

Penguatan Regulasi Penghapusan Pencatatan Efek Oleh Bursa (Forced Delisting)

Lastuti Abubakar & Tri Handayani
Fakultas Hukum Universitas Padjadjaran
lastuti62abubakar@gmail.com

Submit: 30-04-2020; Review: 30-05-2020; Terbit: 22-06-2020

Abstract

One of the objectives of capital market regulation is an investor's protection. One of them is the authority of the Exchange to remove the Listed Company's shares from the list of securities at the Exchanges if the Listed Company run into significant conditions or events that have negative or financial impact, or to business continuity as a Listed Company. This study aims to analyze regulations regarding forced delisting to provide legal certainty and legal protection, especially for investors. This study use descriptive normative and analytical approach, and the data obtained are analyzed qualitatively. The obstacle is there in no mechanism to repurchase shares by the Listed Company. Therefore it is necessary to strengthen the regulation due to forced delisting matter. So, the regular, fair and efficient trading objectives and investor's protection can be fulfilled. Strengthening forced delisting regulation needs to accommodate a number of things, namely : the existence of regulations regarding the status of the Listed Company as a Public Company to become a Limited Company (PT) after the forced delisting process; deletion of shares from the securities register at KSEI; regulation regarding shares buyback and responsibilities of the ultimate shareholders.

Keywords: Forced Delisting, Regular, Fair and Efficient Trading, Strengthening Regulation.

Abstrak

Salah satu tujuan regulasi pasar modal adalah perlindungan investor. Salah satunya adalah kewenangan Bursa untuk melakukan penghapusan saham Perusahaan Tercatat (*forced delisting*) dari Daftar Efek di Bursa apabila Perusahaan Tercatat mengalami kondisi atau peristiwa signifikan yang berpengaruh negatif baik secara finansial maupun hukum, atau terhadap kelangsungan usaha Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka. Saat ini, regulasi *forced delisting* dianggap belum memberikan perlindungan hukum bagi investor. Salah satu kendalanya adalah tidak dikenalnya mekanisme pembelian saham kembali oleh Perusahaan Tercatat. Oleh karena itu, diperlukan penguatan regulasi *forced delisting* agar tujuan perdagangan yang teratur, wajar, dan efisien serta perlindungan investor dapat terpenuhi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis regulasi tentang *forced delisting* agar lebih memberikan kepastian hukum dan perlindungan hukum, khususnya bagi investor. Penelitian ini

menggunakan pendekatan yuridis normatif. Data yang diperoleh dianalisis secara yuridis kualitatif. Penguatan regulasi *forced delisting* perlu mengakomodasikan beberapa hal yaitu adanya pengaturan tentang status Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka menjadi Perusahaan (PT) setelah proses *forced delisting* (proses *going private*); penghapusan saham dari Daftar Efek di KSEI, pengaturan mengenai pembelian kembali saham serta tanggung jawab dari Pemegang Saham Pengendali.

Kata Kunci: *Forced Delisting, Perdagangan yang Teratur, Wajar dan Efisien, Perlindungan Investor, Penguatan Regulasi.*

Pendahuluan

Pasar Modal memiliki peran strategis dalam menunjang pembangunan ekonomi nasional. Selain menjadi alternatif pembiayaan perusahaan melalui penawaran umum Efek, pasar modal merupakan alternatif investasi bagi pemilik modal (investor). Ke dua fungsi ini akan berjalan dengan baik apabila regulasi dan kebijakan di pasar modal mampu menjamin dan memberikan perlindungan hukum bagi pelaku pasar termasuk investor. Sebagai bagian dari pasar modal global, regulasi di pasar modal Indonesia mengacu pada prinsip-prinsip dan tujuan pengaturan pasar modal yang diterbitkan oleh *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) yang dituangkan dalam *Objectives and Principles of Securities Market*.

Ada 3 tujuan pengaturan pasar modal yang direkomendasikan IOSCO yaitu : *protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; reducing systemic risk* (*International Organization of Securities Commissions*, 2017:3). Implementasi prinsip ini dalam regulasi pasar modal Indonesia secara tegas dielaborasi ke dalam Pasal 7 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal (UU PM) yang mengatur “ Bursa Efek didirikan dengan tujuan menyelenggarakan perdagangan Efek yang teratur, wajar, dan efisien. Selanjutnya penjelasan Pasal 7 memaknai perdagangan Efek secara teratur, wajar, dan efisien adalah“ suatu perdagangan yang diselenggarakan berdasarkan suatu aturan yang jelas dan dilaksanakan secara konsisten. Dengan demikian,

harga yang terjadi mencerminkan mekanisme pasar berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Perdagangan Efek yang efisien tercermin dalam penyelesaian transaksi yang cepat dengan biaya yang relatif murah”. Berdasarkan prinsip IOSCO tersebut dan POJK Nomor 1/POJK.07/2013 Tentang Perlindungan Konsumen Sektor Jasa Keuangan, perlindungan investor menjadi salah satu tujuan pengaturan di pasar modal. Hal ini sejalan dengan karakteristik investasi yaitu modal akan mengalir ke tempat yang memberikan *return* (keuntungan) terbesar dan menjamin keuntungan tersebut akan diperoleh oleh investor (Lastuti Abubakar & Tri Handayani, 2019: 61).

Salah satu pengaturan di pasar modal yang masih dianggap lemah adalah mekanisme penghapusan pencatatan Efek Perusahaan Tercatat (*listed company*) yang dilakukan oleh Bursa Efek atau *forced delisting*. Istilah “penghapusan” digunakan dalam Keputusan Direktur Bursa Efek Jakarta Nomor : Kep-308/BEJ/07-2004 Tentang Peraturan Nomor I-I Tentang Penghapusan

Pencatatan (*Delisting*) dan Pencatatan Kembali (*Relisting*) Saham Di Bursa. Selain itu, Pasal 6 Huruf (f) POJK Nomor 35 /POJK/04/201 Tentang Keterbukaan Atas Informasi Atau Fakta Material Oleh Emiten mengatur bahwa yang termasuk Informasi atau Fakta Material adalah “penghapusan pencatatan dan pencatatan kembali saham di Bursa Efek”. Namun demikian, Pasal 5 Huruf (j) UU Pasar Modal menggunakan istilah yang berbeda yaitu “pembatalan pencatatan Efek di Bursa”. Ke dua istilah tersebut merujuk pada makna yang sama, yaitu menghapus atau menghilangkan Efek Perusahaan Tercatat dari Daftar Efek di Bursa sehingga tidak dapat diperdagangkan.

Dalam praktik *forced delisting*, isu hukum yang mengemuka adalah kedudukan investor atau pemegang saham minoritas yang dirugikan akibat mekanisme *forced delisting* yang tidak transparan. Hal ini dianggap tidak sejalan dengan prinsip transparansi yang menjadi prinsip utama di pasar modal. Berbeda dengan proses *delisting*

yang diajukan oleh Perusahaan Tercatat (*voluntary delisting*) yang wajib disepakati oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan wajib memenuhi prinsip keterbukaan informasi. Selain itu, pengaturan proses *voluntary delisting* lebih rinci termasuk tata cara pembelian kembali saham. Isu hukum tentang pembelian kembali saham dalam mekanisme *forced delisting* ini menjadi salah satu agenda dalam *Focus Group Discussion* (FGD) terkait substansi rancangan POJK mengenai perubahan Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 di Batam yang diselenggarakan tanggal 19 November 2019. Berbeda dengan *voluntary delisting*, perusahaan yang dihapuskan pencatatannya oleh Bursa (*forced delisting*) memiliki *image* yang negatif karena biasanya perusahaan tercatat/emiten tersebut memiliki kinerja yang buruk sehingga mempengaruhi harga saham dan bursa menjadi tidak likuid (LR Sitorus, 2019 :22). Selain itu, mekanisme *forced delisting* tidak sejelas proses *voluntary delisting*. Mengacu pada keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta Nomor : Kep-

308/BEJ/07-2004 Tentang Peraturan Nomor I-I : Tentang Penghapusan Pencatatan (*delisting*) dan Pencatatan Kembali (*relisting*) Saham di Bursa. prosedur *delisting* saham oleh Bursa yang berkaitan dengan perlindungan pemodal hanya diatur dalam Huruf III.3.2.4 Peraturan No. I-I, ketentuan yang berkaitan dengan perlindungan pemodal adalah kesempatan untuk memperdagangkan di Pasar Negosiasi selama 20 (dua puluh) Hari Bursa sebelum tanggal efektif *Delisting*. Tampaknya, pengaturan kepentingan pemodal dalam proses *forced delisting* masih memerlukan penguatan dan penataan kembali, agar perlindungan investor sebagai tujuan pengaturan pasar modal dapat tercapai. Dari sisi Emiten atau Perusahaan Tercatat yang dibatalkan pencatatannya, Peraturan Bursa tersebut tidak mengatur kewajiban untuk memikul tanggung jawab atas kerugian investor, mengingat *forced delisting* disebabkan oleh kondisi finansial atau secara hukum berpengaruh negatif terhadap kelangsungan usaha Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka, dan tidak dapat

menunjukkan indikasi pemulihan yang memadai. Dalam praktik, *forced delisting* muncul akibat itikad tidak baik dari Perusahaan Tercatat untuk memperbaiki kinerjanya. Hal ini terjadi dalam kasus *forced delisting* saham PT Inovisi Infracom, Tbk (INVS) pada tahun 2017 akibat tidak ada itikad baik untuk memperbaiki kinerjanya. Sebelumnya, Bursa Efek Indonesia menjatuhkan *suspense* akibat bermasalah dalam penyajian laporan keuangan kuartal III-2014. Bursa Efek Indonesia menilai banyak angka yang disajikan mencurigakan. Salah satu pertimbangan BEI melakukan *forced delisting* adalah adanya kesalahan dari Perusahaan (Okefinance, 2017).

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, permasalahan yang dianalisis dan dipaparkan adalah bagaimana penataan dan penguatan regulasi *forced delisting* sesuai dengan prinsip regulasi di pasar modal untuk mencapai tujuan pengaturan pasar modal yaitu perlindungan investor pasar modal, menciptakan perdagangan yang

teratur, wajar, dan efisien serta mengurangi risiko sistemik.

Metode Penelitian

Penelitian tentang permasalahan *forced delisting* ini menggunakan metode pendekatan yuridis normatif, yaitu menitikberatkan pada data sekunder berupa bahan hukum primer, yaitu peraturan perundang-undangan maupun norma-norma yang berlaku, bahan hukum sekunder dan tersier. Artikel ini juga menggunakan pendekatan konsepsi *legist positivis*. Konsep ini memandang hukum sebagai identik dengan norma-norma tertulis yang dibuat dan diumumkan oleh lembaga yang berwenang. Konsepsi ini memandang hukum sebagai sistem normatif dan independen (Johny Ibrahim, 2006). Selanjutnya, spesifikasi penelitian bersifat deskriptif analitis, dimana data yang diperoleh dianalisis secara yuridis kualitatif dan diuraikan dalam bentuk paparan.

Hasil dan Pembahasan

Manfaat Penawaran Umum dan Listing di Bursa Efek Indonesia

Penghapusan pencatatan saham dari Daftar Efek (*delisting*) baik *voluntary* maupun *forced delisting* tidak dapat dilepaskan dari tujuan perusahaan melakukan penawaran umum dan mencatatkan sahamnya (*listing*) di Bursa Efek. Melalui penawaran umum, perusahaan menjadi perusahaan terbuka yang akan mendapatkan banyak manfaat. Selain pendanaan, perusahaan dapat meningkatkan kemampuan pinjaman dengan persyaratan yang lebih menguntungkan, dapat meningkatkan ekuitas ketika saham perusahaan lebih dikenal dan berkinerja baik, dan perusahaan dapat menjual sahamnya dengan persyaratan yang menguntungkan di masa depan (Levon Ghonyan, 2017 : 2). Selain sumber pendanaan baru, banyak keunggulan kompetitif lainnya seperti kesempatan mengajak mitra seperti pemasok (*supplier*) dan pembeli untuk menjadi pemegang saham, sehingga meningkatkan kualitas dan loyalitas pemegang saham. Selain itu perusahaan dituntut untuk dapat selalu meningkatkan kualitas kerja operasionalnya baik kepada pelanggan maupun

stakeholders lainnya. Dengan demikian, akan tercipta kondisi yang akan memacu perusahaan untuk dapat selalu memberikan hasil yang terbaik kepada para *stakeholders*nya. Di samping itu, perusahaan dapat meningkatkan kemampuan *going concern* atau kemampuan untuk tetap dapat bertahan dalam kondisi apapun termasuk dalam kondisi yang dapat mengakibatkan bangkrutnya perusahaan; meningkatkan citra perusahaan (*company image*), dan meningkatkan nilai perusahaan (*company value*) (Bursa Efek Indonesia, Tanpa Tahun : 3). Sementara itu, Listing atau pencantuman suatu Efek dalam Daftar Efek yang tercatat di Bursa akan menjadikan saham sebagai instrumen investasi yang likuid atau mudah diperdagangkan.

Untuk mendapatkan semua manfaat dari penawaran umum dan *listing* di Bursa, maka Perusahaan Terbuka wajib mematuhi peraturan perundang-undangan yang berlaku, khususnya menerapkan prinsip-prinsip di pasar modal antara lain : prinsip keterbukaan informasi (*full disclosure*) terutama berkaitan

dengan informasi dan fakta material yang akan mempengaruhi keputusan investasi para pemodal. Pasal 6 POJK Nomor 31/POJK.04/2015 Tentang Keterbukaan Atas Informasi Atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik mengatur tentang informasi dan fakta material apa saja yang perlu disampaikan kepada OJK dan diumumkan kepada masyarakat. Salah satu informasi material yang wajib dilaporkan atau disampaikan kepada masyarakat adalah penghapusan pencatatan (*delisting*) dan pencatatan kembali (*relisting*) saham di Bursa Efek. Oleh karena itu, baik *voluntary delisting* maupun *forced delisting* wajib disampaikan kepada masyarakat khususnya pemodal agar dapat mengambil keputusan investasi yang tepat. Bahkan sebelum *delisting*, apabila terdapat peristiwa, kejadian, atau fakta yang mempengaruhi harga Efek pada Bursa Efek dan/atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau Pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut. Kewajiban menerapkan keterbukaan informasi ini menjadi penting dalam aktivitas di pasar modal mengingat

satu-satunya sarana bagi pemodal (investor) untuk mengambil keputusan investasi adalah informasi yang akurat.

Selain keterbukaan informasi, Perusahaan Terbuka atau Emiten wajib patuh pada tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) untuk mewujudkan kepastian hukum dan perlindungan hukum bagi investor. Setiap perusahaan wajib menerapkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Otoritas Jasa Keuangan menerbitkan POJK Nomor 21/POJK.04/2015 Tentang Penerapan Pedoman Tata Kelola Perusahaan. Selanjutnya pedoman Tata kelola Perusahaan terbuka ini diatur dalam Surat Edaran OJK Nomor 32/SEOJK.04/2015 Tentang Pedoman Tata Kelola Perusahaan Terbuka. Terdapat 5 aspek Tata Kelola Perusahaan Terbuka yang sangat erat kaitannya dengan proses *delisting*, yaitu : 1) Hubungan Perusahaan Terbuka dengan pemegang Saham Dalam Menjamin Hak-Hak Pemegang Saham; 2) Fungsi dan Peran Komisaris; 3) Fungsi dan Peran Direksi; 4)

Partisipasi Pemangku Kepentingan; dan 5) Keterbukaan Informasi.

Selanjutnya, Surat Edaran OJK mengatur 8 prinsip tata kelola perusahaan yang baik, sesuai dengan praktik internasional yang patut diteladani. Ke 8 prinsip tersebut pada dasarnya bertujuan untuk menciptakan transparansi dan tanggungjawab perusahaan terutama berkaitan dengan hak-hak investor. Dari 8 prinsip tersebut terdapat beberapa prinsip yang erat kaitannya dengan perlindungan dan hak-hak investor yaitu prinsip pertama :meningkatkan nilai penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS); prinsip kedua: meningkatkan kualitas komunikasi Perusahaan Terbuka dengan Pemegang Saham atau Investor; prinsip ke tujuh yaitu meningkatkan aspek tata kelola perusahaan melalui partisipasi Pemangku Kepentingan; dan prinsip ke delapanya itu meningkatkan pelaksanaan keterbukaan informasi.

Berkenaan dengan tata kelola oleh Perusahaan Terbuka, implementasinya dilakukan dengan menggunakan pendekatan “*comply*

or explain” atau “terapkan dan jelaskan”. Dengan pendekatan ini, Perusahaan terbuka direkomendasikan melaksanakan rekomendasi penerapan aspek dan prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Dalam hal Perusahaan terbuka belum melaksanakan rekomendasi tersebut, Perusahaan Terbuka wajib menjelaskan alasannya dan alternatif pelaksanaannya. Perusahaan Terbuka harus memastikan bahwa penjelasan yang diberikan cukup jelas, informatif, dan memadai sehingga investor dan pemangku kepentingan lainnya mengerti alasan Perusahaan Terbuka tidak melaksanakan rekomendasi penerapan aspek dan prinsip tata kelola dalam Pedoman Tata kelola; dan/atau menggunakan cara lain dalam menerapkan aspek atau prinsip tata kelola dalam Pedoman Tata Kelola. Terkait dengan rekomendasi penerapan aspek dan prinsip tata kelola ini, terdapat 25 rekomendasi yang dicantumkan dalam Lampiran SE OJK Pedoman Tata Kelola. Dari ke 25 rekomendasi tersebut, ada beberapa rekomendasi yang relevan dengan penerapan prinsip

keterbukaan informasi bagi para investor terutama apabila terdapat informasi atau fakta material yang wajib dilaporkan kepada OJK dan disampaikan kepada masyarakat, termasuk informasi tentang *delisting* atau keadaan yang akan menyebabkan Bursa menghapus saham dari Daftar Efek (*forced delisting*). Rekomendasi tersebut adalah sebagai berikut :

- 1) Perusahaan terbuka memiliki suatu kebijakan komunikasi dengan pemegang saham atau investor;
- 2) Perusahaan Terbuka mengungkapkan kebijakan komunikasi Perusahaan Terbuka dengan pemegang saham atau investor dalam situs Web.
- 3) Kebijakan penilaian sendiri (*self assessment*) untuk menilai kinerja Dewan Komisaris, diungkapkan melalui Laporan Tahunan Perusahaan Terbuka.
- 4) Direksi mempunyai kebijakan penilaian sendiri (*self assessment*) untuk menilai kinerja direksi;
- 5) Perusahaan Terbuka memanfaatkan penggunaan

teknologi informasi secara lebih luas selain Situs Web sebagai media keterbukaan informasi, Namun demikian, rekomendasi lainnya tetap harus dilaksanakan untuk mematuhi aspek dan prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Sebagaimana diketahui, perusahaan yang menerapkan prinsip tata kelola yang baik mampu menghasilkan lebih banyak keuntungan dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menerapkan tata kelola. Berdasarkan riset yang dilakukan oleh Mc Kinsey, investor akan memperoleh keuntungan sekitar 27 % lebih baik dari perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* di Indonesia (Mc Kinsey, 2000 : 16). Saat ini, investor atau pemilik modal akan mempertimbangkan investasinya pada perusahaan -perusahaan dengan tata kelola yang baik.

Implikasi Hukum *Forced delisting* Terhadap Perusahaan Tercatat

1) Pengaturan Voluntary Delisting dan Forced Delisting dari sisi Investor

Mengacu pada ketentuan dalam Peraturan No.I-I Tentang

Penghapusan Pencatatan (*delisting*) dan Pencatatan kembali (*relisting*) saham di Bursa, terdapat perbedaan regulasi antara *voluntary delisting* dan *forced delisting*. Dari sisi investor, pengaturan mekanisme *voluntary delisting* lebih memberikan kepastian hukum dibandingkan dengan *forced delisting*. Hal ini dapat dilihat dari persyaratan untuk mengajukan *delisting* oleh Perusahaan Tercatat (*voluntary delisting*) yang diatur dalam Angka III.2.1 Peraturan No. I.I antara lain : perusahaan telah tercatat sekurang-kurangnya 5 tahun; memperoleh persetujuan RUPS, dan Perusahaan Tercatat wajib membeli kembali saham (*buyback*) dari pemegang saham yang tidak menyetujui keputusan RUPS; dan penentuan harga pembelian kembali. Dengan demikian, investor dapat mengambil keputusan yang tepat apabila Perusahaan Tercatat akan mengajukan *delisting*. Sementara itu, pengaturan *forced delisting* hanya memberikan kemungkinan bagi investor untuk memperdagangkan sahamnya di pasar negosiasi. Dimaksudkan dengan pasar negosiasi

adalah perdagangan Efek yang dilakukan melalui proses tawar-menawar secara individual (negosiasi secara langsung) antara Anggota Bursa atau nasabah melalui satu Anggota Bursa atau nasabah dengan Anggota Bursa (BEI, 2020). Kendalanya adalah investor tidak akan mudah untuk mendapatkan pembeli dengan harga yang baik untuk mengembalikan investasinya dalam kondisi Perusahaan Tercatat akan dihapus dari Daftar Efek. Maknanya investor akan memegang saham yang tidak likuid setelah proses *forced delisting* berakhir. Dengan demikian, rezim perlindungan hukum yang akan digunakan mengacu pada ketentuan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (Citra Senna, 2020 : 35). Antisipasi terhadap keadaan ini adalah pengawasan terhadap kewajiban keterbukaan informasi (*full disclosure*) atas informasi atau fakta material Perusahaan Tercatat, sehingga investor mengetahui kondisi atau peristiwa yang terjadi pada Perusahaan Tercatat untuk menentukan keputusan investasi

sebelum Bursa melakukan *forced delisting*. Dalam beberapa kasus *delisting*, hal yang memicu Bursa menghapus saham Perusahaan Tercatat adalah adanya kendala keuangan (*financial distress*) yang menyebabkan perusahaan tidak atau belum menyampaikan laporan keuangannya (Putri Risnanti, 2019:15). Berbeda dengan *voluntary delisting* dimana keputusan Perusahaan Tercatat mengajukan permohonan penghapusan saham sebagai pilihan yang lebih baik daripada terus bertahan dan tidak menguntungkan bagi pemegang saham, *forced delisting* dilakukan sebagai akibat adanya pelanggaran terhadap persyaratan pencatatan yang kadangkala sengaja dilanggar oleh Perusahaan Tercatat (Douglas Muyeche, 2014 :17).

Selain mengatur tentang kewajiban pembelian kembali saham, pengaturan prosedur *voluntary delisting* memberikan peluang bagi investor untuk mengambil keputusan investasi yang tepat. Berdasarkan Angka III.2.2.1 Peraturan I.I, Perusahaan Tercatat wajib terlebih dahulu menyampaikan

rencana *delisting* kepada Bursa sebelum menyampaikan keterbukaan informasi awal kepada publik, termasuk informasi mengenai alasan dan tujuan *delisting* saham; pihak yang akan melakukan pembelian kepada pemegang saham yang ingin menjual saham Perusahaan Tercatat, dan perkiraan harga pembelian saham. Dengan demikian, keterbukaan informasi dalam prosedur *voluntary delisting* diterapkan secara baik. Bahkan, Bursa melakukan *suspense* atas saham perusahaan atas permohonan Perusahaan Tercatat. Selanjutnya, Peraturan I.I mengatur bahwa *delisting* atas permohonan Perusahaan Tercatat (*voluntary delisting*) baru akan efektif setelah Perusahaan Tercatat memenuhi seluruh kewajibannya kepada Bursa, membayar biaya *delisting* Efek dan Bursa memberikan persetujuan *delisting* dan mengumumkan di Bursa. Dengan demikian, *delisting* saham akan efektif termasuk apabila Perusahaan tercatat menyampaikan permohonan *delisting* disertai dengan laporan pelaksanaan pembelian saham dan opini konsultan hukum

yang independen yang menyatakan bahwa proses pembelian saham telah selesai dan sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Berbeda dengan *voluntary delisting*, dalam prosedur *delisting* saham oleh Bursa, selain tidak ada ketentuan tentang pembelian kembali, tidak ada pembebanan kewajiban dan tanggung jawab Perusahaan Tercatat yang berpotensi merugikan investor. Ketentuan *forced delisting* hanya menyebutkan syarat *delisting* saham oleh Bursa merupakan kewenangan Bursa, yaitu apabila ada indikasi bahwa Perusahaan Tercatat mengalami satu atau lebih kondisi yang diatur dalam ketentuan III.3.1 yaitu: mengalami kondisi, atau peristiwa yang secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kelangsungan usaha Perusahaan Tercatat, baik secara finansial maupun secara hukum, atau terhadap kelangsungan status Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka, dan Perusahaan Tercatat tidak dapat menunjukkan indikasi pemulihan yang memadai; dan/atau saham Perusahaan Tercatat yang akibat *suspense* di Pasar

Reguler dan Pasar Tunai, hanya diperdagangkan di Pasar Negosiasi sekurang-kurangnya selama 24 bulan terakhir. Selanjutnya, Bursa akan melakukan dengar pendapat dengan Perusahaan Tercatat. Dalam hal Bursa memutuskan untuk melakukan *delisting*, maka Bursa akan memberitahukan keputusan akan dilakukannya *delisting* saham Perusahaan Tercatat termasuk jadwal pelaksanaannya kepada Perusahaan Tercatat pada Hari Bursa yang sama dengan diputuskannya *delisting* dengan tembusan kepada OJK. Namun demikian, Bursa dapat melakukan *delisting* tanpa menunggu 24 bulan apabila Perusahaan dalam kondisi yang tidak memungkinkan untuk restrukturisasi atau insolvensi. Selanjutnya, Bursa akan mengumumkan di Bursa mengenai keputusan *delisting* Perusahaan Tercatat selambat lambatnya pada awal sesi 1 Hari Bursa berikutnya setelah diputuskannya *delisting* dimaksud. Dan apabila dipandang perlu Bursa dapat melakukan *suspense* selama 5 Hari Bursa dan selanjutnya diperdagangkan hanya di Pasar negosiasi selama 20 Hari Bursa

sebelum tanggal efektif delisting. Ketentuan III.2.5 mengatur bahwa delisting berlaku efektif pada tanggal yang ditetapkan oleh Bursa dalam keputusan delisting, dan diumumkan di Bursa.

Mengacu pada ketentuan *forced delisting* di atas, belum tampak ketentuan yang secara eksplisit mengatur penerapan keterbukaan informasi kepada investor. Keputusan untuk melakukan *forced delisting* didasarkan pada kondisi Perusahaan Tercatat, dan keputusan penghapusan semata-mata diputuskan berdasarkan pertimbangan dan kewenangan Bursa selaku SRO. Satu-satunya ketentuan yang berkaitan dengan kedudukan investor adalah kesempatan investor untuk memperdagangkan saham di pasar negosiasi selama 20 Hari Bursa. Regulasi ini menyebabkan banyak pandangan dari sisi investor bahwa regulasi *forced delisting* belum mempertimbangkan kepentingan investor (kontan.co.id,2019).

2) Implikasi Hukum Delisting Terhadap Perusahaan

Tercatat Sebagai Perusahaan Terbuka

Baik *voluntary delisting* maupun *forced delisting* akan berdampak hukum terhadap status Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka. Delisting tidak demi hukum mengubah status Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka menjadi Perseroan Terbatas (*go private*). Diperlukan dasar hukum yang mengatur secara tegas kapan status Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka berakhir, karena ini akan mengakhiri seluruh kewajiban dan tanggung jawab Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka. Perubahan status dari Perusahaan Terbuka menjadi Perusahaan (tertutup) atau proses "*go private*", akan mengakhiri berlakunya rezim hukum pasar modal kembali ke rezim hukum korporasi, yaitu Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (UU PT). Peraturan I.I Tentang *Delisting* dan *Relisting* tidak mengatur tentang proses "*go private*" dan perubahan status Perusahaan Tercatat. Penentuan perubahan status

perusahaan bukan merupakan ranah pengaturan Bursa Efek sebagai SRO, melainkan menjadi bagian dari kewenangan mengatur Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Sama halnya dengan perubahan status Perseroan Terbatas menjadi PT Terbuka. Mengacu pada Pasal 1 Angka 7 UU PT, pengertian Perseroan Terbuka adalah Perseroan Publik atau Perseroan yang melakukan penawaran umum saham, sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Selanjutnya Pasal 16 Ayat (2) UU PT mengatur bahwa untuk Perseroan Terbuka ini pada akhir nama Perseroan ditambah kata singkatan "Tbk". Selain dari itu, tidak dikenal istilah Perusahaan Tertutup melainkan Perseroan yang didahului dengan frase Perseroan Terbatas (PT). Dengan demikian, amanat perubahan status PT menjadi PT, Terbuka diamanatkan oleh UU PT untuk tunduk pada ketentuan di pasar modal. Lebih lanjut, UU Pasar Modal dan UU OJK memberikan kewenangan mengatur kepada OJK.

3) Pembatalan Pendaftaran Efek di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI)

Selain perubahan status Perusahaan Terbuka, delisting akan berdampak terhadap pendaftaran dan penyimpanan efek di Kustodian Sentral Efek Indonesia. Sebagaimana diketahui, KSEI merupakan SRO yang mempunyai fungsi sebagai Lembaga penyimpanan dan penyelesaian. Dalam sistem *scripless trading system* (perdagangan tanpa warkat) yang digunakan di Bursa Efek Indonesia, saham yang diperdagangkan dengan sistem *scripless trading* akan disimpan atau dititipkan secara kolektif dan didaftarkan pada KSEI. Hal ini merujuk pada Pasal Ketidadaan aturan tentang pembatalan atau penghapusan pendaftaran Efek di KSEI menyebabkan banyak saham yang masih tersimpan di KSEI menjadi tidak jelas statusnya dan kepemilikannya. Berdasarkan data yang diterbitkan oleh KSEI per 12 November 2019, jumlah penerbit Efek (saham) *delisted* atau sudah dihapuskan dari Daftar Efek di Bursa yang masih tersimpan di KSEI

berjumlah 49 Emiten. Dari ke 49 Emiten tersebut, 16 Emiten dapat dihubungi oleh KSEI dan tetap membayar *annual fee* ke KSEI; 4 Emiten dapat dihubungi dan belum membayar *annual fee* ke KSEI; dan 29 Emiten tidak dapat dihubungi dan tidak membayar *annual fee* ke KSEI. Jumlah total nilai *closing price* saat *delisting* senilai Rp. 16.198,81 miliar. Selama berada dalam penyimpanan di KSEI, maka saham ini masih menjadi tanggung jawab KSEI. Oleh karena itu, penghapusan saham Perusahaan Tercatat dari Daftar Efek di Bursa, seharusnya diikuti pula dengan berakhirnya pendaftaran Efek di KSEI. Dengan demikian, proses *forced delisting* akan mengakhiri pencatatan saham baik di Bursa maupun di KSEI. Hal ini diperlukan untuk memberikan kepastian hukum bagi para investor sebagai pemilik Efek yang ditransaksikan dan kejelasan status Efek yang dihapuskan.

4) **Implikasi *Forced Delisting* Terhadap Peraturan Bursa Efek Indonesia Untuk Skema *Forced Delisting***

Reformulasi regulasi terkait *forced delisting* ini pun perlu diikuti dengan perubahan regulasi oleh Bursa Efek dengan menekankan pentingnya langkah-langkah hukum untuk memastikan penerapan transparansi kepada investor dan pihak terkait. Usulan perubahan tersebut antara lain pengaturan tentang *suspense* oleh Bursa, Opsi Blokir Saham Pengendali kepada OJK dan Surat permintaan penjelasan, dengar pendapat dengan Perusahaan Tercatat, *Site Visit* dan rencana perbaikan dalam hal ada indikasi bahwa Perusahaan Tercatat mengalami kondisi persyaratan *Forced delisting*. Dalam masa treatment dan monitoring khusus (24 bulan) Perusahaan mengumumkan progress perbaikan kondisi secara berkala, dan Bursa dapat mengumumkan potensi *delisting* secara berkala (*supervisory action*). Apabila Perusahaan Tercatat gagal melakukan perbaikan kondisi, Bursa akan memutuskan *Delisting* dengan pemberitahuan ke OJK dan Perusahaan Tercatat (BEI, 2019 : 7).

Konsep Penataan dan Penguatan Regulasi *Forced delisting*

Mengacu pada beberapa kelemahan regulasi *forced delisting* sebagaimana diuraikan, sudah saatnya dilakukan penataan atau penguatan regulasi *forced delisting* sebagai salah satu sarana perlindungan investor di pasar modal. Selain itu, penataan dan penguatan regulasi ini relevan dengan tujuan regulasi di pasar modal untuk menciptakan pasar yang teratur, wajar dan efisien. Penataan regulasi ini sangat urgen mengingat ketentuan *forced delisting* masih mengacu pada ketentuan Bursa yang lahir sebelum berlakunya UU OJK. Selain itu, perkembangan pengaturan dan aktivitas pasar modal yang pesat perlu diakomodasikan dalam ketentuan *delisting* yang baru. Termasuk ke dalam proses penataan dan penguatan regulasi ini adalah proses sinkronisasi dan harmonisasi terhadap ketentuan-ketentuan baru. Berikut hal-hal yang perlu diakomodasikan dalam penguatan regulasi *forced delisting*.

1) Pengaturan kewajiban *go private* bagi Perusahaan Tercatat yang telah di hapus

dari Daftar Efek oleh Bursa (*Forced Delisting*)

Salah satu akibat hukum yang timbul dari proses *forced delisting* adalah saham tersebut tidak dapat lagi diperdagangkan di Bursa Efek. Hal ini tentu tidak menguntungkan bagi investor yang bermaksud melepaskan saham tersebut. Selain itu, *delisting* ini menjadi kontradiktif dengan regulasi yang mengatur proses *go public* yang justru menginginkan perusahaan yang melakukan penawaran umum untuk mencatatkan sahamnya di Bursa agar dapat diperdagangkan di Bursa. Semakin banyak instrumen yang diperdagangkan di Bursa, semakin likuid transaksi di Bursa. Kebijakan yang mendorong agar saham Perusahaan dicatatkan di Bursa dapat dilihat dari proses penawaran umum (*go public*) yang mengharuskan perusahaan untuk memenuhi beberapa syarat antara lain : 1) mempersiapkan dokumen permohonan Pencatatan ke Bursa dan mempersiapkan dokumen permohonan pendaftaran ke KSEI, 2) penyampaian permohonan Perjanjian Pendahuluan Pencatatan

ke Bursa dan penyampaian permohonan pendaftaran ke KSEI. Selanjutnya, apabila dokumen yang disyaratkan sudah lengkap, akan ditindaklanjuti dengan pembuatan perjanjian pendahuluan Pencatatan Efek dan Perjanjian Pendaftaran Efek di KSEI. Berdasarkan ketentuan B.14 Peraturan Pencatatan Efek Nomor I A : Ketentuan Umum Pencatatan Efek yang mengatur bahwa “ dalam hal Transaksi Bursa atas Efek Emiten diselesaikan melalui sistem penyelesaian transaksi pemindahbukuan (*book entry settlement*), maka Emiten yang bersangkutan wajib mengikuti proses konversi Efek ke dalam Penitipan Kolektif sesuai dengan jadwal yang ditetapkan oleh Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP). Dengan demikian, proses *forced delisting* akan berakibat pula pada status saham pada penitipan dan penyimpanan Efek di KSEI. Oleh karena itu, OJK perlu menguatkan regulasi *forced delisting* dengan kewajiban Perusahaan Tercatat yang dihapuskan pencatatannya oleh Bursa (*forced delisting*) untuk melakukan *go private* secara

bersamaan, dan berlaku seketika pada saat keputusan *forced delisting* oleh Bursa diterbitkan. Usulan ini mempertimbangkan bahwa apabila proses *go private* dimulai pada saat efektif *delisting*, maka proses *delisting* akan memerlukan waktu yang lebih panjang karena menunggu realisasi *buy back* dalam rangka *go private* (BEI,2019 :10)

2) Tanggung Jawab Pemegang Saham Pengendali

Perbedaan mendasar antara *voluntary delisting* dan *forced delisting* adalah persyaratan yang melatarbelakanginya. *Voluntary delisting* diajukan oleh Perusahaan Tercatat yang bersangkutan dengan memenuhi persyaratan yaitu : telah tercatat di Bursa paling kurang 5 tahun; memperoleh persetujuan RUPS; Perusahaan Tercatat atau Pihak lain yang ditunjuk wajib membeli saham dari pemegang saham yang tidak menyetujui RUPS pada harga tertinggi; dan Perusahaan Tercatat membayar telah membayar biaya *delisting* Efek sebesar 2 kali biaya pencatatan Efek tahunan terakhir. Dari persyaratan tersebut

dapat disimpulkan bahwa pemegang saham dilibatkan dalam proses *voluntary delisting* melalui RUPS, dan mempunyai hak untuk dibeli kembali sahamnya apabila tidak menyetujui keputusan Perusahaan Tercatat untuk *delisting*. Tidak demikian halnya dengan *forced delisting*, yang disebabkan oleh kondisi perusahaan yang berpengaruh negatif terhadap kelangsungan usaha Perusahaan Tercatat baik secara finansial dan hukum, atau terhadap kelangsungan status Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka, atau akibat saham Perusahaan Tercatat yang akibat *suspense* di Pasar Reguler dan Pasar Tunai, hanya diperdagangkan di Pasar Negosiasi sekurang-kurangnya selama 24 bulan terakhir. Dapat disimpulkan bahwa penyebab terjadinya *forced delisting* disebabkan oleh permasalahan internal yang menjadi tanggung jawab manajemen dan pemegang saham. Oleh karena itu, untuk meningkatkan calon Perusahaan Tercatat dan memberikan efek jera kepada manajemen Perusahaan Tercatat yang *delisting*, maka perlu

ditambahkan kriteria evaluasi bahwa direktur, komisaris dan pemegang saham pengendali Calon Perusahaan Tercatat bukan pihak yang menjabat sebagai direksi, komisaris dan pemegang saham pengendali pada saat perusahaan dikenakan *forced Delisting* dalam 5 tahun terakhir sejak efektifnya *delisting*. Ketentuan ini sebaiknya dimuat dalam prosedur standar operasional yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia. Selain itu, mengingat *forced delisting* ini menjadi tanggung jawab Perusahaan Tercatat, perlu dipertimbangkan untuk memuat tanggung jawab pemegang saham pengendali untuk bertanggung jawab terhadap investor atau pemegang saham minoritas. Salah satu bentuk tanggung jawab pemegang saham pengendali adalah tetap menjadi pemegang saham sampai proses *delisting* termasuk menyelesaikan kewajiban terhadap investor selesai. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali tidak dapat melepaskan atau mentransaksikan sahamnya selama proses *forced delisting* berakhir. Salah satu upaya yang dapat dilakukan adalah pemblokiran saham

pemegang saham pengendali yang disimpan dan terdaftar di KSEI oleh KSEI atas instruksi OJK. Hal ini sesuai dengan ketentuan dalam Pasal 59 Ayat (3) UU PM yang mengatur bahwa pemblokiran rekening efek hanya dapat dilakukan oleh Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian atas perintah tertulis dari Bapepam (sekarang OJK) atau berdasarkan permintaan tertulis dari Kepala Kepolisian Daerah, Kepala Kejaksaan Tinggi atau Ketua Pengadilan Tinggi untuk kepentingan peradilan dalam perkara perdata atau pidana.

3) **Kewajiban pembelian kembali saham**

Pembelian kembali saham oleh Perusahaan Terdaftar merupakan kata kunci dalam penguatan regulasi *forced delisting* untuk memberikan perlindungan hukum yang maksimal bagi investor. Saat ini, kewajiban pembelian kembali saham oleh Perusahaan Terdaftar hanya ada dalam ketentuan tentang *voluntary delisting*. Ke depan, kewajiban pembelian kembali perlu diatur, disamping kewajiban Perusahaan

untuk melakukan proses *go private*, sehingga jumlah saham menjadi kurang dari persyaratan yang ditetapkan oleh peraturan OJK.

4) **Kewajiban menerapkan prinsip keterbukaan informasi**

Sejalan dengan tujuan menciptakan pasar yang teratur, wajar dan efisien, penataan dan penguatan regulasi *forced delisting* dan *delisting* pada umumnya mengedepankan menerapkan prinsip transparansi dengan mewajibkan Perusahaan Terdaftar untuk menyampaikan keterbukaan informasi baik pada OJK maupun masyarakat.

Konsep penataan dan penguatan regulasi terkait *forced delisting* tetap membuka peluang bagi Bursa untuk mengatur secara lebih rinci mengenai proses penghapusan saham dari Daftar Efek yang akan berlaku efektif setelah mendapatkan persetujuan OJK. Dengan demikian, pendekatan yang digunakan dalam penguatan regulasi *forced delisting* dilakukan secara terintegrasi.

Simpulan

Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan beberapa hal :

- 1) Penghapusan saham dari Daftar Efek di Bursa oleh Bursa Efek (*forced delisting*) merupakan sarana Bursa untuk menciptakan perdagangan yang teratur, wajar dan efisien sekaligus bertujuan untuk melindungi investor. Namun demikian, regulasi *forced delisting* saat ini dirasakan belum memberikan perlindungan yang optimal bagi investor, yang pada akhirnya dapat mengakibatkan tidak tercapainya tujuan regulasi *forced delisting* tersebut.
- 2) Untuk mengoptimalkan *forced delisting* sebagai sarana perlindungan investor, diperlukan penguatan regulasi tentang penghapusan saham dari Daftar Efek di Bursa, khususnya *forced delisting*.
- 3) Konsep penguatan dan penataan regulasi *forced delisting* memuat beberapa hal yakni pengaturan kewajiban *go private* bagi Perusahaan Tercatat yang telah dihapus dari Daftar Efek oleh Bursa (*Forced Delisting*);

tanggung jawab pemegang saham pengendali; kewajiban pembelian kembali saham; dan kewajiban menerapkan prinsip keterbukaan informasi.

Daftar Pustaka

Buku

Bursa Efek Indonesia , Tanpa Tahun, Panduan Go Public, PT Bursa Efek Indonesia.

Bursa Efek Indonesia, 2019, *FGD Delisting & Go Private*, Batam, November

IOSCO, 2017, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, OICV-IOCO, May

Johny Ibrahim, 2006, *Teori dan Metodologi Penelitian Hukum*, Malang : Bayumedia Publishing

Mc Kinsey & Company, 2000, *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, Juni

Jurnal

Citra Senna, 2020, *Perlindungan Hukum Terhadap Investor Atas Diberlakukannya Forced Delisting di Bursa Efek Indonesia Dan Akibat Hukumnya*, Dinamika-Jurnal Ilmiah Ilmu Hukum, Vol.26, No.1, Februari

Douglas Muyeche, 2014, *Voluntary Delisting : The Reasons*

Behind, Global Journal of Interdisciplinary Social Sciences, Vol.3.1, Januari-Februari
<https://www.longdom.org/articles/voluntary-delisting-the-reasons-behind.pdf>

Lastuti Abubakar & Tri Handayani, 2019, *Perlindungan Hukum Investor di Pasar Modal melalui Fungsi Penjaminan Penyelesaian Transaksi Bursa*, Jurnal RechtIdee, Vol.14, No.1, Juni

Putri Risnanti, 2019, Eny Kustiyah, Rochmi WIjayanti, *Analisis kebangkrutan Perusahaan Yang Ternacam Delisting di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Maksipreneur, Vol.9, No.1, Desember

Internet

Bursa Efek Indonesia, Mekanisme Perdagangan, PT Bursa Efek Indonesia. <https://www.idx.co.id/investor/mekanisme-perdagangan/>

Okefinance, 2017, *Laporan Keuangan Bermasalah, BEI delisting Saham Inovisi Infracom*, Neraca, September
<https://economy.okezone.com/read/2017/09/27/278/1783909/laporan-keuangan-bermasalah-bei-delisting-saham-inovisi-infracom>

Kontan.co.id, 2019, *MISSI : OJK dan BEI Tidak Punya Komitmen Lindungi*

Investor, Kamis, 13 Juni
<https://investasi.kontan.co.id/news/missi-ojk-dan-bei-tak-punya-komitmen-lindungi-investor>

Levon Ghonyan, 2017, *Advantages and Disadvantages of Going Public and Becoming Listed Company*, Royal Holloway University of London, Juli, hlm. 1-8, diunduh dari https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2995271