷ Hamud M. Balfas, *Op. Cit*, hlm. 119.

²⁹⁸ POJK No. 32/ POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, Pasal 1.

²⁹⁹ Philippe Espinasse, *IPO: A Global Guide*, Hong Kong University Press, Hong Kong, 2011, hlm. 197.

dikecualikan hanya dalam hal perusahaan terbuka mengeluarkan saham berupa:³⁰⁰

- 1) Saham bonus merupakan dividen saham sebagai hasil dari saldo laba yang dikapitalisasi menjadi modal; dan/atau
- 2) Saham bonus yang bukan merupakan dividen saham sebagai hasil dari agio saham atau unsur ekuitas lainnya yang dikapitalisasi menjadi modal.

Pemberian *right issue* pada dasarnya adalah tindakan akuisisi oleh perseroan terbuka yang kemudian telah dilakukan pengambilalihan oleh perseroan tertutup (pembeli siaga yang terdapat pada penawaran umum terbatas) kepada perseroan tertutup yang lainnya yang masih mempunyai sebuah hubungan afiliasi dengan suatu perseroan tertutup (pengendali perseroan terbuka).³⁰¹ Penawaran umum terbatas umumnya dilaksanakan oleh perseroan terbuka untuk memberikan isyarat aksi akuisisi terhadap sebuah perseroan tertutup.³⁰² Aksi akuisisi yang menjadi pelengkap aksi *backdoor listing* ini kemudian direncanakan oleh perseroan terbuka yang memiliki tujuan untuk menambah jumlah pendapatan serta memperkuat lajur usaha pada perusahaan.³⁰³

Aksi akuisisi ini telah tertuang pada prospektus penawaran umum terbatas termasuk dalam tujuan utama dari pengelolaan

³⁰⁰ Andika Wijaya, Wida Peace Ananta, *Op. Cit*, hlm. 186-187.

³⁰¹ Nindyo Pramono, *Op. Cit*, hlm. 188.

³⁰² *Ibid*, hlm. 189.

³⁰³ *Ibid*.

dana tersebut. Pasal 13 huruf a angka 2 POJK No. 31/POJK.04/2015 mengatur tentang Keterbukaan Atas Informasi Atau Fakta Material Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik menjelaskan bahwa dalam hal penggunaan dana untuk tujuan pembelian saham atau akuisisi atau penyertaan dalam perusahaan lain, informasi yang harus diungkapkan meliputi uraian singkat mengenai alasan dan pertimbangan dilakukannya pembelian saham atau akuisisi atau penyertaan dalam perusahaan lain, nama pihak penjual, kegiatan usaha dari perusahaan lain yang sahamnya akan dibeli dan status dari pembelian saham atau akuisisi atau penyertaan dalam perusahaan lain tersebut, serta sifat hubungan afiliasi (jika ada). Maka, perlu dilaksanakan sebuah pengungkapan yang jelas tentang hubungan afiliasi antara pembeli siaga serta perseroan tertutup yang akan melakukan proses akuisisi.³⁰⁴

Melalui proses akuisisi ini pembeli siaga diharapkan tetap menjadikan perseroan tertutup tersebut menjadi anak perusahaannya dengan jalan kepemilikan tidak langsung melalui perseroan terbuka tersebut.³⁰⁵ Akibat terlaksananya aksi akuisisi terhadap perseroan tertutup, maka perseroan terbuka berkewajiban atas dasar Pasal 6 ayat (3) POJK Nomor

³⁰⁴ Rudhy Prasetya, *Perseroan Terbatas: Teori dan Praktik*, Cetakan Ketiga, Sinar Grafika, Jakarta, 2014, hlm. 122.

³⁰⁵ *Ibid*

30/POJK.04/2015 mengenai Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum menjelaskan bahwa tanggung jawab realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum wajib paling sedikit mengungkapkan: a. seluruh dana yang diperoleh; b. jumlah biaya yang telah dikeluarkan dalam rangka pelaksanaan penawaran umum; c. dana yang telah direalisasikan dan peruntukannya; d. dana yang masih tersisa dan alasan belum direalisasikan.

B. Pengaturan *Backdoor Listing* di Hong Kong

The Securities and Futures Commission (SFC) dan *The Stock Exchange Hong Kong* (SEHK) telah bekerja sama dalam membuat regulasi khusus terhadap pelaksanaan *backdoor listing* di negara Hong Kong.³⁰⁶ Pandangan ini didukung oleh studi empiris dan provokatif yang menunjukkan bahwa perusahaan di negara China yang melakukan *go public* di Amerika Serikat dengan melakukan penggabungan bersama *public shell company* (yaitu perusahaan publik yang melakukan aktivitas ilegal penipuan dengan cara menawarkan obligasi kepada investor) guna mengungguli perusahaan di Amerika Serikat dengan cara menggunakan pintu belakang (*backdoor*) untuk mengejar pencatatan (*listing*) di bursa efek.³⁰⁷

Khususnya, perusahaan di negara China yang melakukan *reverse merger* dengan perusahaan yang sama di sana kurang memiliki pengaruh

³⁰⁶ Benjamin A. Templin, "Chinese Reverse Mergers, Accounting Regimes, and the Rule of Law in China", *Thomas Jefferson Law Review*, Vol. 34, 2011, hlm. 19.

³⁰⁷ *Ibid.*

yang besar dan keuntungan yang besar.³⁰⁸ Studi tersebut berpendapat bahwa pandangan negatif seputar *backdoor listing* dan *shell activities*, maka regulator di Hong Kong perlu mengatur kebijakan khusus agar tidak terpengaruh pada kualitas pasar, reputasi pasar, dan kepercayaan investor. SEHK menerbitkan *Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria, and Other Rule Amendments* (selanjutnya disebut dengan *Consultation Paper*).³⁰⁹

Backdoor listing melibatkan transaksi atau pengaturan yang disusun untuk mencapai target pencatatan aset dengan menghindari persyaratan yang berlaku sebagai pemohon pendaftaran baru, termasuk kriteria pencatatan perdana berdasarkan *the Listing Rules* (peraturan pencatatan) seperti kesesuaian untuk pencatatan, kriteria kelayakan keuangan, kepentingan umum dalam perusahaan yang memadai dan kewajiban dalam hal persyaratan prinsip keterbukaan (*full disclosure*) dan uji tuntas (*due diligence*).³¹⁰ Dengan demikian, *backdoor listing* sering dikaitkan dengan aset dengan kualitas yang lebih rendah atau dengan masalah kesesuaian sehingga berpotensi merusak integritas, kualitas pasar, dan kepercayaan investor.³¹¹

Faktor-faktor yang dipertimbangkan oleh SFC dalam melaksanakan

³⁰⁸ Erik P. M. Vermeulen, *Op. Cit*, hlm. 27.

³⁰⁹ HKEX, "Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria, And Other Rule Amendments", terdapat dalam <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Consultation-Paper/cp201806.pdf>, diakses tanggal 07 November 2022.

³¹⁰ Securities and Future Commission, "Statement on the SFC's approach to backdoor listing and shell activities", terdapat dalam <https://www.sfc.hk/en/News-and-announcements/Policy-statements-and-announcements/Statement-on-the-SFCs-approach-to-backdoor-listings-and-shell-activities>, diakses pada tanggal 12 Desember 2022.

³¹¹ *Ibid.*

wewenangannya di bawah *the Securities and Futures (Stock Market Listing) Rules* (SMLR) dalam kasus-kasus yang melibatkan *backdoor listing* dan aktivitas *shell*.³¹² SFC akan memperhatikan fakta dan keadaan dari setiap kasus termasuk apakah ada tanda bahaya yang menunjukkan kemungkinan skema yang dirancang untuk menyesatkan regulator dan/atau publik yang berinvestasi atau untuk menghindari aturan yang berlaku serta menunjukkan bentuk-bentuk pelanggaran serius lainnya telah atau akan dilakukan.

Consultation paper berisi rincian tanggapan pasar yang telah dimodifikasi oleh SEHK terhadap regulasi maupun praktik dari *backdoor listing* di bursa efek Hong Kong yang terjadi hingga pertengahan tahun 2018.³¹³ *Consultation paper* tersebut juga memuat rincian rencana SEHK untuk mengamandemen aturan terkait *backdoor listing* dan kemudian resmi berlaku pada 1 Oktober 2019.³¹⁴ SEHK memuat penjelasan mengenai *backdoor listing* dan dapat dikategorikan sebagai *reverse takeover* (selanjutnya disebut dengan RTO).

1. Amandemen definisi *reverse takeover* (RTO)

Berdasarkan aturan 14.06B yang telah diamandemen pada tanggal 1 Oktober 2019, mendefinisikan RTO sebagai akuisisi atau serangkaian akuisisi aset oleh emiten yang terdaftar dengan kata lain

³¹² *Ibid.*

³¹³ Baker McKenzie, "Stock Exchange of Hong Kong Publishes New Rules to Regulate Backdoor Listings and Shell Activities", terdapat dalam https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/08/2019160_conclusion-backdoor-listings-and-shell-activities-2019.pdf?la=en, diakses pada 07 November 2022.

³¹⁴ HKEX, "Consultation Conclusions on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria, And Other Rule Amendments", terdapat dalam [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Conclusions-\(July-2019\)/cp201806cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Conclusions-(July-2019)/cp201806cc.pdf), diakses tanggal 07 November 2022.

merupakan bagian dari transaksi dan/atau pengaturan atau serangkaian transaksi dan/atau pengaturan sebagai upaya untuk memperoleh target akuisisi dan cara untuk menggagalkan persyaratan bagi pemohon baru yang diatur dalam Bab 8 *Main Board Listing Rules* (peraturan pencatatan). Catatan 1 (*Note 1*) pada aturan ini menetapkan faktor-faktor yang menjadi pertimbangan bursa dalam menilai apakah akuisisi atau serangkaian akuisisi merupakan transaksi RTO. Berdasarkan *Rule 14.06 (6)* yang belum diamandemen mendefinisikan RTO bahwa:

“Rule 14.06(6) applies to treat as a reverse takeover (RTO) an acquisition or a series of acquisitions of assets (the target) which, in the opinion of the Exchange, constitutes (or is part of a series of transactions or arrangements which constitutes) an attempt to achieve a listing of the assets to be acquired and a means to circumvent the requirements for new applicants under the Rules (the principle based test)”.³¹⁵

RTO dapat dikategorikan sebagai 2 (dua) spesifik bentuk di antaranya: a. akuisisi atau serangkaian akuisisi aset yang sangat substansial di mana ada atau yang akan mengakibatkan perubahan kendali (sebagaimana didefinisikan dalam pasal pengambilalihan); b. akuisisi aset bersifat substansial (secara individual atau bersama-sama) dari pemegang saham pengendali baru dan menghubungkan dalam kurun waktu 24 bulan setelah perubahan kendali (sebagaimana

³¹⁵ HKEX, “Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria, And Other Rule Amendments”, terdapat dalam <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Consultation-Paper/cp201806.pdf>, diakses tanggal 07 November 2022.

didefinisikan dalam pasal pengambilalihan.³¹⁶

Consultation paper menjelaskan temuan yang dilakukan oleh SEHK terkait aktivitas bursa efek pada beberapa tahun terakhir mencatat peningkatan aktivitas pasar dalam pelaksanaan *backdoor listing*.³¹⁷ Kemudian, SEHK juga menyempurnakan dan mengkodifikasi *Guidance on Application of the Reverse Takeover Requirements* yang terakhir diamandemen pada tahun 2018, dengan lebih merincikan enam faktor untuk menilai akuisisi aset emiten yang terdaftar tanpa pencatatan baru.³¹⁸

Pertama, SEHK akan mengukur terjadinya akuisisi terhadap ukuran perusahaan tercatat.³¹⁹ Kedua, SEHK akan melihat perubahan mendasar dalam bisnis utama perusahaan dan bisnis utama perusahaan tercatat.³²⁰ Apabila perusahaan tercatat melakukan akuisisi dengan ukuran atau nilai yang signifikan, maka bisnis utama yang telah dicatatkan sebelumnya berpotensi untuk bergeser ke bidang usaha lain setelah transaksi. Hal ini tentunya menjadikan transaksi tersebut sebagai sarana untuk mencapai pencatatan baru bagi bidang bisnis.

Ketiga, skala bisnis perusahaan yang tercatat sebelum melakukan

³¹⁶ https://en-rules.hkex.com.hk/pdfmanipulate?/sites/default/files/net_file_store/GL104-19.pdf, Diakses tanggal 6 Desember 2022

³¹⁷ Charltons, “New Listing Rules on Backdoor Listings Effective 1 October”, terdapat dalam <https://www.charltonslaw.com/new-listing-rules-on-backdoor-listings-effective-1-october/>, diakses tanggal 18 November 2022.

³¹⁸ HKEX, “Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria, And Other Rule Amendments”, terdapat dalam <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Consultation-Paper/cp201806.pdf>, diakses tanggal 07 November 2022.

³¹⁹ *Ibid.*

³²⁰ *Ibid.*

akuisisi.³²¹ Hal ini perlu dilihat apakah aktivitas perusahaan memadai dan dapat bertahan secara berkelanjutan. Keempat, SEHK akan menilai kualitas aset yang diperoleh suatu perusahaan tercatat. Hal ini ditujukan untuk menilai apakah perusahaan target yang akan diakuisisi merupakan perusahaan yang baru beroperasi atau perusahaan yang menjalankan kegiatan usaha secara ilegal.

Kelima, terdapatnya perubahan kendali atas perusahaan tercatat.³²² Terakhir, terdapat transaksi atau tindakan lain yang bersama dengan proses akuisisi akan membentuk rangkaian transaksi untuk menyelesaikan proses akuisisi.³²³ Berkaitan dengan serangkaian transaksi atau tindakan lain yang bersama dengan proses akuisisi tersebut, SEHK secara tegas melarang perusahaan tercatat untuk menjual aset utama atau kepemilikan saham secara berturut-turut dalam kurun waktu 36 bulan yang jika dipandang secara satu kesatuan sebagai upaya akuisisi guna meluncurkan praktik *backdoor listing*.³²⁴

SEHK memutuskan transaksi atau serangkaian transaksi tersebut sebagai tindakan *backdoor listing* dengan menerapkan *Guidance on Application of the Reverse Takeover Requirements*, maka perusahaan target akan diperlakukan seolah-olah sebagai pemohon *listing* baru, sehingga perusahaan tersebut harus memenuhi semua persyaratan

³²¹ *Ibid.*

³²² *Ibid.*

³²³ *Ibid.*

³²⁴ *Ibid.*

pencatatan baru.³²⁵ Dengan terpenuhinya keenam faktor, SEHK kemudian harus memutuskan bahwa transaksi tersebut merupakan tindakan *backdoor listing*, sehingga perusahaan target akan diperlakukan seolah-olah sebagai pemohon pencatatan baru dan dilanjutkan kepada pemenuhan persyaratan pencatatan baru, seperti pada perusahaan biasa.³²⁶ Selanjutnya, hal ini kemudian akan memberikan kualitas maupun kuantitas informasi yang dibutuhkan bukan hanya bagi regulator dan bursa semata, melainkan terhadap para investor yang akan berinvestasi, sehingga menjadikan berbagai permasalahan yang dapat ditimbulkan dari praktik *backdoor listing* dapat dicegah.

2. Perubahan *the bright line tests* (dapat diartikan sebagai aturan yang jelas, dapat diprediksi, menghindari ambiguitas, dan konsisten dalam penerapannya) mengenai RTO di Hong Kong

Tabel 3. 1
Perbandingan antara peraturan lama dan peraturan terbaru
mengenai RTO di Hong Kong

Peraturan Lama	Peraturan Baru
----------------	----------------

³²⁵ Hong Kong, Hong Kong Exchanges and Clearing Main Board Rule tentang Main Board Listing Rule, Chapter 14, Art 14.06B, notes: (f).

³²⁶ *Ibid*, Chapter 8

<p><i>The bright line tests</i> 14.06 (6) (a) dan (b) mengacu pada dua bentuk spesifik RTO :³²⁷</p> <p>a. akuisisi atau serangkaian perolehan aset akuisisi bersifat sangat besar baik yang akan mengakibatkan perubahan kendali (sebagaimana didefinisikan dalam pasal pengambilalihan) dari emiten yang terdaftar; atau</p> <p>b. akuisisi aset dari pemegang saham yang baru masuk atau dari pihak lain dalam waktu 24 bulan setelah masuk pemegang saham baru memperoleh kendali (sebagaimana didefinisikan dalam pasal</p>	<p><i>The bright line tests</i> sebelumnya masih dipertahankan dan diberi penomoran ulang sebagai <i>Note 2 to Rule</i> 14.06B. Periode penggabungan berdasarkan Aturan 14.06(6)(b) akan diperpanjang dari 24 bulan menjadi 36 bulan.</p> <p>Aturan pencatatan menetapkan <i>the bright line tests</i> untuk 2 (dua) jenis RTO tertentu yang merupakan transaksi yang melibatkan perubahan kendali dari emiten yang tercatat yang mana melakukan akuisisi dengan skala besar (<i>very substantial acquisition</i>) yaitu akuisisi di mana rasio persentase adalah 100% atau lebih dari pemegang saham pengendali yang baru bergabung pada saat perubahan</p>
--	--

³²⁷ Baker McKenzie, “Stock Exchange of Hong Kong Publishes New Rules to Regulate Backdoor Listings and Shell Activities, terdapat dalam https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/08/2019160_conclusion-backdoor-listings-and-shell-activities-2019.pdf?la=en, Diakses tanggal 17 November 2022.

pengambilalihan), baik secara sendiri-sendiri atau bersama-sama dengan akuisisi yang sangat besar.	pengendalian dalam jangka waktu 36 bulan.
--	---

3. *The bright line tests* telah membatasi disposal dengan beberapa perubahan

Berdasarkan Peraturan 14.06E, tidak boleh ada pengalihan baik keseluruhan atau sebagian materiil dari emiten yang sudah ada atau dalam jangka waktu 36 bulan sejak perubahan kendali (sebagaimana didefinisikan dalam pasal pengambilalihan), kecuali jika grup perusahaan yang masih bertahan telah memenuhi uji laba, atau uji kapitalisasi pasar/pendapatan/*cash flow* yang ditetapkan dalam Bab 8 Peraturan Pencatatan (jika gagal, emiten yang tercatat akan dianggap sebagai pemohon pencatatan baru).³²⁸

Peraturan 14.06E lebih lanjut memberikan keleluasaan kepada bursa untuk menerapkan pembatasan disposal terhadap emiten pada saat ini atau dalam jangka waktu 36 bulan sejak perubahan kendali *de*

³²⁸ Baker McKenzie, “Stock Exchange of Hong Kong Publishes New Rules to Regulate Backdoor Listings and Shell Activities, terdapat dalam https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/08/2019160_conclusion-backdoor-listings-and-shell-activities-2019.pdf?la=en, Diakses tanggal 17 November 2022.

facto. Jika bursa menganggap bahwa disposal yang telah direncanakan merupakan bagian dari serangkaian transaksi/pengaturan guna menghindari persyaratan pencatatan yang berlaku untuk pemohon baru.³²⁹

Implikasinya adalah tidak hanya rencana akuisisi yang akan ditinjau, tetapi juga semua transaksi sebelumnya pada saat akuisisi yang dilakukan oleh emiten dalam waktu 36 bulan sejak perubahan kendali atau kendali *de facto*. Bursa telah mengatur secara eksplisit dalam *Guidance Letter* 104-19 bahwa akan menerapkan aturan ini pada serangkaian transaksi yang melibatkan emiten yang mengembangkan perusahaan baru melalui aktivitas *greenfield* (di mana perusahaan induk membuat anak perusahaan di negara lain, mengembangkan usahanya dari bawah ke atas) setelah terjadi perubahan kendali dengan tujuan untuk menjalankan bisnis baru melalui emiten yang terdaftar dan menghindari persyaratan pencatatan baru.³³⁰

4. *The bright line tests* telah mengkodifikasikan *extreme very substantial acquisition (extreme VSA)*

Tabel 3. 2

Perbandingan antara peraturan lama dan peraturan terbaru mengenai *Extreme VSA* di Hong Kong

Peraturan Lama	Peraturan Baru
----------------	----------------

³²⁹ *Ibid.*

³³⁰ *Ibid.*

<p>Berdasarkan <i>Guidance Letter</i> GL 78-14, sebuah transaksi dapat dikatakan sebagai <i>Extreme VSA</i> di mana SEHK telah menganggap transaksi “ekstrim” yang mengacu pada 6 (enam) kriteria yang telah ditetapkan dalam <i>principle based test</i> (dapat diartikan sebagai aturan lama/ aturan dasar). Namun, emiten yang terdaftar dapat menunjukkan bahwa perusahaan target memenuhi kelayakan dan kesesuaian untuk persyaratan pencatatan baru berdasarkan Bab 8. Transaksi ekstrim memiliki efek guna mencapai pencatatan target akuisisi sehingga bursa menganggap perlu bagi emiten untuk memberikan informasi di mana emiten diharuskan untuk: a) menerbitkan surat edaran yang mengikuti persyaratan VSA; b) menunjuk penasihat keuangan</p>	<p>Berdasarkan Peraturan 14.06C, persyaratan tambahan akan dikenakan pada emiten yang mengajukan transaksi ekstrim:</p> <p>a) Penerbit telah berada di bawah kendali atau kendali <i>de facto</i> dari seseorang atau sekelompok orang dalam jangka waktu yang lama (biasanya tidak kurang dari 36 bulan) sebelum transaksi diusulkan dan transaksi yang diusulkan tidak akan mengakibatkan perubahan kendali atau kendali <i>de facto</i>; atau</p> <p>b) Penerbit telah menjalankan perusahaan utama atau induk dengan ukuran besar dan berkelanjutan setelah transaksi. Hal ini dapat mencakup emiten dengan pendapatan tahunan atau nilai total aset sebesar HK\$1</p>
--	--

<p>untuk melakukan uji tuntas pada target akuisisi yang harus menyerahkan kepada bursa dalam pernyataan yang telah ditentukan dan mengkonfirmasi bahwa selain yang diungkapkan dalam surat edaran tidak ada permasalahan material yang berkaitan dengan transaksi ekstrim yang harus diungkapkan.³³¹</p>	<p>miliar atau lebih berdasarkan laporan keuangan terbaru yang telah dipublikasikan.³³²</p>
---	--

5. Praktik *backdoor listing* melalui penerbitan sekuritas dengan skala besar

Tabel 3. 3

Perbandingan antara peraturan lama dan peraturan terbaru mengenai praktik *backdoor listing* melalui penerbitan sekuritas dengan skala besar di Hong Kong

³³¹ *Ibid.*

³³² *Ibid.*

Peraturan Lama	Peraturan Baru
<p><i>Guidance Letter</i> GL84-15 menjelaskan keadaan di mana SEHK menerapkan aturan perusahaan tercatat untuk melarang penerbitan surat berharga berskala besar di mana dana yang terkumpul akan digunakan untuk memulai tindakan <i>greenfield</i> (di mana perusahaan induk membuat anak perusahaan di negara lain, mengembangkan usahanya dari bawah ke atas). Menurut pendapat SEHK, merupakan sarana guna menghindari pencatatan sebagai pendaftar baru untuk mencapai pencatatan selanjutnya melalui tindakan <i>greenfield</i>.³³³</p>	<p>Praktik yang serupa berdasarkan <i>Guidance Letter</i> GL84-15 akan dikodifikasikan dengan beberapa perubahan sebagaimana terdapat dalam Peraturan No. 14.06D yang menyatakan bahwa peraturan baru ini bertujuan untuk diterapkan pada penerbitan sekuritas berskala besar dengan menawarkan sejumlah uang yang diajukan oleh emiten yang terdaftar baik yang sudah ada atau yang akan mendatang untuk dilakukan, di mana mengakibatkan perubahan kendali terhadap emiten dan hasilnya akan digunakan untuk mengakuisisi dan/atau mengembangkan perusahaan baru yang diperkirakan akan jauh lebih besar daripada perusahaan emiten yang sebelumnya sudah ada. Dampak dari pengusulan ini adalah untuk mencapai</p>

³³³ Baker McKenzie, “Stock Exchange of Hong Kong Publishes New Rules to Regulate Backdoor Listings and Shell Activities, terdapat dalam https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/08/2019160_conclusion-backdoor-listings-and-shell-activities-2019.pdf?la=en, Diakses tanggal 17 November 2022.

	pencatatan perusahaan baru yang tidak memenuhi persyaratan pencatatan yang baru. ³³⁴
--	---

6. Persyaratan tambahan mengenai RTO dan *extreme transaction*

Persyaratan tambahan berikut dikenakan pada transaksi yang diklasifikasikan sebagai RTO dan transaksi ekstrim (*extreme transaction*).³³⁵ Transaksi ekstrim dilakukan oleh emiten di mana target akuisisi harus memenuhi persyaratan kesesuaian dan persyaratan rekam jejak pencatatan baru dan grup yang diperbesar harus memenuhi semua persyaratan pencatatan baru selain persyaratan rekam jejak.³³⁶ Penerbit harus memberikan informasi yang cukup kepada bursa untuk menunjukkan bahwa persyaratan ini telah terpenuhi. Hal ini dapat berupa draft surat edaran yang berisi semua informasi material.

Lebih lanjut, sesuai dengan Peraturan 14.53A, untuk melakukan transaksi ekstrim, emiten harus mematuhi persyaratan untuk akuisisi yang sangat besar sebagaimana ditetapkan dalam Peraturan 14.48 hingga 14.53 (termasuk persyaratan untuk mendapatkan persetujuan pemegang saham dalam RUPS) dan menunjuk penasihat keuangan untuk melakukan uji tuntas terhadap target akuisisi serta memberikan deklarasi dalam bentuk pernyataan dalam bentuk surat edaran atau

³³⁴ *Ibid*

³³⁵ Baker McKenzie, "Stock Exchange of Hong Kong Publishes New Rules to Regulate Backdoor Listings and Shell Activities, *Loc. Cit.*

³³⁶ *Ibid*

memberikan deklarasi dalam bentuk lain yang ditetapkan dalam lampiran 29 pada *Main Board Listing Rules*. Bursa dapat memutuskan bahwa transaksi tersebut dikatakan sebagai RTO jika emiten gagal memberikan informasi yang cukup untuk menunjukkan bahwa persyaratan telah terpenuhi; penasihat keuangan tidak dapat memberikan pernyataan; informasi tambahan menunjukkan bahwa target akuisisi tidak dapat memenuhi persyaratan kesesuaian dan persyaratan rekam jejak pencatatan baru; atau jika ada kekhawatiran lain tentang pengelakan persyaratan pencatatan baru.³³⁷

Emiten dalam hal melakukan RTO akan diperlakukan seolah-olah sebagai pemohon pencatatan baru.³³⁸ Terdapat persyaratan tambahan bagi emiten yang ingin melakukan RTO di antaranya: 1) target akuisisi harus memenuhi persyaratan kesesuaian, persyaratan rekam jejak pencatatan baru, dan grup yang diperbesar harus memenuhi semua persyaratan pencatatan baru; 2) jika emiten yang tercatat terjadi kegagalan dalam menjalankan usaha tetapi memiliki potensi untuk berhasil dan aset nilai yang memadai yang mendukung kegiatan usaha demi menjamin keberlanjutan pencatatan sekuritasnya, maka bursa harus percaya bahwa akan ada minat publik yang memadai dalam bisnis target akuisisi dan grup yang diperbesar; 3) emiten yang tercatat harus

³³⁷ Mayer Brown, "The New Hong Kong Backdoor Listing Rules (Part 1) – Impact on Acquisitions by Hong Kong Listed Companies", terdapat dalam https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/09/190927_hkg_corpsec_part1.pdf, diakses tanggal 12 Desember 2022

³³⁸ *Ibid*

mematuhi persyaratan pemberitahuan dan pengumuman untuk semua transaksi yang ditetapkan dalam Peraturan 14.34 hingga 14.37; dan 4) pemegang saham harus menyetujui transaksi tersebut dalam RUPS.³³⁹

Bursa mengetahui informasi yang menunjukkan bahwa transaksi tersebut merupakan sarana guna menghindari persyaratan pencatatan baru, bursa perlu mewajibkan kepada emiten untuk membuktikan bahwa target akuisisi telah memenuhi semua persyaratan pencatatan baru sebagaimana yang ditetapkan dalam Bab 8 dari *Main Board Listing Rules*. Jika target akuisisi gagal memenuhi persyaratan rekam jejak pencatatan yang baru karena perubahan dalam kepemilikan dan manajemen semata-mata sebagai akibat dari akuisisi oleh emiten. Bursa dapat mempertimbangkan untuk memberikan pengecualian dari persyaratan mutlak untuk memenuhi persyaratan rekam jejak pencatatan yang baru.³⁴⁰

Persyaratan untuk RTO dan transaksi ekstrim yang melibatkan serangkaian transaksi dan/atau pengaturan dan persyaratan rekam jejak harus dipenuhi oleh seluruh rangkaian transaksi. Emiten harus memberikan informasi yang cukup kepada bursa untuk menunjukkan bahwa target akuisisi dapat memenuhi persyaratan rekam jejak. Periode rekam jejak untuk serangkaian transaksi harus mengacu pada transaksi terakhir yang diusulkan dan mencakup laporan keuangan selama tiga

³³⁹ *Ibid*

³⁴⁰ Bonnie Yung, "Backdoor Listing in Hong Kong", terdapat dalam https://www.eylaw.com.hk/en_hk/publications/know-how/hong-kong-ipo-and-corporate-finance/2020/02/backdoor-listing-in-hong-kong, diakses tanggal 20 Desember 2022

tahun sebelum penerbitan surat edaran untuk transaksi tersebut.³⁴¹

7. Pendekatan SFC terhadap *backdoor listing* dan aktivitas *shell*

The Consultation Conclusions, the Securities and Futures Commission (SFC) telah mengeluarkan pernyataan tentang pendekatannya terhadap *backdoor listing* dan aktivitas *shell* (aktivitas ilegal di mana sebuah perusahaan menawarkan obligasi kepada investor, faktanya penawaran tersebut adalah penipuan). SFC menekankan bahwa SFC tidak akan ragu-ragu menggunakan kekuatan hukum untuk menyelidiki atau keberatan dengan suatu sistem pencatatan atau mengarahkan penangguhan perdagangan.³⁴²

Apabila sesuai dan faktor-faktor berikut ini kemungkinan akan relevan dalam mempertimbangkan apakah ada ‘bendera merah’ dalam kasus-kasus yang melibatkan *backdoor listing*/aktivitas *shell* seperti: a. apakah ada tanda bahaya yang mengindikasikan pengaturan atau informasi tersembunyi (seperti dengan melibatkan perubahan kendali) antara pihak-pihak yang terlibat termasuk direktur, pemegang saham, perantara, dan penasihat; b. apakah emiten yang terdaftar atau pemohon pencatatan telah mengungkapkan sifat tingkat bisnis dan perencanaan yang sebenarnya; c. apakah ada masalah mendasar yang berkaitan dengan aset atau bisnis baru yang disuntikkan atau yang akan

³⁴¹ *Ibid*

³⁴² Securities and Future Commision, “Statement on the SFC’s approach to backdoor listing and shell activities”, terdapat dalam <https://www.sfc.hk/en/News-and-announcements/Policy-statements-and-announcements/Statement-on-the-SFCs-approach-to-backdoor-listings-and-shell-activities>, diakses pada tanggal 12 Desember 2022.

disuntikkan berpotensi menimbulkan kekhawatiran apakah aset atau bisnis tersebut harus diizinkan untuk terdaftar dan memiliki akses ke modal investor publik; d. apakah ada kekhawatiran bahwa para direktur mungkin tidak memenuhi *fiduciary duties* dan bertindak demi kepentingan pemegang saham secara keseluruhan; e. apakah uji tuntas yang memadai telah dilakukan terhadap aset atau bisnis yang diakuisisi, dan apakah ruang lingkup uji tuntas sudah sesuai.

Langkah ke depan yang akan dilakukan oleh SFC dan HKEX adalah mengenai peraturan pencatatan yang direvisi bersama dengan pendekatan penegakan hukum yang kuat dan harus berfungsi sebagai pencegah yang kuat bagi perusahaan yang ingin menghindari persyaratan pencatatan baru dengan pencatatan '*backdoor*' dan membantu membendung gelombang aktivitas '*shell*'. Pada saat yang sama, peningkatan risiko peraturan dan rintangan yang terlibat dalam transaksi terkait pencatatan '*backdoor*' juga dapat membuat pencatatan 'pintu depan' atau IPO menjadi pilihan yang lebih menarik bagi perusahaan yang ingin mendaftarkan aset mereka di bursa Hong Kong.³⁴³

Hal lain mengingat cakupan luas dari peraturan yang direvisi, emiten harus berhati-hati untuk tidak secara sengaja melanggar aturan yang diperketat atau larangan yang diperluas di bawah ketentuan yang baru. Saran awal harus diupayakan, terutama dalam transaksi di mana

³⁴³ *Ibid*

perubahan besar pada kepemilikan saham emiten atau bisnis yang sedang dipertimbangkan. Emiten juga harus memperhatikan persyaratan yang berkelanjutan dalam Peraturan 13.24 dan Peraturan 14.82.

Periode transisi 12 bulan dari tanggal efektif (yaitu 1 Oktober 2019) akan berlaku bagi emiten yang tidak mematuhi Peraturan 13.24 atau 14.82 yang baru berlaku sepenuhnya sebagai hasil dari amandemen aturan. Namun, pengaturan transisi tidak berlaku bagi emiten yang tidak mematuhi persyaratan saat ini berdasarkan Peraturan 13.24 atau 14.82 sebelum tanggal efektif. Oleh karena itu, emiten harus melakukan pemeriksaan kepatuhan internal sesegera mungkin dan mengambil tindakan yang diperlukan untuk memastikan bahwa persyaratan yang disempurnakan telah dipenuhi sebelum berakhirnya masa transisi.

C. Perbandingan Pengaturan *Backdoor Listing* antara Indonesia dan Hong Kong

Bagian ini menjelaskan orientasi pengaturan *backdoor listing* antara Indonesia dan Hong Kong. Hasil perbandingan tersebut disajikan dalam bentuk tabel yang bertujuan untuk menegaskan pencapaian transparansi dan menghindari risiko hilangnya informasi dan penipuan akibat minimnya informasi. Tabel di bawah ini menjelaskan beberapa poin, antara lain: dasar hukum, lembaga pengawas keuangan, persentase pemegang saham, perlindungan investor, pengendali perusahaan, direktur independen, persyaratan RTO, dan laporan keuangan emiten.

Tabel 3. 4
Perbandingan *Backdoor Listing* antara Indonesia dan Hong Kong

Poin Perbandingan	Hong Kong	Indonesia
Dasar hukum	HKEX <i>Guideline Letters Main Board Listing Rules</i> , menjelaskan pelaksanaan <i>backdoor listing</i> melalui <i>reverse takeover</i> (RTO)	a. POJK Nomor 32/POJK.04/2015 b. POJK Nomor 9/POJK.04/2018 c. POJK Nomor 74/POJK. 04/2016
Lembaga Pengawas Keuangan	<i>The Securities and Futures Commission</i> (SFC) dan <i>The Stock Exchange of Hong Kong</i> (SEHK)	Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI)
Persentase Pemegang Saham dalam Pengambilalihan	Pengendali baru memegang 30% atau lebih hak suara perusahaan dianggap memiliki kendali atas perusahaan. ³⁴⁴	Pihak yang sahamnya dimiliki oleh pengendali baru lebih dari 50% (lima puluh persen) dari seluruh saham dengan

³⁴⁴ Mayer Brown, "The New Hong Kong Backdoor Listing Rules (Part 1) – Impact on Acquisitions by Hong Kong Listed Companies", terdapat dalam <https://www.mayerbrown.com/>-

		hak suara yang telah disetor penuh baik secara langsung maupun tidak langsung. ³⁴⁵
Perlindungan Investor	Aspek terpenting dalam regulasi RTO mengatur mengenai perlindungan investor. Terdapat beberapa prinsip yang mengatur tentang <i>reverse takeover</i> antara lain: ³⁴⁶ 1. Prinsip laporan keuangan (<i>financial reporting</i>). Prinsip ini mengungkapkan informasi keuangan yang tepat waktu termasuk salah satu persyaratan paling	Perlindungan hukum terhadap pemegang saham dengan hak minoritas yang ada pada konsep GCG. Peraturan mengenai GCG diatur dalam Undang-Undang PT antara lain: a. transparansi b. akuntabilitas c. tanggung jawab d. independensi e. <i>fairness</i> Pasal 84 ayat (1) dan Pasal 85 ayat (1)

[/media/files/perspectives-events/publications/2019/09/190927_hkg_corpsec_part1.pdf](#), diakses tanggal 12 Desember 2022

³⁴⁵ Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Pasal 8 ayat (2)

³⁴⁶ The Listing Rules' Requirements for Reverse Takeover of Hong Kong Listed Companies, terdapat dalam <https://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Listing-Rules-requirements-for-reverse-takeovers-of-Hong-Kong-listed-companies.pdf>, diakses pada tanggal 12 Desember 2022.

	<p>penting di bawah aturan pencatatan (<i>the Listing Rules</i>). Ketidakpatuhan biasanya akan menyebabkan penangguhan perdagangan sekuritas emiten sampai informasi keuangan yang diperlukan harus dipublikasikan. Perusahaan yang tercatat di papan utama SEHK harus mempublikasikan laporan tahunan yang berisi keuangan yang telah diaudit dalam waktu 4 (empat) bulan</p>	<p>Undang-Undang PT menjelaskan bahwa pemberian satu hak suara tiap saham, kecuali ditentukan lain oleh anggaran dasar dengan hak bagi pemegang saham atau kuasanya untuk menghadiri RUPS dan menggunakan hak suaranya sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki. Perlindungan terhadap pemegang saham minoritas melalui <i>personal right</i>,³⁴⁷ <i>appraisal right</i>,³⁴⁸ <i>pre-emptive right</i>,³⁴⁹ <i>derivative right</i>.³⁵⁰</p>
--	--	---

³⁴⁷ Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Pasal 61 ayat (1) dan ayat (2).

³⁴⁸ *Ibid*, Pasal 62 ayat (1) dan ayat (2).

³⁴⁹ *Ibid*, Pasal 43 ayat (1).

³⁵⁰ *Ibid*, Pasal 97 ayat (6) dan Pasal 114 ayat (6).

	<p>setelah akhir tahun keuangan dan laporan interim dalam waktu 3 (tiga) bulan setelah akhir periode setengah tahun. Menjelang publikasi laporan tahunan dan laporan interim akan ada jeda waktu antara laporan keuangan yang telah disetujui oleh dewan publikasi.</p> <p>2. Prinsip keterbukaan terhadap informasi sensitivitas harga.</p> <p>Kewajiban pengungkapan lain bagi emiten Hong Kong adalah pengungkapan informasi sensitif harga secara tepat</p>	
--	---	--

	<p>waktu. Hal ini merupakan langkah penting untuk menghilangkan asimetri informasi dan kemungkinan penyalahgunaan oleh orang dalam perusahaan.</p> <p>3. Transaksi yang dapat diberitahukan dan transaksi afiliasi. Aturan pencatatan berisi persyaratan pengumuman ketika emiten melakukan transaksi afiliasi, atau transaksi penting yang tidak termasuk dalam kegiatan bisnis emiten yang biasa. Tergantung pada ukuran dan sifat transaksi, mungkin ada</p>	
--	---	--

	<p>persyaratan lebih lanjut untuk persetujuan pemegang saham.</p> <p>4. Prinsip pengungkapan kepentingan. SFO juga berisi aturan terpisah yang bertujuan untuk memberikan transparansi kepada publik yang berinvestasi tentang kepemilikan emiten yang terdaftar. Pemegang saham yang secara langsung atau tidak langsung tertarik pada 5% atau lebih harus melaporkan kepentingan dan posisi melalui sistem pengarsipan <i>online</i>. Pelaporan lebih lanjut diperlukan jika</p>	
--	--	--

	<p>persentase</p> <p>kepemilikan saham</p> <p>berubah baik naik atau turun. Direktur dan kepala eksekutif emiten yang tercatat harus mengungkapkan semua kepentingan dan posisi di perusahaan terlepas dari seberapa banyak kepemilikan saham.</p>	
<p>Pengendali Perusahaan</p>	<p><i>Main Board Listing Rules</i></p> <p>menjelaskan bahwa perusahaan yang berhak melakukan <i>reverse takeover</i> adalah emiten dengan pendapatan tahunan atau nilai total aset sebesar HK \$1.000.000.000 (miliar) atau lebih berdasarkan laporan keuangan terbaru</p>	<p>POJK No.9/POJK.04/2018</p> <p>tidak mengatur secara jelas mengenai perusahaan apa yang bisa melakukan pengambilalihan.</p> <p>Namun, dalam POJK tertulis menyatakan bahwa kriteria pengendali adalah pihak</p>

	yang diterbitkan. ³⁵¹	<p>yang baik langsung maupun tidak langsung:</p> <p>a. memiliki saham perusahaan terbuka lebih dari 50% (lima puluh persen) dari seluruh saham dengan hak suara yang telah disetor penuh.</p> <p>Sedangkan di dalam Peraturan Komisi Pengawas Persaingan Usaha (selanjutnya disebut KPPU) Tahun 2019, Penggabungan Badan Usaha, Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan saham perusahaan lain yang berakibat nilai Aset dan/atau nilai penjualannya melebihi</p>
--	----------------------------------	--

³⁵¹ Baker McKenzie, "Stock Exchange of Hong Kong Publishes New Rules to Regulate Backdoor Listings and Shell Activities, *Loc.Cit.*

		<p>jumlah tertentu wajib diberitahukan secara tertulis dengan mengisi formulir kepada Komisi dengan memberi tahu total nilai Aset Badan Usaha hasil Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan Saham Perusahaan melebihi Rp2.500.000.000.000,00 (dua triliun lima ratus miliar rupiah); atau b. nilai Penjualan Badan Usaha hasil Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan Saham Perusahaan melebihi Rp5.000.000.000.000,00</p>
--	--	---

		(lima triliun rupiah). ³⁵²
Direktur Independen	Aturan pencatatan tidak secara tegas mendefinisikan 'independen' sehubungan dengan INED (<i>Independence Non- Executive Directors</i>) Sebaliknya, aturan tersebut menetapkan bahwa SEHK akan meragukan direktur independen. Sebagai contoh termasuk: 1) Di mana direktur memegang saham lebih dari 1% di emiten yang tercatat; 2) Telah menerima sekuritas emiten yang terdaftar sebagai hadiah dari emiten yang terdaftar atau orang- orang yang terhubung	Konsep direktur independen pertama kali diakui dan ditegaskan dalam Surat Edaran Bursa Efek Indonesia (BEI) Nomor: SE- 00001/BEI/02-2014 tentang Penjelasan Mengenai Masa Jabatan Komisaris Independen dan Direktur Independen Perusahaan Tercatat. Penerapan prinsip <i>Good Corporate Governance</i> didalam perusahaan publik dapat memberikan kerja sama dan hubungan berbagai pihak baik kepada manajemen perusahaan,

³⁵² Peraturan KPPU No. 3 Tahun 2019 tentang Penilaian Terhadap Penggabungan atau Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan Saham Perusahaan yang Dapat Mengakibatkan Terjadinya Praktik Monopoli dan/atau Persaingan Usaha Tidak Sehat, Pasal 2 huruf a dan b.

	<p>dengan inti; 3) Memiliki kepentingan material dalam kegiatan bisnis utama emiten yang terdaftar, atau memiliki urusan bisnis material dengan grup emiten yang terdaftar; atau 4) Pernah menjadi direktur, mitra, atau dewan penasihat profesional untuk emiten yang terdaftar selama dua tahun sebelum pengangkatannya; atau 5) Memiliki peran manajemen dalam kelompok emiten yang terdaftar selama dua tahun sebelum penunjukannya.</p> <p>Selain itu, kode etik <i>Corporate Governance</i> mengakui bahwa independensi dari INED</p>	<p>pemegang saham, direksi, komisaris ataupun pihak lain yang mempunyai kepentingan. Perusahaan yang menerapkan prinsip <i>Good Corporate Governance</i> diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan disiplin di dalam perusahaan publik. Setiap perusahaan publik yang ingin melakukan pencatatan saham wajib memiliki direktur independen. Direktur independen merupakan pihak tidak terafiliasi dan melindungi pemegang saham minoritas. Direktur independen</p>
--	---	--

	<p>dapat berpengaruh dengan masa jabatannya yang panjang. Ketentuan ini mensyaratkan bahwa penunjukan lebih lanjut dari INED yang telah menjabat selama lebih dari 9 (sembilan) tahun harus tunduk pada keputusan pemegang saham yang terpisah. Ketentuan kode etik akan mengharuskan INED baru untuk ditunjuk pada rapat umum tahunan berikutnya jika semua INED telah menjabat di dewan selama lebih dari sembilan tahun. Independensi juga dapat dipertanyakan jika INED memegang jabatan</p>	<p>bertanggung jawab dalam menjamin keberlangsungan prinsip <i>good corporate governance</i> dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab sebagaimana diatur dalam Pasal 97 ayat (2) Undang-Undang PT. Akan tetapi, hingga saat ini belum ada Undang-Undang yang mengatur secara tegas mengenai keberadaan direktur independen. Oleh karena itu, kehadiran direktur independen masih belum kuat untuk melindungi pemegang saham minoritas.³⁵⁴</p>
--	--	---

³⁵⁴ Tri Wahyuni Limbong, "Peranan Direktur Independen dalam Menjamin Keberlangsungan Prinsip Good Corporate Governance dalam Perusahaan Publik", Repositori Institusi Universitas Sumatera Utara, 2017, hlm. 1.

	direktur secara silang atau memiliki hubungan bisnis yang relevan dengan direktur lain. ³⁵³	
Persyaratan <i>reverse takeover</i> (RTO)	<p>Emiten yang mengusulkan untuk melakukan RTO harus memenuhi persyaratan antara lain:</p> <p>a) Target akuisisi harus memenuhi persyaratan kesesuaian dan persyaratan rekam jejak sebagai pemohon pencatatan baru dan grup yang diperbesar harus memenuhi semua persyaratan pencatatan baru;</p> <p>b) Jika emiten yang terdaftar gagal menjalankan usaha</p>	<p>Pasal 10 POJK No. 9/POJK.04/2018 menjelaskan bahwa dalam hal pengambilalihan dilakukan oleh perusahaan terbuka, perusahaan terbuka tersebut tidak wajib memperoleh persetujuan dari pemegang saham dalam rapat umum pemegang saham mengenai pengambilalihan kecuali apabila persetujuan tersebut dipersyaratkan</p>

³⁵³ Robert Ashworth dan James Parkin, "The Corporate Governance Review Hong Kong", terdapat dalam <https://thelawreviews.co.uk/title/the-corporate-governance-review/hong-kong>, diakses tanggal 17 Desember 2022.

	<p>dengan tingkat keberhasilan dan aset nilai yang memadai untuk mendukung kegiatan usaha demi menjamin keberlanjutan pencatatan sekuritasnya, bursa harus percaya bahwa akan ada minat publik yang memadai dalam bisnis target akuisisi tersebut dan grup yang telah diperbesar;</p> <p>c) Emiten yang terdaftar</p>	<p>oleh peraturan perundang-undangan yang khusus mengatur bidang usaha perusahaan terbuka yang melakukan pengambilalihan.</p> <p>Berbeda halnya dengan KPPU yang menjelaskan bahwa perusahaan yang melakukan Penggabungan Badan Usaha, Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan saham perusahaan lain yang berakibat nilai Aset dan/atau nilai penjualannya melebihi jumlah tertentu wajib diberitahukan secara tertulis dengan mengisi formulir kepada Komisi; menyampaikan</p>
--	---	---

	14.37; d) Para pemegang saham harus telah menyetujui transaksi dalam RUPS. ³⁵⁵	dokumen pendukung berupa laporan keuangan selama 3 (tiga) tahun terakhir. ³⁵⁶
Laporan Keuangan Emiten	Peraturan 14.53A mewajibkan emiten untuk menunjuk penasihat keuangan untuk melakukan uji tuntas terhadap pengambilalihan target akuisisi dan memberikan pernyataan dalam bentuk yang telah ditetapkan dalam Lampiran 29. ³⁵⁷	Pasal 68 Undang-Undang PT menjelaskan bahwa direksi wajib menyerahkan laporan keuangan kepada akuntan publik untuk diaudit.

³⁵⁵ https://www.eylaw.com.hk/en_hk/publications/know-how/hong-kong-ipo-and-corporate-finance/2020/02/backdoor-listing-in-hong-kong, diakses tanggal 17 Desember 2022.

³⁵⁶ Peraturan KPPU No. 3 Tahun 2019 tentang Penilaian Terhadap Penggabungan atau Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan Saham Perusahaan yang Dapat Mengakibatkan Terjadinya Praktik Monopoli dan/atau Persaingan Usaha Tidak Sehat, Pasal 2 ayat (1) dan Pasal 9 ayat (1).

³⁵⁷ *Ibid*

D. Persamaan dan Perbedaan Implementasi *Backdoor Listing* antara Indonesia dan Hong Kong

Secara umum, terdapat persamaan dan perbedaan implementasi yang terjadi antara Indonesia dan Hong Kong. Hasilnya akan disajikan dalam bentuk tabel di bawah ini.

Tabel 3. 5
Persamaan dan Perbedaan Poin *Backdoor Listing*
antara Hong Kong dan Indonesia

Poin Persamaan		
Poin	Hong Kong	Indonesia
Kewajiban pemenuhan prinsip keterbukaan dalam hal pengambilalihan	SEHK <i>Main Board Listing Rules</i> menjelaskan bahwa pemegang saham yang memegang 5% dari hak suara perusahaan dapat meminta RUPS, mengajukan hal-hal untuk dipilih, serta pemenuhan prinsip keterbukaan. ³⁵⁸	Pasal 3 POJK No. 60/POJK.04/2015 tentang keterbukaan informasi dari pemegang saham tertentu menjelaskan bahwa kewajiban terhadap pemenuhan prinsip keterbukaan ini berlaku pada setiap pihak yang

³⁵⁸ Robert Ashworth dan James Parkin, "The Corporate Governance Review Hong Kong", terdapat dalam <https://thelawreviews.co.uk/title/the-corporate-governance-review/hong-kong>, diakses tanggal 17 Desember 2022.

		mempunyai 5% atau lebih saham yang disetorkan pada sebuah perusahaan terbuka.
Poin Perbedaan		
Poin	Hong Kong	Indonesia
Persentase perubahan pemegang saham pengendali	SEHK Note 2 to Rule 14.06B mengatur mengenai perubahan kendali atau kendali <i>de facto</i> . Perubahan kendali emiten yang melakukan akuisisi (atau serangkaian akuisisi) akan menjadi faktor lain yang dipandang sebagai <i>backdoor listing</i> dari target bisnis ‘kontrol’ berarti 30% atau lebih hak suara berdasarkan pasal pengambilalihan. ³⁵⁹	POJK Nomor. 9/POJK. 04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka Pasal 8 menyatakan bahwa pihak lain sebagaimana dimaksud pada ayat (1) merupakan pihak yang sahamnya

³⁵⁹ Mayer Brown, “The New Hong Kong Backdoor Listing Rules (Part 1) – Impact on Acquisitions by Hong Kong Listed Companies”, terdapat dalam https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/09/190927_hkg_corpsec_part1.pdf, diakses tanggal 12 Desember 2022.

		dimiliki oleh pengendali baru lebih dari 50% (lima puluh persen) dari seluruh saham dengan hak suara yang telah disetor penuh baik secara langsung maupun tidak langsung.
Periode waktu	SEHK <i>Note 2 to Rule 14.06B</i> mengatur mengenai penerapan dengan meningkatkan periode waktu antara akuisisi yang sangat besar dan perubahan kendali dari 24 bulan menjadi 36 bulan Hal ini mencakup akuisisi yang sangat besar dari pemegang saham pengendali emiten dalam waktu 36 bulan	POJK Nomor. 9/POJK. 04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka Pasal 7 ayat (1) menyatakan bahwa setelah terjadinya Pengambilalihan, Pengendali baru Wajib mengumumkan

	<p>sejak perubahan kendali emiten.³⁶⁰</p>	<p>dalam paling sedikit 1 (satu) surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional atau situs web Bursa Efek dan menyampaikan kepada Otoritas Jasa Keuangan perihal terjadinya pengambilalihan paling lambat 1 (satu) hari kerja setelah terjadinya pengambilalihan.</p> <p>Sedangkan dalam Peraturan KPPU Tahun 2019, tanggal notifikasi atas Penggabungan, Peleburan, atau</p>
--	--	--

³⁶⁰ Ibid.

		<p>Pengambilalihan Saham dan/atau Aset Perusahaan kepada Komisi wajib dilakukan paling lama 30 (tiga puluh) Hari sejak tanggal Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan Saham dan/atau Aset Perusahaan berlaku efektif secara yuridis.</p>
<p>Pemberitahuan dalam hal Penggabungan Badan Usaha, Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan</p>	<p><i>Consultation paper</i> yang memuat tanggapan/saran/komentar yang dikeluarkan oleh SEHK di mana dapat dijadikan acuan untuk memperketat pelaksanaan <i>backdoor listing</i> di Hong Kong sehingga</p>	<p>Pra-notifikasi memuat pemberitahuan secara sukarela oleh pelaku usaha yang akan melakukan penggabungan atau peleburan badan usaha atau</p>

	<p>diamandemen dalam HKEX <i>Main Board Listing Rules</i>.³⁶¹</p>	<p>pengambilalihan saham. Namun, pra-<i>merger</i> notifikasi hanya bersifat sukarela. Sedangkan, <i>post-merger</i> notifikasi adalah tahap di mana perusahaan mendapatkan tanggal efektif yuridis perihal <i>merger</i> dan akuisisi lalu melaporkan kepada OJK dan keluar notifikasi yang berlaku maksimal 30 hari.³⁶²</p>
--	--	--

³⁶¹ Wingon Chui dan James Fong, “HKEX Issued New Consultation Paper on Backdoor Listing and Continuing Listing Criteria”, terdapat dalam <https://www.twobirds.com/en/insights/2018/hong-kong/hkex-issued-new-consultation-paper-on-backdoor-listing-and-continuing-listing-criteria>, diakses tanggal 21 Maret 2023.

³⁶² Dinnie Melanie, “Kewajiban Notifikasi Merger dan Akuisisi.....”, terdapat dalam <https://kppu.go.id/wp-content/uploads/2020/07/Aktivitas-4-Kewajiban-Notifikasi-Merger-dan-Akuisisi-dalam-Situasi-Pandemi-Covid-19-dan-Mitigasi-Risikonya.pdf>, diakses tanggal 21 Maret 2023.

Munculnya suatu aturan tidak terlepas dari faktor-faktor yang mengharuskan diaturnya suatu aturan tersebut termasuk pengaturan prinsip perlindungan hukum dalam pelaksanaan *backdoor listing*. Perbedaan pengaturan mengenai pengambilalihan antara Hong Kong dan Indonesia adalah pada ukuran persentase perubahan pemegang saham dalam kaitannya dengan prinsip keterbukaan. Regulasi mengenai *backdoor listing* khususnya perlindungan terhadap investor menjadi respon terhadap masalah jaminan keamanan investasi. Sementara itu, di Indonesia sendiri *backdoor listing* belum ada pengaturan khusus.

E. Formulasi Rekomendasi Kebijakan Mengenai *Backdoor Listing* di Indonesia

Kasus-kasus *backdoor listing* di Indonesia menunjukkan bahwa pengenalan peraturan dan regulasi khusus adalah berlebihan ketika 'proses *backdoor listing*' sudah mengharuskan perusahaan untuk mematuhi rezim pengungkapan dan transparansi gaya IPO yang ketat. Namun, karena rezim yang berlaku biasanya dirancang tanpa mempertimbangkan '*backdoor listing*', mungkin tetap tepat untuk memperkenalkan aturan atau pedoman khusus untuk mengakomodasi *backdoor listing* dengan lebih baik sementara pada saat yang sama meningkatkan kepastian hukum dan efektivitas peraturan (terutama dari perspektif investor asing).³⁶³

Pengenalan peraturan khusus dapat menyebabkan daftar *backdoor* kehilangan daya pikatnya sebagai strategi yang efektif dan relatif murah

³⁶³ Erik P. M. Vermeulen, *Op. Cit*, hlm. 31.

untuk memanfaatkan pasar keuangan. Seperti yang telah dijelaskan, pengawasan regulasi dan publisitas negatif telah menyebabkan penurunan jumlah *reverse merger* (*merger* terbalik) dalam skala global. Menariknya dalam hal ini, bahwa munculnya aturan pencatatan yang lebih fleksibel dan pasar IPO yang dapat diakses (seperti yang diperkenalkan oleh HKEX di Hong Kong) membuatnya perlu bagi perusahaan untuk mengejar daftar *backdoor* di masa depan.³⁶⁴

Pelaksanaan *backdoor listing* umumnya dilakukan dengan menggunakan akuisisi dan *merger*. Namun, dalam peraturan KPPU memuat penjelasan mengenai perusahaan yang melakukan akuisisi dan *merger*, akan diberitahukan oleh KPPU disampaikan melalui pemberitahuan secara tertulis melalui formulir yang wajib dilakukan oleh pelaku usaha kepada KPPU.³⁶⁵ OJK sebagai lembaga pengawas keuangan dan pasar modal memiliki peran yang kuat dalam melakukan pengawasan. Muatan keterbukaan informasi dalam pelaksanaan *backdoor listing* telah ada, akan tetapi muatan yang ada di mana diatur dalam peraturan lain memiliki implikasi kurang maksimal secara preventif sehingga perlu berkaca dari negara Hong Kong.

Struktur pengaturan pengambilalihan perusahaan terbuka, penggabungan perusahaan terbuka, peleburan badan usaha, dan *right issue* tidak terintegrasi dan sistematis sehingga perlu aturan khusus mengenai *backdoor listing* yang diatur oleh OJK dan BEI selaku pengawas pasar modal.

³⁶⁴ Erik P. M. Vermeulen, *Op. Cit*, hlm. 32.

³⁶⁵ Peraturan KPPU No. 3 Tahun 2019 tentang Penilaian Terhadap Penggabungan atau Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan Saham Perusahaan yang Dapat Mengakibatkan Terjadinya Praktik Monopoli dan/atau Persaingan Usaha Tidak Sehat, Pasal 1 angka 5 dan 6.

OJK dan BEI memerlukan adanya sinergi dalam pembuatan aturan khusus tentang pelaksanaan *backdoor listing* dengan membuat peraturan tertulis berupa POJK dengan alasan karena sistem hukum di Indonesia yaitu *civil law*, maka memerlukan aturan tertulis (*written law*). POJK sebaiknya dibuat dengan mengakomodir pasal tentang keterbukaan informasi pemegang saham atas pelaksanaan akuisisi dan *merger* dan perusahaan yang melakukan penambahan modal perusahaan terbuka dengan memberikan hak memesan efek terlebih dahulu.

Alasannya adalah kaitannya pelaksanaan *backdoor listing* dengan implikasi perlindungan hukum bagi investor mengkhususkan kepada pemegang saham minoritas biasanya mencakup prosedur *right issue* untuk meningkatkan modal atau memungkinkan pemegang saham baru (pembeli siaga) untuk memperoleh kendali atas perusahaan yang sudah tercatat dan memungkinkan pemegang saham yang sudah ada untuk membeli saham baru dan menghindari dilusi kepemilikan saham mereka. Dengan modal baru yang diperoleh, perusahaan yang tercatat mengakuisisi saham satu atau lebih perusahaan swasta, yang dapat memicu penerapan aturan keterbukaan 'transaksi material'.

Perubahan tujuan dan nama perusahaan yang tercatat biasanya melengkapi daftar *backdoor*. Apabila aturan dan peraturan yang berlaku untuk proses yang pada akhirnya mengarah pada pencatatan '*backdoor*' di Indonesia mengharuskan kepatuhan terhadap pengungkapan gaya IPO dan peraturan transparansi, seperti yang saat ini dilakukan oleh regulator

Indonesia bahwa regulator harus berasumsi bahwa informasi di pasar sudah cukup bagi investor untuk membuat keputusan yang dipertimbangkan dengan baik tentang investasi mereka saat ini atau di masa depan.

F. Perlindungan Hukum Bagi Investor Dalam Pelaksanaan *Backdoor Listing* di Indonesia

Kepercayaan dan kredibilitas pasar merupakan hal penting yang harus tercermin dari keberpihakan sistem hukum pasar modal pada kepentingan investor dari perbuatan-perbuatan yang dapat menghancurkan kepercayaan investor.³⁶⁶ Undang-Undang Pasar Modal mengatur keberpihakan hukum kepada investor dapat dilihat dari penegakan hukum pasar modal oleh OJK.³⁶⁷ Penegakan hukum yang konsisten terhadap emiten yang melakukan pelanggaran peraturan diharapkan menjadi pendorong bagi emiten untuk selalu mematuhi ketentuan dan mempertimbangkan kehati-hatian dalam melakukan usaha.³⁶⁸

Hal ini juga diharapkan dapat meningkatkan kredibilitas pasar modal di mata investor sekaligus merupakan tanggung jawab emiten sebagai perusahaan publik.³⁶⁹ Investor perlu membekali dirinya dengan pemahaman yang mencukupi sebelum mengambil keputusan untuk melakukan transaksi efek.³⁷⁰ Prospektus, laporan berkala, dan laporan insidental menjadi pedoman

³⁶⁶ Andika Wijaya, Wida Peace Ananta, *Op. Cit*, hlm. 278.

³⁶⁷ *Ibid.*

³⁶⁸ *Ibid.*

³⁶⁹ *Ibid*, hlm. 279.

³⁷⁰ *Ibid.*

bagi investor untuk dapat melihat dan mempertimbangkan pengambilan keputusannya.³⁷¹

Dalam rangka perlindungan hukum terhadap investor memerlukan adanya prinsip keterbukaan yang diinformasikan melalui prospektus.³⁷² Prospektus harus kredibel dan dapat dipertanggungjawabkan kebenarannya sehingga direksi dan dewan komisaris bertanggung jawab secara penuh untuk menjamin fakta materi informasi yang disampaikan kepada pemegang saham.³⁷³ Segala kealpaan, kesalahan, dan ketidakcukupan dalam penyampaian informasi dapat dikenakan sanksi pidana, perdata, atau administratif kepada direksi, dewan komisaris, dan lembaga profesi penunjang yang terlibat.³⁷⁴

OJK tidak melakukan penilaian yang menyangkut kualitas, keunggulan, dan kelemahan dari efek yang ditawarkan oleh perusahaan.³⁷⁵ Penilaian atas baik buruknya efek yang ditawarkan kepada investor sepenuhnya menjadi tanggung jawab investor dan calon investor. OJK tidak memberikan jaminan atas fakta isi prospektus yang memuat berbagai aspek dari emiten atau calon emiten.³⁷⁶

1. Dampak dari ketiadaan pengaturan khusus *backdoor listing* terhadap perlindungan pemegang saham minoritas

³⁷¹ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op.Cit*, hlm. 278.

³⁷² Bismar Nasution, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*, *Op. Cit*, hlm. 153.

³⁷³ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 231.

³⁷⁴ *Ibid*.

³⁷⁵ Jaso Winarno, *Pasar Modal Indonesia: Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, Sinar Harapan, Jakarta, 1997, hlm. 91.

³⁷⁶ *Ibid*.

Aksi *backdoor listing* semakin marak dilakukan oleh perseroan di Indonesia. Melalui aksi *backdoor listing* mempermudah perseroan untuk dapat menikmati keuntungan dari perseroan yang tercatat.³⁷⁷ Pelaksanaan pengambilalihan perusahaan terbuka sebagai salah satu rangkaian penting dari *backdoor listing*, tentunya harus memperhatikan kepentingan dari pemegang saham minoritas.³⁷⁸ OJK secara tidak langsung berupaya melindungi agar pemegang saham mengetahui dan menggunakan hak di dalam kepentingannya menurut perundang-undangan yang berlaku.³⁷⁹

Pengaturan mengenai kewajiban dalam melaksanakan pengambilalihan perseroan terbuka perlu memperhatikan kepentingan beberapa pihak yang diatur dalam Pasal 126 ayat (1) Undang-Undang PT dan Pasal 4 ayat (1) PP No. 27 Tahun 1998 yang mewajibkan perseroan untuk memperhatikan beberapa kepentingan antara lain: perseroan; pemegang saham minoritas; karyawan perseroan yang bersangkutan; dan kepentingan masyarakat dan persaingan sehat dalam melakukan usaha.

Kewajiban berdasarkan peraturan di atas mengenai perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas didukung dengan adanya perlakuan yang kurang adil oleh pemegang saham mayoritas di mana memiliki kepemilikan saham lebih dari 50% dan pengurus perseroan

³⁷⁷ Munir Fuady, *Hukum Tentang Akuisisi...*, Op. Cit, hlm. 150.

³⁷⁸ *Ibid.*

³⁷⁹ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, Op. Cit, hlm. 279.

terhadap pemegang saham minoritas.³⁸⁰ Terdapat 3 (tiga) faktor penting yang menyebabkan perlakuan tidak adil tersebut antara lain:³⁸¹

- a. Kurangnya ketentuan dalam peraturan perundang-undangan yang melindungi hak-hak pemegang saham minoritas. Pada faktanya, sekalipun ketentuan tersebut ada, tetapi masih belum cukup. Hal ini terbukti dari seringnya pemegang saham minoritas yang dirugikan kepentingannya oleh pemegang saham mayoritas yang beritikad buruk dalam melaksanakan Undang-Undang PT. Selain itu, adanya kewenangan yang diberikan oleh Undang-Undang PT kepada organ RUPS untuk menetapkan kebijakan perseroan secara tegas tidak mengatur adanya kewajiban partisipasi aktif bagi pemegang saham minoritas untuk mengajukan pendapatnya, sehingga pemegang saham mayoritas begitu dominan dan dapat dengan mudah mengabaikan hak-hak pemegang saham minoritas.
- b. Sikap dan perilaku pemegang saham mayoritas, direksi dan dewan komisaris yang memiliki karakter *moral hazard*. Faktor tersebut berpotensi mengakibatkan kerugian pada perseroan.
- c. Posisi lemah dari pemegang saham minoritas karena kurang pengetahuan, modal, keterampilan, dan kemampuan untuk mengelola perseroan. Dengan demikian, pemegang saham minoritas

³⁸⁰ Agus Riyanto, “ Melindungi Pemegang Saham Minoritas Dengan Shareholders Agreement (SHA), terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2020/04/06/melindungi-pemegang-saham-minoritas-dengan-shareholders-agreement-sha/>, diakses tanggal 22 Desember 2022.

³⁸¹ Misahardi Wilamarta, *Hak Pemegang Saham...*, Op. Cit, hlm. 89.

tidak berdaya dalam menghadapi sikap dan perilaku dari pemegang saham mayoritas yang memiliki itikad tidak baik.

Ketiga faktor tersebut menyebabkan pemegang saham minoritas mengalami ketidakberdayaan, sehingga timbul perselisihan antara pemegang saham minoritas dengan pemegang saham mayoritas atau pertentangan antar pemegang saham minoritas dengan pengurus perseroan dapat mengakibatkan kerugian bagi perseroan.³⁸² Membahas lebih lanjut mengenai *backdoor listing*, mewajibkan untuk membuka tabir dalam aksi korporasi ini.

Prosedur *backdoor listing* dijalankan dengan mengakuisisi saham perseroan yang akan diterbitkan melalui penawaran umum terbatas.³⁸³ Penawaran umum terbatas sebagai langkah awal agar dapat menikmati keuntungan yang diperoleh sebagai perseroan terbuka.³⁸⁴ Poin penting inilah yang masih kurang dipahami oleh investor.³⁸⁵ Melalui prospektus penawaran umum terbatas hanya digambarkan bahwa aksi perseroan melaksanakan penawaran umum terbatas untuk menghimpun dana dan digunakan untuk melakukan akuisisi terhadap perseroan lain.³⁸⁶

Fakta lain yang perlu diperhatikan dari prospektus penawaran umum terbatas adalah kemungkinan terjadi perubahan pengendali dari perusahaan terbuka.³⁸⁷ Perubahan pengendali perseroan terbuka sangat

³⁸² *Ibid.*

³⁸³ *Ibid*, hlm. 90.

³⁸⁴ Yahya Harahap, *Hukum Perseroan Terbatas*, Op. Cit, hlm. 234.

³⁸⁵ *Ibid.*

³⁸⁶ *Ibid.*

³⁸⁷ Hamud M. Balfas, *Op. Cit*, hlm. 143.

dimungkinkan terjadi pada saat pemegang saham mayoritas atau pemegang saham pengendali tidak melaksanakan HMETD sehingga pembeli siaga mampu mendapatkan saham dalam jumlah yang besar.³⁸⁸ Hal ini mampu menjadikan pembeli siaga menjadi pengendali baru terhadap perseroan terbuka.³⁸⁹

Hasil dana dari pelaksanaan penawaran umum terbatas digunakan oleh perseroan terbuka untuk melaksanakan aksi akuisisi terhadap suatu perseroan tertutup. Pada kasus ini, perseroan tertutup yang menjadi target aksi akuisisi memiliki hubungan afiliasi dengan perseroan yang telah berubah menjadi pembeli siaga dalam proses penawaran umum terbatas.³⁹⁰ *Backdoor listing* tidak menghasilkan sejumlah dana yang bisa didapatkan saat proses penawaran umum terbatas.³⁹¹ Sumber aliran dana hanya berputar dan kemudian berujung pada sebuah perseroan yang tertutup yang mempunyai hubungan afiliasi bersamaan dengan pengendali baru dari perseroan terbuka.³⁹²

Kewajiban yang ditimbulkan saat penawaran umum terbatas yaitu pemilik saham memiliki hak untuk melakukan pembelian saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan. Kewajiban perlindungan hukum bagi seorang pemegang saham dianggap telah tiada dikarenakan atas posisi HMETD, tetapi yang harus dipahami lebih lanjut adalah melalui

³⁸⁸ *Ibid.*

³⁸⁹ Iman Sjahputra, *Seluk-Beluk Hukum..., Op. Cit*, hlm. 108.

³⁹⁰ Andika Wijaya, Wida Peace Ananta, *Op.Cit*, hlm. 189.

³⁹¹ *Ibid*, hlm. 190.

³⁹² *Ibid.*

mekanisme HMETD inilah perseroan terbuka dapat melakukan perpindahan pengendalian.³⁹³

Berdasarkan HMETD yang telah dimiliki pemilik saham dengan hak minoritas walaupun telah dilakukan tetapi memerlukan perhatian khusus bahwa pemilik saham dengan hak mayoritas dalam aksi *backdoor listing* telah melakukan sebuah perjanjian untuk melakukan pengalihan HMETD terhadap pembeli siaga.³⁹⁴ Sesuai dengan hal ini maka alasan diadakannya peralihan HMETD yang dimiliki oleh pemilik saham dengan hak mayoritas pada seorang pembeli siaga tidak diperhatikan dengan jelas.³⁹⁵

Proses penawaran umum terbatas memiliki akibat pada status kepemilikan saham dari seorang pemegang saham dengan hak minoritas karena kemungkinan akan terjadinya dilusi atas saham yang dimiliki oleh pemilik saham dengan hak minoritas. Posisi HMETD bagi pemilik saham mempunyai dua pilihan yang kemudian dapat dilaksanakan antara lain: 1) pemegang saham yang tidak menebus haknya, maka haknya akan diambil oleh pemegang saham yang merencanakan HMETD tersebut atau dapat diambil oleh pembeli siaga, sehingga kepemilikan saham menjadi berkurang persentasenya; 2) melaksanakan HMETD yang dimiliki sehingga pemegang saham minoritas wajib mengeluarkan dana yang cukup besar agar sahamnya

³⁹³ *Ibid*, hlm. 191.

³⁹⁴ *Ibid*.

³⁹⁵ *Ibid*, hlm. 192.

tidak terdilusi.³⁹⁶

Akibat yang ditimbulkan apabila seorang pemilik saham dengan hak minoritas tidak melakukan proses HMETD maka status dari kepemilikan saham yang dimiliki menjadi berkurang. Hal ini akan menyebabkan kekuatan pengendalian terhadap suatu perusahaan menjadi ikut berkurang. Akibat lain yang ditimbulkan adalah dapat memberi kesempatan bagi pemilik saham dengan hak mayoritas untuk mempunyai kendali dalam perusahaan. Perubahan atas pengendalian ini bisa terjadi apabila pemilik HMETD tidak melakukan hak yang dimilikinya kemudian peran pembeli siaga beraksi untuk melaksanakan pembelian HMETD yang tidak dilakukan.³⁹⁷

Proses alur inilah yang digunakan pada aksi *backdoor listing* untuk melakukan proses akuisisi tanpa tunduk pada peraturan akuisisi perseroan terbuka yang mengakibatkan timbulnya kewajiban yang wajib dilakukan oleh calon pengendali perseroan.³⁹⁸ Pada faktanya yang terdapat dalam POJK Nomor 32/POJK.04/2015, memberikan kesempatan terhadap terjadinya pelaksanaan aksi akuisisi yang dilakukan oleh pembeli siaga.³⁹⁹ Akuisisi tersebut melewati tahapan peralihan HMETD yang menjadi hak pemilik saham dengan hak mayoritas yang mempunyai sebuah kewajiban untuk dapat memberi pernyataan bahwa pemilik saham utama akan melakukan proses

³⁹⁶ I Putu Gede Ary Suta, *Op. Cit*, hlm. 76.

³⁹⁷ *Ibid.*

³⁹⁸ *Ibid.*

³⁹⁹ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Op. Cit*, hlm. 76.

HMETD serta informasi nama pihak sebagai penerima pengalihan HMETD.⁴⁰⁰

Kewajiban untuk memberi pernyataan pelaksanaan peralihan HMETD yang dimiliki pemilik saham dengan hak mayoritas tidak akan mempunyai sebuah kewajiban untuk melaksanakan prinsip keterbukaan tentang alasan peralihan HMETD.⁴⁰¹ Melewati tahap peralihan HMETD, dapat dijadikan sebagai dasar pemilik saham dengan hak minoritas untuk menentukan status dari investasinya.⁴⁰² Dengan adanya keterbatasan oleh pemilik saham minoritas mengakibatkan adanya ketidaksetaraan tentang prinsip keterbukaan informasi perusahaan.⁴⁰³

Pemilik saham dengan hak mayoritas yang mempunyai kendali pada perseroan berdasarkan kemampuannya terhadap pengendalian RUPS.⁴⁰⁴ Pemilik saham dengan hak mayoritas ini tentu berakibat pada dominasi pembuatan keputusan yang berdasarkan pada kepentingan pemilik saham dengan hak mayoritas.⁴⁰⁵ Dominasi ini dalam aksi *backdoor listing* sudah jelas belum memenuhi prinsip '*majority rule, minority protection*'.⁴⁰⁶

Pemilik saham dengan hak mayoritas pada aksi *backdoor listing* merupakan peran penting dengan tidak melaksanakan proses HMETD

⁴⁰⁰ *Ibid.*

⁴⁰¹ *Ibid.*

⁴⁰² *Ibid.*

⁴⁰³ *Ibid*, hlm. 77.

⁴⁰⁴ *Ibid*, hlm. 78.

⁴⁰⁵ Iman Sjahputra, *Loc. Cit.*

⁴⁰⁶ Bismar Nasution, *Op.Cit*, hlm. 65.

yang menjadi haknya serta melakukan peralihan pada pihak yang akan menerima HMETD dapat mengakibatkan perubahan terhadap pengendalian suatu perseroan.⁴⁰⁷ Peralihan HMETD memberi sebuah peluang bagi perusahaan yang lain untuk bertindak sebagai pengendali baru dari perusahaan terbuka.⁴⁰⁸ Perubahan terhadap pengendalian ini juga berdampak terhadap pemilik saham dengan hak minoritas yang akan mengakibatkan perubahan kebijakan dari perseroan terbuka. Dominasi yang dimiliki pemilik saham dengan hak mayoritas tentu dalam aksi *backdoor listing* tersebut tidak memberi sebuah perlindungan hukum terhadap para pemilik saham dengan hak minoritas.⁴⁰⁹

Perseroan terbuka memiliki tanggung jawab untuk melakukan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas menjadi amanah dari prinsip GCG dan prinsip '*majority rule, minority protection*'.⁴¹⁰ Tanggung jawab perseroan terbuka untuk melaksanakan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam prosedur *backdoor listing* dilakukan dengan pelaksanaan RUPS.⁴¹¹ Prinsipnya pemegang saham minoritas memiliki jaminan perlindungan hukum melalui mekanisme RUPS.⁴¹²

RUPS sebagai organ perseroan memiliki wewenang yang tidak

⁴⁰⁷ *Ibid*, hlm. 66.

⁴⁰⁸ *Ibid*.

⁴⁰⁹ *Ibid*, hlm. 67.

⁴¹⁰ Mishardi Wilamarta, *Hak Pemegang Saham...*, *Op. Cit*, hlm. 91.

⁴¹¹ *Ibid*.

⁴¹² *Ibid*.

diberikan kepada Direksi atau Dewan Komisaris, namun dalam batas yang ditentukan dalam Undang-Undang PT dan/atau Anggaran Dasar perseroan.⁴¹³ Hak-hak bagi pemegang saham minoritas antara lain:⁴¹⁴

a. Hak *pre-emptive*

Perseroan akan mengeluarkan saham baru dalam rangka penambahan modal, sehingga pemegang saham memiliki prioritas untuk membeli saham baru tersebut secara proporsional sesuai dengan kepemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama pada saat itu, kecuali ditentukan lain dalam anggaran dasar.

b. Hak kompensasi

Pemegang saham memiliki hak untuk menggugat korporasi atau komisaris atau direksi untuk mendapatkan kompensasi atas kerugian yang dialami pemegang saham karena tindakan-tindakan sebagai berikut: 1) pembelian kembali saham yang telah dikeluarkan oleh korporasi; 2) tindakan korporasi yang dianggap tidak adil dan tanpa alasan yang wajar sebagai akibat dari keputusan RUPS, komisaris, atau direksi; 3) kesalahan atau kelalaian komisaris atau direksi yang menimbulkan kerugian korporasi.

c. Hak meminta penyelenggaraan RUPS

Pemegang saham atas nama sendiri atau lebih pemegang

⁴¹³ *Ibid*, hlm. 92.

⁴¹⁴ *Ibid*.

saham yang bersama-sama mewakili 1/10 (satu per sepuluh) bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah dapat mengajukan permohonan kepada pengadilan negeri yang wilayah hukumnya meliputi tempat kedudukan perseroan untuk membubarkan perseroan.

- d. Hak meminta pembelian saham dengan harga yang wajar oleh korporasi

Setiap pemegang saham memiliki hak meminta kepada perseroan agar sahamnya dibeli dengan harga yang wajar, apabila yang bersangkutan tidak menyetujui tindakan perseroan yang merugikan pemegang saham atau tindakan berupa perubahan anggaran dasar, penjualan, penjaminan, pertukaran sebagian besar atau seluruh kekayaan korporasi atau penggabungan, peleburan, atau pengambilalihan korporasi.

Pemenuhan hak pemegang saham dalam pelaksanaan *backdoor listing* ini telah dijalankan berupa hak *pre-emptive*, di mana pelaksanaan hak ini didasarkan pada aksi penambahan modal dari perseroan terbuka.⁴¹⁵ Penjelasan lebih mendalam melalui hak *pre-emptive* terjadi pula pengambilalihan pengendalian perseroan terbuka.⁴¹⁶ Pelaksanaan pengambilalihan melalui penawaran umum terbatas ini tidak memberikan hak meminta pembelian kembali saham

⁴¹⁵ Iman Sjahputra, *Op.Cit*, hlm. 121.

⁴¹⁶ *Ibid*.

oleh perseroan bagi pemegang saham minoritas apabila tidak menyetujui tindakan korporasi yang merugikan pemegang saham.

Pelaksanaan RUPS dalam prosedur *backdoor listing* ini hanya membahas akan dilakukan penambahan modal usaha untuk membiayai aksi korporasi berupa akuisisi terhadap perseroan tertutup. Kurangnya keterbukaan informasi dalam RUPS dalam prosedur *backdoor listing* ini jelas melanggar hak dari pemegang saham untuk memperoleh informasi yang berkaitan dengan kepentingan korporasi.⁴¹⁷

Backdoor listing sebagai fenomena baru dalam pasar modal dan belum memiliki perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas ini sehingga berpotensi menimbulkan celah pelanggaran terhadap hak-hak pemegang saham minoritas.⁴¹⁸ Dampak dari ketiadaan pengaturan *backdoor listing* di Indonesia adalah dapat mempengaruhi harga saham perusahaan terbuka sebagai perusahaan yang diakuisisi, dimungkinkan untuk tidak lagi berfluktuasi atau tidak likuid.⁴¹⁹ Kemudian, perlu juga dipertimbangkan bahwa *backdoor listing* dapat dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi yang kurang berkualitas dan/atau dilakukan dengan cara memanipulasi pasar modal.⁴²⁰ Terdapat juga kekurangan lainnya seperti proses pelaksanaan *backdoor listing* yang tidak transparan dan beberapa kalangan yang memberikan stigma negatif

⁴¹⁷ *Ibid.*

⁴¹⁸ *Ibid.*

⁴¹⁹ Citra Senna, "Perlindungan Hukum terhadap Investor Atas Diberlakukannya Forced Delisting di Bursa Efek Indonesia dan Akibat Hukumnya", *Dinamika: Jurnal Ilmiah Ilmu Hukum*, Vol. 26 No. 1, 2020, hlm 27-36.

⁴²⁰ *Ibid.*

karena *backdoor listing* dianggap sebagai jalan pintas untuk mencapai status *go public*.⁴²¹

Pelaksanaan penawaran umum terbatas dapat menyebabkan berkurangnya persentase kepemilikan saham dari pemegang saham minoritas.⁴²² Dampak tersebut tentunya menjadi latar belakang pentingnya keterbukaan informasi perihal motif di balik pelaksanaan penawaran umum terbatas. Informasi mengenai motif pelaksanaan penawaran umum terbatas ini sebagai sarana perseroan tertutup menjadi pengendali dalam perseroan terbuka tidak disebutkan pada saat RUPS Luar Biasa.⁴²³

Fakta mengenai perubahan pengendalian merupakan informasi yang penting bagi pemegang saham minoritas.⁴²⁴ Informasi tersebut dijadikan sebagai dasar untuk menentukan arah investasi dari pemegang saham minoritas.⁴²⁵ Hak pemegang saham minoritas untuk meminta sahamnya dibeli secara wajar oleh perseroan terbuka sebagai hak, apabila tidak menyepakati dilakukannya pengambilalihan jelas tidak terpenuhi.⁴²⁶

Tanggung jawab perseroan terbuka dalam melaksanakan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas melalui RUPS Luar Biasa dalam prosedur *backdoor listing* belum sepenuhnya

⁴²¹ *Ibid.*

⁴²² *Ibid.*

⁴²³ *Ibid.*

⁴²⁴ Iman Sjahputra, *Op. Cit*, hlm. 144.

⁴²⁵ *Ibid.*

⁴²⁶ Bismar Nasution, *Op. Cit*, hlm. 131

dilakukan.⁴²⁷ Terdapatnya informasi dan fakta penting yang tidak terungkap dalam RUPS Luar Biasa tentunya menciderai hak-hak pemegang saham minoritas.⁴²⁸ Keberadaan pemegang saham minoritas yang melalui penawaran umum terbatas ini persentase kepemilikannya semakin berkurang, berdampak semakin sedikitnya kewenangan untuk pengendalian terhadap perseroan terbuka.⁴²⁹ Keadaan seperti ini jelas merugikan bagi pemegang saham minoritas di mana dalam pengambilan keputusan hanya akan menerima keputusan yang disetujui oleh pemegang saham mayoritas.⁴³⁰

Kerugian yang timbul akibat aksi korporasi berupa *backdoor listing* berdampak bagi perseroan terbuka selaku pemilik kewajiban untuk memberikan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas tentunya patut untuk bertanggung jawab.⁴³¹ Hak untuk meminta kompensasi kepada perseroan terbuka atas kerugian yang dialaminya dapat dilakukan dengan pengajuan gugatan.⁴³² Meminta sebuah tanggung jawab dari perseroan karena dilanggarnya hak-hak pemegang saham minoritas perlu dibuktikan terlebih dahulu bahwa kebijaksanaan perseroan tidak adil atau tanpa alasan yang wajar sebagai akibat dari keputusan RUPS, Direksi atau Dewan Komisaris sebagaimana diatur dalam Pasal 61 ayat (1) Undang-Undang PT.

⁴²⁷ *Ibid.*

⁴²⁸ *Ibid*, hlm. 133.

⁴²⁹ *Ibid*, hlm. 134.

⁴³⁰ *Ibid*, hlm. 135.

⁴³¹ *Ibid*, hlm. 136.

⁴³² Yahya Harahap, *Op. Cit*, hlm. 306.

Tindakan perseroan terbuka yang menimbulkan kerugian bagi pemegang saham minoritas atas dasar tidak dipenuhi hak-hak dalam pelaksanaan *backdoor listing* dapat di golongan sebagai perbuatan melawan hukum (PMH).⁴³³ Tanggung jawab perbuatan melawan hukum hadir untuk melindungi hak-hak seseorang.⁴³⁴ Hukum dalam perbuatan melawan hukum menggariskan hak-hak dan kewajiban-kewajiban saat seseorang melakukan perbuatan baik kesalahan atau kelalaian kepada orang lain dan perbuatan tersebut menimbulkan kerugian bagi orang lain.⁴³⁵ Penjelasan perbuatan melawan hukum (PMH) tidak hanya mencakup pada tindakan yang melanggar peraturan perundang-undangan.⁴³⁶

Pasal 111 Undang-Undang Pasal Modal menyatakan bahwa setiap pihak yang menderita kerugian sebagai akibat dari pelanggaran atas Undang-undang ini dan atas peraturan pelaksanaannya dapat menuntut ganti rugi, baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama dengan pihak lain yang memiliki tuntutan yang serupa, terhadap pihak atau pihak-pihak yang bertanggung jawab atas pelanggaran tersebut. Permohonan tanggung jawab terhadap perseroan atas kerugian yang diderita oleh pemegang saham minoritas diatur dalam Pasal 61 ayat (1) Undang-Undang PT menyatakan bahwa setiap pemegang saham berhak mengajukan gugatan terhadap perseroan ke pengadilan negeri apabila

⁴³³ *Ibid.*

⁴³⁴ *Ibid*, hlm. 307.

⁴³⁵ *Ibid*, hlm. 308.

⁴³⁶ *Ibid.*

kerugian karena tindakan Perseroan yang dianggap tidak adil dan tanpa alasan wajar sebagai akibat keputusan RUPS, Direksi, dan/atau Dewan Komisaris.

Penjelasan pasal di atas, dimungkinkan adanya pengajuan gugatan terhadap perseroan atas kerugian yang diderita oleh pemegang saham minoritas. Tanggung jawab yang dimintakan oleh pemegang saham kepada perseroan dapat berupa permintaan ganti kerugian. Ganti rugi sebagai perwujudan dari perlindungan hukum bagi pemilik saham.⁴³⁷

Kedewasan dan kematangan para investor dalam pasar modal terus dituntut, sehingga terlalu rentan terhadap rumor dan isu yang diciptakan oleh pihak yang tidak bertanggung jawab. Investor akan semakin terlatih dalam menganalisis risiko investasi dan membaca hal-hal yang semula tidak dapat diprediksi menjadi sesuatu yang dapat diolah dan mampu mengambil keputusan yang tepat dan aman.⁴³⁸ Oleh karena itu, dalam hal *backdoor listing* walaupun perusahaan tidak melakukan IPO, tetapi kewajiban dalam pasar modal tetap harus dijalankan untuk melindungi investor dan calon investor demi berjalannya pasar modal yang baik.⁴³⁹

⁴³⁷ *Ibid.*

⁴³⁸ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op. Cit*, hlm. 280.

⁴³⁹ *Ibid.*

G. Implikasi Pengaturan *Backdoor Listing* Terhadap Investor Khususnya Pemegang Saham Minoritas

Terdapat beberapa dampak dari ketiadaan pengaturan *backdoor listing* di Indonesia. Implikasinya di antaranya: pertama, menimbulkan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh perusahaan belum tercatat yang mengambil keuntungan dari perusahaan tercatat di mana keadaan yang didorong oleh kepentingan diri perusahaan; kedua, para investor dalam hal membeli atau tidak membeli ekuitas suatu perusahaan tidak dapat mengetahui informasi karena kurangnya keterbukaan informasi dari dalam hal tindakan *backdoor listing*; ketiga, mempengaruhi harga saham perusahaan terbuka sebagai perusahaan yang diakuisisi, dimungkinkan untuk tidak lagi berfluktuasi atau tidak likuid sebagai akibat dari aksi *backdoor listing* perusahaan tersebut.⁴⁴⁰

Implikasi lain yang terjadi akibat pelaksanaan *backdoor listing* bagi regulator, perusahaan, dan investor secara umum baik di Indonesia maupun di Hong Kong. Implikasi tersebut antara lain:

1. Prinsip keterbukaan dalam pelaksanaan *backdoor listing* diperlukan sebagai media yang menghubungkan emiten, investor dan lembaga pengawas keuangan.
2. Prinsip keterbukaan informasi diperlukan karena dapat memberikan jaminan terhadap penipuan dan kesalahan informasi pada saat proses pengambilalihan pengendalian.
3. Prinsip keterbukaan informasi diperlukan dalam proses *backdoor listing*

⁴⁴⁰ Citra Senna, "Perlindungan Hukum....", *Loc.Cit.*

karena proses *backdoor listing* memangkas beberapa tahapan penting yang seharusnya dilakukan pada saat proses *go public* melalui IPO. Selain itu, *backdoor listing* juga memiliki risiko terhadap tidak terpenuhinya hak-hak dari pemegang saham minoritas yang pada kenyataannya harus memperoleh perlindungan. Dengan adanya pemilik saham dengan hak minoritas yang telah melewati tahapan penawaran umum terbatas ini memiliki persentase kepemilikan yang akan semakin berkurang. Hal ini mengakibatkan semakin berkurangnya kewenangan pengendalian atas perseroan terbuka. Keadaan inilah sangat jelas menimbulkan kerugian bagi seorang pemilik saham dengan hak minoritas.

4. Prinsip keterbukaan memberikan informasi yang jelas bagi investor dan mengedukasi masyarakat sebagai calon investor untuk mempertahankan investasinya dari risiko *backdoor listing*.
5. Prinsip keterbukaan dapat melahirkan ekonomi yang inklusif dan transparan.
6. Prinsip keterbukaan dapat menjamin transparansi kedua belah pihak, keadilan dalam investasi dan menguji kehandalan/profesionalisme.

Dengan demikian, perlindungan hukum terhadap investor atas pelaksanaan *backdoor listing* dengan melibatkan prinsip keterbukaan antara emiten dan investor. Hal ini karena perkembangan perusahaan tertutup yang ingin *go public* menggunakan cara dengan akuisisi perusahaan yang telah terdaftar di bursa. Artinya *backdoor listing* tidak hanya berorientasi pada keuntungan perusahaan tetapi perlu mempertimbangkan aspek sosial.

BAB IV

PENUTUP

A. Kesimpulan

Pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia kaitannya dengan perlindungan hukum terhadap investor mengkhuskan kepada pemegang saham minoritas ternyata tidak terjadi keharmonisan. Selama ini pelaksanaan *backdoor listing* yang dilakukan di Indonesia mengacu pada peraturan akuisisi, *merger*, dan *right issue*. Proses *right issue* memiliki akibat pada status kepemilikan saham dari seorang pemegang saham dengan hak minoritas karena berpotensi terjadi dilusi atas saham yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas. Peneliti mengamati pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia perlu berkaca dari negara Hong Kong, di mana *backdoor listing* disebut sebagai *reverse takeover*. Perbedaan pengaturan di Hong Kong yang mengatur persyaratan *reverse takeover* di mana para pemegang saham harus telah menyetujui adanya transaksi pengambilalihan dalam RUPS yang membuat para pemegang saham memiliki keterlibatan dalam perusahaan.

Regulasi mengenai pelaksanaan *backdoor listing* di Indonesia, salah satunya mengacu pada POJK tentang pengambilalihan perusahaan terbuka. Di mana persyaratan pengambilalihan perusahaan terbuka, perusahaan terbuka tidak perlu persetujuan pemegang saham dalam RUPS kecuali apabila persetujuan tersebut dipersyaratkan oleh peraturan perundang-undangan yang khusus mengatur bidang usaha Perusahaan Terbuka yang melakukan Pengambilalihan. Maka, dapat dilihat bahwa perlindungan

hukum bagi investor khususnya pemegang saham minoritas dalam praktik *backdoor listing* belum memenuhi prinsip transparansi, akuntabilitas, prinsip kewajaran dan kesetaraan. Tanggung jawab perseroan dalam pelaksanaan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dilakukan melalui RUPS, di mana RUPS ini telah menyepakati pelaksanaan *right issue*, namun tidak memenuhi aspek keterbukaan tentang pelaksanaan *right issue* yang mengakibatkan perubahan pengendalian perseroan terbatas. Tindakan perseroan yang merugikan dapat dikatakan sebagai perbuatan melawan hukum dan pemegang saham minoritas dapat meminta hak kompensasi melalui gugatan terhadap perseroan.

B. Saran

1. Kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Penulis menyarankan kepada OJK sudah seharusnya menerbitkan peraturan untuk mengatur secara khusus tindakan *backdoor listing* di Indonesia. Peraturan yang akan dibuat harus berpihak kepada kepentingan investor khususnya pemegang saham minoritas pada suatu perusahaan yang menjadi perusahaan tercatat pada perusahaan yang melakukan *backdoor listing*. Hal ini bertujuan untuk melindungi kepentingan investor yang akan berinvestasi agar mendapat gambaran yang jelas sebelum memutuskan berinvestasi dalam perusahaan hasil *backdoor listing*.

2. Kepada Pelaku Pasar Modal

Penulis menyarankan perlu adanya peran dari kelompok profesi sebagai lembaga etika yang mampu menjunjung tinggi profesionalisme

dengan menerapkan prinsip keterbukaan guna terciptanya perlindungan hukum bagi investor.

3. Kepada Investor Pasar Modal

Keputusan penilaian baik buruknya efek yang ditawarkan diserahkan sepenuhnya kepada para investor. Dengan demikian, para investor harus cermat terlebih dahulu membaca isi prospektus untuk membeli atau menjual atau mempertahankan sahamnya.



DAFTAR PUSTAKA

Buku

- Ais, Chatamarrasjid, *Menyingkap Tabir Perseroan (Piercing The Corporate Veil)*, Kapita Selekt Hukum Perusahaan, Cetakan Pertama, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2000.
- Andika Wijaya, Wida Peace Ananta, *IPO, Right Issue, dan Penawaran Umum Obligasi*, Sinar Grafika, Jakarta, 2018.
- Anwar, Jusuf, *Pasar Modal sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi*, PT Alumni, Bandung, 2005.
- Balfas, Hamud M., *Hukum Pasar Modal Indonesia (Edisi Revisi)*, PT. Tatanusa, Jakarta, 2012.
- Billah, Mohd Ma'sum, *Penerapan Pasar Modal Islam*, Sweet & Maxwell Asia, Malaysia, 2010.
- Brown, P., Ferguson, A., & Lam, P, *Choice Between Alternatives Routes To Go Public: Backdoor Listing Versus IPO*, Handbook of Research on IPOs, 2013.
- Casseli, Stefano, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Elsevier, USA, 2010.
- Charles Scharf, dkk, "Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts, and Takeovers, Third Edition", Prentice-Hall Inc, New Jersey, 1985.
- Correia, Carlos, dkk, *Financial Management*, United States: Juta and Company Ltd, 2007.
- Djuwaini, Dimyauddin, *Pengantar Fiqih Muamalah*, Pustaka Pelajar, Yogyakarta, 2008.
- Dr. Sumantoro, *Aspek-Aspek Hukum dan Potensi Pasar Modal di Indonesia*, Ghalia Indonesia, Jakarta, 1988.
- Fahmi, Irham, *Pengantar Pasar Modal*, Alfabeta, Bandung, 2012.
- Fuady, Munir, *Hukum Tentang Merger*, PT Citra Aditya Bakti, Bandung, 2002.
- _____, *Doktrin-Doktrin Perlindungan Pemegang Saham Minoritas*, Sejen dan Kepaniteraan MKRI, Bandung, 2005.

- _____, *Hukum Tentang Akuisisi, Takeover dan LBO*, Bandung: PT Citra Aditya Bakti, 2001.
- Garner, Bryan, *Black Law Dictionary, Eight Edition*, Thomson West, United States of America, 2004.
- Gusti Ayu, Diota Prameswari, *Investasi dan Pasar Modal Indonesia*, Rajawali Pers, Depok, 2018.
- Hadjon, Philipus M., *Perlindungan Hukum Bagi Rakyat Di Indonesia*, Peradaban, Sulawesi Selatan, 2007.
- Harahap, Yahya, *Hukum Perseroan Terbatas*, Sinar Grafika, Jakarta, 2009.
- Hariyani, Iswi dan Serfianto, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal*, Visimedia, Jakarta, 2010.
- Ibrahim, Jhony, *Teori dan Metodologi Penelitian Hukum Normatif*, Ctk. Kedua, Bayumedia Publishing, Malang, 2006.
- Inda Rahadiyan, *Pokok-Pokok Hukum Pasar Modal di Indonesia*, UII PRESS, Yogyakarta, 2017.
- Indra Surya, Ivan Yustiavandana, *Penerapan Good Corporate Governance*, Kencana, Jakarta, 2006.
- Julianto, James, *Surat Berharga: Suatu Tinjauan Yuridis dan Praktis*, Cetakan Kedua, Jakarta, 2014.
- Kamaludin, Karona Cahya Susena, dan Berto Usman, *Restrukturisasi, Merger, & Akuisisi*, Mandar Maju, Bandung, 2015.
- Khairandy, Ridwan, *Hukum Pasar Modal I*, FH UII PRESS, Yogyakarta, 2010.
- Manan, Abdul, *Hukum Ekonomi Syariah Dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama*, Kencana, Jakarta, 2012.
- Nasarudin, M. Irsan, *Aspek-Apek Pasar Modal Indonesia*, Kencana, Jakarta, 2004.
- Nasution, Bismar, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Jakarta, 2001.

- Pandji Anoraga dan Ninik Widiyanti, *Pasar Modal (Keberadaan dan Manfaatnya bagi Pembangunan)*, PT. Rineka Cipta, Jakarta, 1992.
- Pramono, Nindyo, *Sertifikasi Saham PT Go Public dan Hukum Pasar Modal di Indonesia*, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2001.
- Prasetya, Rudhy, *Perseroan Terbatas: Teori dan Praktik*, Cetakan Ketiga, Sinar Grafika, Jakarta, 2014.
- Rahardjo, Satjipto, *Ilmu Hukum* (Cetakan ke VI), PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2006.
- Raharjo, Sapto, *Kiat Membangun Aset Kekayaan*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta, 2006.
- Ridwan, *Hukum Administrasi Negara (Edisi Revisi)*, Rajawali Pers, Jakarta, 2014.
- Safitri, Indra, *Catatan Hukum Pasar Modal*, Go Global Book, Jakarta, 1998.
- Satjipto Raharjo, dkk, *Sisi-Sisi Lain Hukum Di Indonesia*, Penerbit Buku Kompas, Jakarta, 2003.
- Scott, David Logan, *Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*, United States: Houghton Mifflin Harcourt, 2003.
- Sitompul, Asril, *Pasar Modal, Penawaran Umum & Permasalahannya*, Bandung, PT Citra Aditya Bakti, 2000.
- Sjahputra, Iman, *Seluk-Beluk Hukum Pasar Modal dan Hukum Perseroan Terbatas*, Harvarindo, Jakarta, 2011.
- Sri Harini Dwiyatmi, *Pengantar Hukum Indonesia (Edisi Kedua)*, Ghalia Indonesia, Bogor, 2013.
- Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal Edisi ke-4*, Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN, Yogyakarta, 2011.
- Susyanti, Jeni, *Pengelolaan Lembaga Keuangan Syariah*, Empat Dua, Malang, 2016.
- Suta, I Putu Gede Ary, *Menuju Pasar Modal Modern*, Yayasan Sad Satria Bhakti, Jakarta, 2000.

Tandelilin, Eduardus, *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*, Kanisius, Yogyakarta, 2010.

Tjiptono Darmaji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal Indonesia (Pendekatan Tanya Jawab)*, Salemba Empat, Jakarta, 2001.

Umam, Khaerul, *Pasar Modal Syariah (Praktik Pasar Modal Syariah)*, CV Pustaka Setia, Bandung, 2013.

Untung, Budi, *Hukum Bisnis Pasar Modal*, Penerbit Andi, Yogyakarta, 2011.

Viljoen, M.J and N. Sibiya, *Longman Dictionary of Financial Terms*, South Africa: Pearson, 2007.

Wilamarta, Misahardi, *Hak Pemegang Saham Minoritas Dalam Rangka Good Corporate Governance, Cetakan Kedua*, Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Jakarta, 2005.

Winarno, Jaso, *Pasar Modal Indonesia: Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, Sinar Harapan, Jakarta, 1997.

Jurnal

Anisa Dwi Wulandari, "Implementation of The Good Corporate Governance at the Backdoor Listing Procedure as Means of Business Development in The Indonesia Stock Market", *Yustisia*, Vol. 5 No.3 September – Desember 2016.

Benjamin A. Templin, "Chinese Reverse Mergers, Accounting Regimes, and the Rule of Law in China", *Thomas Jefferson Law Review*, Vol. 34, 2011.

Citra Senna, "Perlindungan Hukum terhadap Investor Atas Diberlakukannya Forced Delisting di Bursa Efek Indonesia dan Akibat Hukumnya, *Dinamika: Jurnal Ilmiah Ilmu Hukum*, Vol. 26 No. 1, 2020.

Dr. Yudho Taruno Muryanto, S.H., M.Hum dan Anisa Dwi Wulandari, "Implementasi Prinsip *Good Corporate Governance* Dalam Pelaksanaan *Backdoor Listing* di Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Yustisia*, Vol. 5 No.3, 2016.

James C. Brau and Stanley E. Fawcett, "Initial Public Offerings : An Analysis of Theory and Practice", *The Journal of Finance*, Vol. LXI. No. 1, February, 2006.

Lusitania Eka Ramadhani et al, “Analisis Yuridis Prinsip Keterbukaan Informasi dalam Proses Initial Public Offering (IPO) Terkait dengan Prinsip Good Corporate Governance (GCG)”, *Jurnal Hukum*, Universitas Brawijaya, 2014.

Meisy Kartika Putri Sianturi et al, “Prinsip Keterbukaan sebagai Perlindungan Investor dalam Transaksi Luar Bursa (Over the Counter) sebagai Transaksi dalam Pasar Modal Indonesia”, *USU Law Journal*, Edisi No. 2 Vol. 2, Universitas Sumatera Utara, 2014.

William Santoso, “Backdoor Listing Strategy: Does It Matter For Performance Improvement?”, *4th Gadjah Mada International Conference On Economics And Business Journal*, Vol. 4, No. 1, 2016.

Yoga Partamayasa, “Back Door Listing: Kewenangan Badan Usaha dan UMKM Untuk Melakukan *Initial Public Offering* Tanpa Melewati Proses IPO”, *Media Iuris*, Vol. 3 No. 3, 2020.

Peraturan Perundang-Undangan

Indonesia

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas

Peraturan Pemerintah (PP) Nomor 27 Tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas

Peraturan KPPU No. 3 Tahun 2019 tentang Penilaian Terhadap Penggabungan atau Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan Saham Perusahaan yang Dapat Mengakibatkan Terjadinya Praktik Monopoli dan/atau Persaingan Usaha Tidak Sehat

POJK Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Terlebih Dahulu.

POJK Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

POJK Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka.

POJK Nomor 74/POJK. 04/2016 tentang Penggabungan Usaha Atau Peleburan Usaha Perusahaan Terbuka.

POJK Nomor 15/POJK. 04/2020 tentang Rencana dan Penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham Perusahaan Terbuka.

POJK Nomor 42/POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan.

POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha.

Peraturan Bappepam (OJK) X.J.1 tentang Perubahan Material Anggaran Dasar Perusahaan Tercatat.

Peraturan BEI No. 1-A Tentang Pencatatan Saham dan Efek Lainnya.

Fatwa DSN MUI No. 40/DSN-MUI/X/2002 Tentang Pasar Modal dan Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal.

Hong Kong

Consultation Conclusions on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria, and other Rule Amendments

HKEX Guidance Letter

HKEX Main Board Listing Rules

Data Elektronik dan Website

Agus Riyanto, “Kekuatan Pemegang Saham Independen, Benarkah Itu?, terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2020/03/22/kekuatan-pemegang-saham-independen-benarkah-itu/>. Diakses tanggal 25 Desember 2022.

Agus Riyanto, “Mempertanyakan Legalitas Backdoor Listing”, terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2020/05/17/mempertanyakan-legalitas-back-door-listing/>. Diakses tanggal 14 Oktober 2022.

Agustina Melani, “Blibli Akuisisi 51 Persen Saham Supra Boga Lestari Rp 2,03 Triliun” terdapat dalam, <https://www.liputan6.com/saham/read/4672813/blibli-akuisisi-51-persen-saham-supra-boga-lestari-rp-203-triliun>. Diakses tanggal 3 Oktober 2022.

Baker Mckenzie, “Stock Exchange of Hong Kong Publishes New Rules to Regulate Backdoor Listings and Shell Activities”, terdapat dalam https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/08/2019160_conclusion-backdoor-listings-and-shell-activities-2019.pdf?la=en , Diakses pada 07 November 2022.

Charltons, “New Listing Rules on Backdoor Listings Effective 1 October”, terdapat dalam <https://www.charltonslaw.com/new-listing-rules-on-backdoor-listings-effective-1-october/>, Diakses tanggal 18 November 2022.

Dewi Rachmat Kusuma, “Berapa Biaya Yang Diperlukan Perusahaan Untuk Melantai di Pasar Modal? , terdapat dalam <https://finance.detik.com/bursa-dan-valas/d-3077891/berapa-biaya-yang-diperlukan-perusahaan-untuk-melantai-di-pasar-modal>. Diakses tanggal 12 Oktober 2022.

Dinnie Melanie, “Kewajiban Notifikasi Merger dan Akuisisi.....”, terdapat dalam <https://kppu.go.id/wp-content/uploads/2020/07/Aktivitas-4-Kewajiban-Notifikasi-Merger-dan-Akuisisi-dalam-Situasi-Pandemi-Covid-19-dan-Mitigasi-Risikonya.pdf>, diakses tanggal 21 Maret 2023.

Herdi Alif, “Bukan China, Ini Negara Paling Banyak Investasi di RI”, terdapat dalam <https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-5745235/bukan-china-ini-negara-yang-paling-banyak-investasi-di-ri>, Diakses tanggal 20 November 2022.

HKEX, “Consultation Paper on Backdoor Listing, Continuing Listing Criteria And Other Rule Amendments”, terdapat dalam <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Consultation-Paper/cp201806.pdf>. Diakses tanggal 07 Oktober 2022.

https://en-rules.hkex.com.hk/pdf-manipulate?/sites/default/files/net_file_store/GL104-19.pdf, Diakses tanggal 6 Desember 2022.

https://www.eylaw.com.hk/en_hk/publications/know-how/hong-kong-ipo-and-corporate-finance/2020/02/backdoor-listing-in-hong-kong, Diakses tanggal 17 Desember 2022.

<https://www.investopedia.com/terms/g/greenfield.asp>, Diakses tanggal 17 November 2022.

https://www.kominfo.go.id/content/detail/22483/investasi-indonesia-kembali-menggeliat-pada-triwulan-iii-tahun-2019/0/artikel_gpr, Diakses tanggal 20 November 2022.

<https://www.rnz.co.nz/news/national/439062/what-is-a-bright-line-test>, Diakses tanggal 17 November 2022.

<https://www.wsj.com/articles/BL-MBB-8690>, Diakses tanggal 20 November 2022.

Mayer Brown, “The New Hong Kong Backdoor Listing Rules (Part 1) – Impact on Acquisitions by Hong Kong Listed Companies”, terdapat dalam https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/09/190927_hkg_corpsec_part1.pdf, Diakses tanggal 17 November 2022.

Robert Ashworth dan James Parkin, “The Corporate Governance Review Hong Kong”, terdapat dalam <https://thelawreviews.co.uk/title/the-corporate-governance-review/hong-kong>, Diakses tanggal 17 Desember 2022.

Securities and Future Commision, “Statement on the SFC’s approach to backdoor listing and shell activities”, terdapat dalam <https://www.sfc.hk/en/News-and-announcements/Policy-statements-and-announcements/Statement-on-the-SFCs-approach-to-backdoor-listings-and-shell-activities>, Diakses tanggal 12 Desember 2022.

Wingon Chui dan James Fong, “HKEX Issued New Consultation Paper on Backdoor Listing and Continuing Listing Criteria”, terdapat dalam <https://www.twobirds.com/en/insights/2018/hong-kong/hkex-issued-new-consultation-paper-on-backdoor-listing-and-continuing-listing-criteria>, diakses tanggal 21 Maret 2023.

Yuwono Triatmodjo, “Batal IPO, Air Asia *Backdoor listing* Lewat CMPP”, terdapat dalam <http://investasi.kontan.co.id/news/batal-ipo-airasia-backdoor-listing-lewat-cmpp>. Diakses tanggal 07 Oktober 2022.

Sumber Lain

Erik P. M. Vermeulen, “Rules on Backdoor Listing: A Global Survey”, *Indonesia-OECD Corporate Governance Policy Dialogue*, 2014.

Hasan Zein, “*Backdoor Listing* di Bursa Perlu Segera Diatur”, Bisnis Indonesia, 1997.

Laras Amyati Kusumastuti, “Perlindungan Hukum Notaris Pasar Modal Terhadap Backdoor Listing (Studi Kasus *Backdoor Listing* PT. Rimau Multi Putra Pratama Tbk)”, Tesis Magister Kenotariatan, Program Pasca Sarjana Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia.

Rininta Shafira, “Tinjauan Yuridis Atas Praktik Backdoor Listing Perusahaan yang Bergerak di Bidang Pertambangan Mineral dan Batubara dalam Pasar Modal”, Skripsi Sarjana Universitas Indonesia, Depok, 2015.

Tias Karina Putri, “Tinjauan Hukum Pelaksanaan Backdoor Listing melalui Penawaran Umum Terbatas (Studi Kasus: Backdoor Listing PT. Permata Prima Energy melalui Penawaran Umum Terbatas dengan Penerbitan HMETD PT. Toko Gunung Agung Tbk)”, Skripsi Sarjana Universitas Indonesia, Depok, 2015.

Velliana Tanaya dan Andreas Soetandi, Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas dalam Transaksi Bockdoor Listing Melalui Akuisisi di Indonesia, Fakultas Hukum UPH, Jakarta, 2014.