

Kesenjangan Regulasi Backdoor Listing dalam Hukum Pasar Modal Indonesia: Analisis Kesetaraan Kewajiban Keterbukaan antara Reverse Takeover dan Initial Public Offering

Michelle Angela Londa¹, Rafi Ahmad Ghani Gumilar, Salman Ayyasyah Felani Salim

¹ Program Studi Ilmu Hukum, Universitas Padjadjaran, Sumedang, Indonesia

Korespondensi: michelle23001@mail.unpad.ac.id

Informasi Artikel

Riwayat artikel:

Received Sept 18th, 2026

Revised Oct 5th, 2026

Accepted Oct 22th, 2026

Keyword:

Pasar Modal; *Backdoor Listing*;

Initial Public Offering;

Keterbukaan Informasi;

Perlindungan Investor.

ABSTRAK

Backdoor listing merupakan salah satu mekanisme alternatif bagi perusahaan tertutup untuk memperoleh akses ke pasar modal tanpa melalui proses *Initial Public Offering* (IPO) secara konvensional. Di Indonesia, praktik ini belum diatur secara khusus sebagai mekanisme hukum tersendiri, meskipun rangkaian transaksi yang membentuk *backdoor listing* tetap tunduk pada berbagai ketentuan pasar modal. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaturan dan penerapan *backdoor listing*, membandingkan kewajiban keterbukaan informasinya dengan IPO, serta mengidentifikasi kesenjangan regulasi antara kedua mekanisme tersebut dalam kaitannya dengan perlindungan investor. Penelitian menggunakan metode hukum normatif dengan pendekatan perundang-undangan dan pendekatan komparatif. Bahan hukum primer berupa peraturan perundang-undangan dan regulasi pasar modal, sedangkan bahan hukum sekunder berupa buku, artikel jurnal, dan hasil penelitian yang relevan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa persoalan utama bukan terletak pada ketiadaan pengaturan, melainkan pada fragmentasi aturan yang berlaku. Dalam IPO, keterbukaan informasi disusun secara relatif komprehensif melalui Pernyataan Pendaftaran dan prospektus sebelum investor mengambil keputusan investasi. Sebaliknya, keterbukaan dalam *backdoor listing* mengikuti aksi korporasi yang digunakan dan dapat tersebar dalam beberapa dokumen serta tahapan. Perbedaan utama terletak pada orientasi, cara penyajian, waktu penyampaian, dan ruang lingkup informasi. Temuan ini menunjukkan perlunya kerangka keterbukaan yang lebih koheren dan penguatan perlindungan investor secara preventif.



© 2026 The Authors. Published by Punggawa Legacy Center. This is an open access article under the CC BY license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

PENDAHULUAN

Penawaran umum perdana atau *initial public offering* (“IPO”) dalam Pasal 70 ayat (1) Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UU Pasar Modal”) merupakan mekanisme utama bagi perusahaan untuk menghimpun dana publik, dan hanya dapat dilakukan setelah pernyataan pendaftaran emiten menjadi efektif (Pasal 70 ayat (1) UU Pasar Modal). Persyaratan ini menjadikan prinsip keterbukaan informasi (*full disclosure*) (Pasal 1 angka 25 UU Pasar Modal) sebagai gerbang bagi setiap emiten. Keterbukaan mengurangi asimetri informasi agar investor dapat mengambil keputusan secara rasional (Nasution, 2001, hlm. 175–185), karena tanpa koreksi, asimetri informasi membuat pasar dipenuhi produk berkualitas rendah (Akerlof, 1970).

Namun, tidak semua perusahaan menempuh IPO. Melalui *backdoor listing*, perusahaan tertutup memperoleh status tercatat dengan mengambil alih perusahaan yang telah tercatat, umumnya perusahaan cangkang atau berkinerja menurun (Wahono & Ngadiman, 2024, hlm. 3). Di Indonesia, praktik yang tergolong *reverse takeover* ini (Stockbit, 2022) ditempuh melalui pembelian saham pengendali yang diikuti injeksi aset, penyerapan saham baru dalam *rights issue* (Riyanto, 2020), atau

reverse merger (Mirae Asset, t.t.). Sedikitnya 20 emiten berpindah pengendali sepanjang Januari hingga November 2025 (Warta Ekonomi, 2025), tetapi Otoritas Jasa Keuangan (“OJK”) belum berencana membentuk pengaturan khusus karena menilai POJK Nomor 9/POJK.04/2018 telah memadai (Infobanknews, 2025).

Persoalan hukumnya bukan kekosongan hukum, melainkan fragmentasi pengaturan. Norma yang tersebar dalam UU Pasar Modal, UU Perseroan Terbatas, POJK Nomor 9/POJK.04/2018, dan POJK Nomor 17/POJK.04/2020 hanya mengatur prosedur peralihan pengendalian, persetujuan RUPS, dan hak pemegang saham publik untuk keluar, tanpa menguji kelayakan bisnis yang masuk ke bursa (Anwar, 2008, hlm. 45). Tanggung jawab atas informasi menyesatkan dalam Pasal 80 ayat (1) UU Pasar Modal pun hanya melekat pada penawaran umum. Ketimpangan ini semakin tajam karena sejak 31 Maret 2026 Bursa Efek Indonesia (“BEI”) justru memperketat syarat IPO, antara lain dengan *free float* 15% hingga 25% (Bursa Efek Indonesia, 2026). Ketika pintu depan diperketat sementara pintu belakang tetap longgar, terbuka ruang arbitrase regulasi, dengan risiko terbesar pada 31,6 juta investor yang lebih dari separuhnya berusia di bawah 30 tahun (Republika, 2026) dan literasi pasar modalnya baru 17,78% (Bareksa, 2026). Dalam kerangka teori perlindungan hukum, kondisi ini menandakan lemahnya perlindungan preventif (Hadjon, 1987, hlm. 2).

Kajian terdahulu telah menelaah legalitas *backdoor listing* (Berliane et al., 2025), peran OJK dalam mengaturnya (Maychellina & Abraham, 2024), dan perlakuan akuntansinya (Wahono & Ngadiman, 2024). Namun, sepanjang penelusuran penulis, belum terdapat kajian yang membandingkan secara sistematis kewajiban keterbukaan dalam *backdoor listing* dan IPO dengan menjadikan pengaturan *reverse takeover* di Hong Kong (Hong Kong Exchanges and Clearing, 2019) dan Singapura (Singapore Exchange, t.t.) sebagai tolok ukur.

Oleh karena itu, artikel ini mengkaji: (1) pengaturan dan penerapan *backdoor listing* dalam hukum pasar modal Indonesia; (2) perbandingan kewajiban keterbukaan informasi dalam *backdoor listing* dan IPO; serta (3) kesenjangan regulasi di antara keduanya dan penguatan regulasi yang diperlukan untuk menjamin perlindungan investor. Kajian dilakukan dengan metode penelitian hukum normatif melalui pendekatan perundang-undangan, konseptual, dan perbandingan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode hukum normatif dengan menelaah bahan hukum primer berupa peraturan perundang-undangan dan regulasi pasar modal, serta bahan hukum sekunder berupa buku, artikel jurnal, dan hasil penelitian yang relevan (Marzuki, 2017). Pendekatan yang digunakan meliputi pendekatan perundang-undangan untuk mengkaji pengaturan *backdoor listing* dan IPO dalam hukum pasar modal Indonesia, serta pendekatan komparatif untuk membandingkan kewajiban keterbukaan informasi dalam kedua mekanisme tersebut. Bahan hukum yang diperoleh kemudian dianalisis secara kualitatif untuk membangun argumentasi hukum mengenai perbedaan struktur dan ruang lingkup keterbukaan informasi antara *backdoor listing* dan IPO.

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Pengaturan dan Penerapan Backdoor Listing dalam Hukum Pasar Modal Indonesia

Pasar modal Indonesia dibangun di atas prinsip keterbukaan, yang menempatkan informasi material sebagai dasar bagi investor untuk mengambil keputusan secara rasional (Nasution, 2001, hlm. 175–185). Prinsip tersebut diwujudkan paling ketat pada mekanisme penawaran umum perdana IPO, yang mensyaratkan pernyataan pendaftaran, prospektus, dan uji tuntas oleh profesi penunjang pasar modal. *Backdoor listing* menjadi persoalan hukum karena memungkinkan perusahaan tertutup memperoleh status tercatat tanpa melalui seluruh tahapan tersebut.

Bagian ini menguji dua hal. Pertama, bagaimana hukum positif Indonesia mengatur *backdoor listing*. Kedua, apakah pengaturan tersebut memberikan perlindungan yang setara dengan IPO, baik secara preventif maupun represif sebagaimana dikonstruksikan dalam teori perlindungan hukum (Hadjon, 1987, hlm. 2). Argumen utama yang diajukan adalah bahwa *backdoor listing* tidak berada dalam kekosongan hukum, melainkan diatur secara terfragmentasi. Pengaturan tersebut melindungi prosedur peralihan pengendalian, tetapi tidak menguji kelayakan bisnis yang masuk ke bursa.

1. Konstruksi Konseptual dan Pola Backdoor Listing di Indonesia

Backdoor listing merupakan strategi korporasi ketika perusahaan tertutup mengambil alih perusahaan yang telah tercatat di bursa, yang umumnya berupa perusahaan cangkang (*shell company*) atau perusahaan dengan kinerja yang menurun (Wahono & Ngadiman, 2024, hlm. 3). Secara teoritis, praktik ini diklasifikasikan sebagai *reverse takeover*, karena entitas yang secara ekonomi lebih besar justru memasuki pasar melalui perusahaan publik yang lebih kecil (Stockbit, 2022). Berbeda dengan IPO sebagai “pintu depan” yang diawasi secara ketat, jalur ini memungkinkan perusahaan menjadi entitas publik tanpa melalui penawaran umum konvensional.

Praktik di Indonesia menunjukkan setidaknya tiga pola. Pola pertama adalah pembelian saham pengendali perusahaan terbuka, yang kemudian diikuti injeksi aset atau perubahan kegiatan usaha. Pola kedua adalah penambahan modal melalui *rights issue*, di mana calon pengendali baru menyerap sebagian besar saham baru hingga memperoleh posisi pengendali (Riyanto, 2020). Pola ketiga adalah penggabungan usaha antara perusahaan tertutup dengan perusahaan terbuka dalam bentuk *reverse merger* (Mirae Asset, t.t.).

Intensitas praktik ini cukup tinggi. BEI mencatat sedikitnya 20 emiten berpindah pengendali sepanjang Januari hingga November 2025 (Warta Ekonomi, 2025). Sebagian di antaranya merupakan emiten yang baru beberapa tahun tercatat, lalu dialihkan kepada pengendali baru (Kontan, 2025). Pola ini mengindikasikan bahwa status perusahaan tercatat telah diperlakukan sebagai komoditas yang dapat diperjualbelikan, terlepas dari usaha yang semula dijalankan.

Secara normatif, praktik tersebut tidak dilarang. OJK menyatakan belum berencana menetapkan pengaturan khusus mengenai *backdoor listing*, karena tata cara pengambilalihan perusahaan terbuka dinilai telah diatur dalam POJK Nomor 9/POJK.04/2018 (Infobanknews, 2025). Sikap serupa ditunjukkan BEI, yang menyatakan netral terhadap jalur pencatatan dan tidak mengatur *backdoor listing* secara khusus (Pasardana, 2025).

2. Fragmentasi Pengaturan *Backdoor Listing* dalam Hukum Positif

Tidak satu pun peraturan perundang-undangan di Indonesia menggunakan istilah *backdoor listing*. Meskipun demikian, setiap tahapan praktik ini tunduk pada norma tertentu yang tersebar dalam undang-undang, peraturan OJK, dan peraturan bursa. Dengan kata lain, persoalannya bukan kekosongan hukum (*rechtsvacuum*), melainkan fragmentasi pengaturan.

Pada tingkat undang-undang, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal sebagaimana diubah dengan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan menjadi payung hukum utama. Pasal 1 angka 25 UU Pasar Modal mewajibkan emiten menyampaikan seluruh informasi material mengenai usaha dan efeknya secara tepat waktu. Namun, tanggung jawab perdata atas informasi yang tidak benar atau menyesatkan menurut Pasal 80 ayat (1) UU Pasar Modal hanya melekat pada pernyataan pendaftaran dalam rangka penawaran umum. Adapun larangan menciptakan gambaran semu mengenai harga efek dan larangan membuat pernyataan menyesatkan tetap berlaku bagi setiap pihak berdasarkan Pasal 91 dan Pasal 93 UU Pasar Modal.

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas mengatur aspek korporasinya. Pasal 125 mendefinisikan pengambilalihan sebagai pengambilalihan saham yang mengakibatkan beralihnya pengendalian perseroan. Pasal 126 ayat (1) mewajibkan perbuatan hukum tersebut memperhatikan kepentingan perseroan, pemegang saham minoritas, karyawan, kreditor, masyarakat, dan persaingan sehat. Apabila ditempuh melalui penggabungan, Pasal 123 ayat (2) huruf e mewajibkan rancangan penggabungan memuat laporan keuangan tiga tahun buku terakhir setiap perseroan yang bergabung.

Pada tingkat peraturan pelaksana, POJK Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka menjadi rujukan utama OJK (Infobanknews, 2025). Peraturan ini mewajibkan pengendali baru melakukan penawaran tender wajib atas sisa saham publik. Apabila penawaran tender wajib mengakibatkan kepemilikan pengendali baru melebihi 80% dari modal disetor, Pasal 21 POJK Nomor 9/POJK.04/2018 mewajibkan pengalihan kembali saham kepada masyarakat hingga minimal 20% dalam jangka waktu paling lama dua tahun.

Tahap lanjutan berupa injeksi aset tunduk pada POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha. Transaksi senilai 20% atau lebih dari ekuitas dikategorikan sebagai transaksi material, dan transaksi di atas 50% ekuitas wajib memperoleh

persetujuan RUPS serta menggunakan penilai independen. Perubahan kegiatan usaha juga wajib memperoleh persetujuan RUPS, didukung studi kelayakan oleh penilai, dan diumumkan kepada pemegang saham. Selain itu, *rights issue* tunduk pada POJK Nomor 32/POJK.04/2015 sebagaimana diubah dengan POJK Nomor 14/POJK.04/2019 yang mensyaratkan pernyataan pendaftaran dan prospektus, sementara kewajiban pengumuman fakta material diatur dalam POJK Nomor 31/POJK.04/2015.

Pada tingkat peraturan bursa, Peraturan BEI Nomor I-A sebagaimana terakhir diubah dengan Keputusan Direksi Nomor Kep-00045/BEI/03-2026 mengatur syarat pencatatan perdana dan pencatatan kembali (*relisting*), tetapi tidak memuat ketentuan khusus mengenai *backdoor listing* (Bursa Efek Indonesia, 2026). BEI menyatakan hanya mengacu pada ketentuan pengambilalihan yang telah ada (Pasardana, 2025). Pemetaan norma tersebut terhadap setiap tahapan *backdoor listing* disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1
(Pemetaan Pengaturan terhadap Tahapan *Backdoor Listing*)

Tahapan	Dasar hukum	Objek Perlindungan	Aspek yang tidak dijangkau
Negosiasi dan pengambilalihan saham pengendali	Pasal 125–126 UU PT; POJK 9/2018	Keterbukaan rencana pengambilalihan	Kelayakan bisnis calon pengendali baru
Penawaran tender wajib dan pengalihan kembali saham	Pasal 21 POJK 9/2018	Hak pemegang saham publik untuk keluar	Kepentingan pemegang saham yang bertahan
Injeksi aset atau transaksi material	POJK 17/2020	Persetujuan RUPS dan kewajiban nilai transaksi	Kelayakan aset untuk tercatat di bursa
Perubahan kegiatan usaha	POJK 17/2020	Persetujuan RUPS dan studi kelayakan	Pengujian setara syarat pencatatan IPO
Penambahan modal (<i>rights issue</i>)	POJK 32/2015 jo. POJK 14/2019	Prospektus penambahan modal	Uji tuntas setara IPO atas bisnis yang masuk
Pencatatan di bursa	Peraturan BEI I-A (2026)	Syarat pencatatan perdana dan <i>relisting</i>	Pemicu pencatatan ulang bagi <i>backdoor listing</i>

3. Penerapan dan Celah Regulasi: Absennya Pengujian atas Bisnis yang Masuk

Pemetaan dalam Tabel 1 memperlihatkan pola yang konsisten. Norma yang tersedia mengatur cara pengendalian berpindah dan memberikan jalan keluar bagi pemegang saham publik, tetapi tidak menguji kelayakan bisnis yang memasuki bursa. Dalam kerangka teori perlindungan hukum, hal ini berarti perlindungan preventif terhadap investor lemah, sehingga beban perlindungan bergeser pada mekanisme represif yang baru bekerja setelah kerugian terjadi (Hadjon, 1987, hlm. 2). Kelemahan tersebut tampak dalam empat celah berikut.

Celah pertama adalah ketiadaan uji kelayakan pencatatan atas bisnis yang masuk. Perusahaan yang menempuh IPO wajib memenuhi syarat Peraturan BEI Nomor I-A, termasuk riwayat operasional, kinerja keuangan, serta porsi saham publik (*free float*) sebesar 15% hingga 25% sejak 31 Maret 2026 (Bursa Efek Indonesia, 2026). Sebaliknya, bisnis yang masuk melalui *backdoor listing* cukup melewati persetujuan RUPS dan penilaian kewajiban transaksi berdasarkan POJK Nomor 17/POJK.04/2020. Regulasi yang ada lebih menitikberatkan prosedur akuisisi saham daripada standar kualitas aset entitas yang masuk, sehingga standarnya kerap tidak setinggi emiten yang melalui IPO (Anwar, 2008, hlm. 45). Akibatnya, bisnis yang tidak memenuhi syarat IPO tetap dapat tercatat melalui jalur belakang.

Celah kedua adalah ketidaksetaraan tanggung jawab atas informasi. Pasal 80 ayat (1) UU Pasar Modal membebaskan tanggung jawab kepada penandatanganan pernyataan pendaftaran, direksi dan komisaris emiten, penjamin pelaksana emisi, serta profesi penunjang, tetapi hanya dalam rangka

penawaran umum. Pengambilalihan saham pengendali tidak memerlukan penawaran umum, sehingga pemilik bisnis yang masuk tidak menandatangani pernyataan pendaftaran. Kondisi ini menimbulkan asimetri informasi, karena entitas yang mengambil alih tidak diwajibkan menyusun prospektus selengkap emiten IPO (Amiruddin et al., 2023, hlm. 106; Berliane et al., 2025, hlm. 18–21).

Celah ketiga adalah perlindungan yang hanya menjangkau pemegang saham yang keluar. Penawaran tender wajib berdasarkan POJK Nomor 9/POJK.04/2018 memberi pemegang saham publik kesempatan menjual sahamnya kepada pengendali baru. Namun, bagi pemegang saham yang memilih bertahan, tidak terdapat jaminan bahwa bisnis yang diinjeksikan layak dan dinilai wajar oleh pasar. Perubahan pengendali dan arah bisnis juga berpotensi menimbulkan dilusi yang menggerus nilai investasi pemegang saham lama (Stockbit, 2022).

Celah keempat adalah pengawasan yang bersifat reaktif dan bertumpu pada diskresi. Efektivitas pengawasan kerap terhambat karena transaksi semacam ini dikemas sebagai aksi korporasi biasa, sehingga mekanisme penyaringan terhadap emiten berisiko menjadi kurang optimal (Safitri, 1998, hlm. 110). BEI menyatakan bersikap selektif dengan meminta bukti kemampuan dan rencana bisnis pengendali baru (Pasardana, 2025), tetapi sikap tersebut belum dirumuskan sebagai kewajiban normatif. Kasus PT Sekawan Intipratama Tbk (SIAP) memperlihatkan akibatnya: harga saham melonjak lebih dari 1.000% tanpa perubahan fundamental, disertai rencana *rights issue* senilai Rp4,68 triliun, lalu jatuh dan memicu gagal bayar sebuah perusahaan efek (Sie et al., 2025, hlm. 375–376). Larangan manipulasi dalam Pasal 91 dan Pasal 92 UU Pasar Modal telah tersedia, tetapi penegakannya baru berjalan setelah kerugian investor terjadi (Sie et al., 2025, hlm. 378–380).

Perbandingan dengan yurisdiksi lain menunjukkan bahwa celah tersebut dapat ditutup melalui pengaturan. Hong Kong memperlakukan akuisisi yang merupakan upaya mencatatkan bisnis baru untuk menghindari syarat pencatatan sebagai *reverse takeover*. Konsekuensinya, perusahaan tercatat diperlakukan sebagai pemohon pencatatan baru, dan bisnis yang masuk wajib memenuhi syarat kelayakan serta rekam jejak pencatatan (Hong Kong Exchanges and Clearing, 2019). Singapura menerapkan pendekatan serupa melalui Rule 1015 Mainboard Rules, yang mewajibkan akuisisi yang mengubah pengendalian atau bernilai 100% atau lebih dari ukuran perusahaan memperoleh persetujuan pemegang saham, dengan bisnis yang masuk memenuhi syarat pencatatan (Singapore Exchange, t.t.). Indonesia belum memiliki pemicu serupa.

Berdasarkan analisis tersebut, *backdoor listing* di Indonesia diatur secara terfragmentasi melalui UU Pasar Modal, UU Perseroan Terbatas, POJK Nomor 9/POJK.04/2018, dan POJK Nomor 17/POJK.04/2020. Pengaturan tersebut melindungi prosedur peralihan pengendalian dan hak keluar pemegang saham publik. Celah regulasinya terletak pada ketiadaan kewajiban agar bisnis yang masuk memenuhi standar kelayakan dan tanggung jawab keterbukaan yang setara dengan IPO, sehingga perlindungan investor lebih bertumpu pada upaya represif daripada preventif.

B. Perbandingan Kewajiban Keterbukaan Informasi dalam Backdoor Listing dan IPO

Persoalan yang perlu dilihat kemudian adalah bagaimana kewajiban keterbukaan tersebut dibandingkan dengan mekanisme IPO. Perbandingan ini penting karena keduanya dapat membawa suatu bisnis ke dalam lingkungan pasar modal, tetapi melalui prosedur hukum yang berbeda. Perbedaan jalur tersebut pada akhirnya juga menentukan bentuk dan kedalaman informasi yang diterima oleh investor.

Dalam IPO, keterbukaan informasi ditempatkan sejak awal sebagai bagian dari proses perusahaan menawarkan efek kepada masyarakat. Perusahaan yang hendak melakukan penawaran umum harus menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Otoritas Jasa Keuangan dengan dokumen yang dipersyaratkan. POJK Nomor 7/POJK.04/2017 menempatkan prospektus, laporan keuangan, pendapat dari segi hukum, serta dokumen lain yang berkaitan dengan penawaran umum sebagai bagian dari rangkaian Pernyataan Pendaftaran. Artinya, sebelum masyarakat mengambil keputusan untuk membeli saham, perusahaan terlebih dahulu harus membuka informasi yang memungkinkan calon investor mengenali perusahaan yang sahamnya ditawarkan (Otoritas Jasa Keuangan, 2017a).

Posisi prospektus dalam mekanisme tersebut menjadi sangat penting. POJK Nomor 8/POJK.04/2017 mengatur secara khusus bentuk dan isi prospektus dalam penawaran umum efek bersifat ekuitas. Informasi yang disampaikan tidak berhenti pada jumlah saham, harga penawaran, atau jadwal penawaran, melainkan menjangkau kondisi perusahaan secara lebih luas. Prospektus memuat informasi mengenai penggunaan dana hasil penawaran umum, struktur permodalan dan kepemilikan

saham, keterangan mengenai kegiatan usaha, kondisi keuangan, manajemen, perkara hukum yang material, sampai faktor risiko yang dapat memengaruhi kegiatan usaha maupun investasi pemegang saham (Otoritas Jasa Keuangan, 2017b).

Pola keterbukaan tersebut menunjukkan bahwa IPO menggunakan pendekatan yang berpusat pada perusahaan yang akan masuk ke pasar publik. Yang perlu diketahui investor bukan hanya transaksi penawaran sahamnya, tetapi juga siapa perusahaan yang menawarkan saham tersebut, bagaimana usahanya dijalankan, siapa yang mengendalikan perusahaan, bagaimana kondisi keuangannya, untuk apa dana masyarakat akan digunakan, dan risiko apa yang mungkin dihadapi setelah investasi dilakukan. Karena itu, informasi dalam IPO disusun dalam satu rangkaian yang relatif utuh sebelum investor memutuskan untuk menempatkan dananya. Keterbukaan dalam proses IPO dengan demikian memiliki karakter yang kuat pada tahap sebelum keputusan investasi dilakukan. Prinsip *full disclosure* ditempatkan sebagai bagian penting dalam proses IPO karena kualitas keputusan investor sangat bergantung pada tersedianya informasi material mengenai emiten (Amiruddin, Soefyanto, & Umam, 2023).

Struktur tersebut tidak dijumpai dalam bentuk yang sama pada *backdoor listing*. Sebagaimana telah dibahas pada bagian sebelumnya, hukum positif Indonesia tidak membentuk *backdoor listing* sebagai satu prosedur pasar modal tersendiri. Karena itu, keterbukaan informasi tidak lahir dari satu proses pendaftaran khusus bernama *backdoor listing*, melainkan mengikuti tindakan hukum yang dilakukan perusahaan terbuka dalam rangkaian transaksi tersebut. Apabila transaksi mencapai batas material atau mengakibatkan perubahan kegiatan usaha, kewajiban keterbukaan mengikuti ketentuan mengenai transaksi material dan perubahan kegiatan usaha.

Perbedaan tersebut dapat dilihat pertama kali dari keterbukaan dalam proses pengambilalihan. POJK Nomor 9/POJK.04/2018 mendefinisikan pengambilalihan perusahaan terbuka sebagai tindakan yang secara langsung maupun tidak langsung mengakibatkan perubahan pengendali. Dalam konteks ini, kewajiban keterbukaan terutama berkaitan dengan terjadinya perubahan pengendalian dan pihak yang menjadi pengendali baru. Dengan demikian, objek utama keterbukaannya adalah perubahan yang terjadi pada perusahaan yang memang sebelumnya telah berstatus terbuka, bukan proses memperkenalkan sebuah perusahaan baru kepada publik sebagaimana dalam IPO (Otoritas Jasa Keuangan, 2018).

Karakter keterbukaan yang berbasis transaksi juga terlihat ketika *backdoor listing* dilanjutkan dengan pemasukan aset atau perubahan kegiatan usaha. POJK Nomor 17/POJK.04/2020 mengharuskan perusahaan terbuka memenuhi kewajiban tertentu apabila transaksi memenuhi kriteria sebagai transaksi material. Dalam hal terjadi perubahan kegiatan usaha, perusahaan terbuka wajib terlebih dahulu memperoleh persetujuan RUPS dan menggunakan penilai untuk melakukan studi kelayakan atas perubahan kegiatan usaha tersebut. Informasi yang diberikan kepada pemegang saham pada tahap ini diarahkan agar mereka mengetahui transaksi atau perubahan yang akan dilakukan oleh perusahaan terbuka (Otoritas Jasa Keuangan, 2020).

Dari konstruksi tersebut terlihat adanya perbedaan orientasi keterbukaan antara IPO dan transaksi *backdoor listing*. Dalam IPO, keterbukaan dimulai dari posisi perusahaan sebagai calon emiten yang hendak menawarkan saham kepada masyarakat. Informasi yang disampaikan menggambarkan perusahaan secara keseluruhan. Sementara itu, dalam *backdoor listing*, titik awalnya adalah perusahaan yang sudah berada dalam pasar modal, kemudian mengalami perubahan pengendalian, struktur modal, aset, atau kegiatan usaha. Kewajiban keterbukaan dengan demikian lebih banyak mengikuti perubahan-perubahan tersebut.

Perbedaan berikutnya terletak pada cara informasi disusun. Dalam IPO, prospektus berfungsi sebagai dokumen utama yang mengumpulkan berbagai informasi penting mengenai emiten dalam satu kerangka. Calon investor dapat membaca profil perusahaan, laporan keuangan, struktur kepemilikan, faktor risiko, rencana penggunaan dana, dan berbagai informasi material lain melalui dokumen yang sama. Susunan tersebut membuat informasi mengenai perusahaan tersedia secara relatif terintegrasi sebelum berlangsungnya penawaran umum. Dalam *backdoor listing*, informasi yang relevan dapat muncul dalam beberapa dokumen dan pada tahapan yang berbeda. Keterangan mengenai perubahan pengendali dapat ditemukan dalam keterbukaan pengambilalihan. Informasi mengenai aset yang dimasukkan dapat muncul dalam keterbukaan transaksi material. Rencana perubahan kegiatan usaha dapat dijelaskan melalui dokumen yang disampaikan kepada pemegang saham menjelang RUPS. Hal ini menunjukkan bahwa investor dapat menerima informasi yang cukup banyak, tetapi informasi

tersebut lahir berdasarkan jenis transaksi yang dilakukan dan tidak selalu terhimpun dalam satu dokumen yang memberikan gambaran menyeluruh mengenai bisnis yang masuk sebagaimana prospektus dalam IPO.

Dari sisi waktu, pola keterbukaan keduanya juga memperlihatkan karakter yang berbeda. Dalam IPO, informasi utama mengenai emiten disampaikan sebelum calon investor mengambil bagian dalam penawaran saham. Investor berada pada posisi belum menjadi pemegang saham dan memiliki kesempatan untuk menilai informasi dalam prospektus sebelum memutuskan apakah akan membeli efek yang ditawarkan. Dengan kata lain, keterbukaan berfungsi untuk memberikan landasan bagi keputusan awal untuk masuk ke dalam investasi tersebut. Keadaannya berbeda dalam *backdoor listing*. Sebagian investor publik telah menjadi pemegang saham perusahaan terbuka sebelum pergantian pengendali atau perubahan bisnis berlangsung. Informasi kemudian diterima seiring berkembangnya aksi korporasi, baik pada saat rencana transaksi diumumkan, menjelang RUPS, setelah terjadinya perubahan pengendalian, maupun ketika terdapat informasi yang memenuhi kualifikasi sebagai fakta material (Otoritas Jasa Keuangan, 2024).

Perbedaan lain tampak pada ruang lingkup informasi mengenai bisnis yang pada akhirnya berada di dalam perusahaan terbuka. Dalam IPO, penjelasan mengenai kegiatan usaha dan faktor risiko menjadi bagian penting dari informasi emiten karena bisnis itulah yang sejak awal ditawarkan kepada investor. Prospektus juga memberi konteks mengenai kondisi keuangan, riwayat operasional, struktur pemegang saham, dan berbagai keadaan yang dapat memengaruhi prospek perusahaan. Dengan cara ini, investor tidak hanya mengetahui bahwa saham akan diterbitkan, tetapi memperoleh gambaran mengenai bisnis yang mendasari saham tersebut. Sementara itu, pada *backdoor listing*, ruang lingkup informasi mengenai bisnis yang masuk sangat dipengaruhi oleh bentuk transaksi yang digunakan. Apabila bisnis baru masuk melalui transaksi material, informasi yang tersedia akan mengikuti persyaratan transaksi material. Jika mengakibatkan perubahan kegiatan usaha, informasi juga akan mengikuti persyaratan perubahan kegiatan usaha. Jika prosesnya didahului perubahan pengendali, keterbukaan mengenai pengendalian menjadi bagian tersendiri.

Pada titik ini terlihat bahwa keterbukaan dalam kedua mekanisme tersebut sebenarnya bekerja melalui struktur yang berbeda. IPO memiliki fokusnya untuk memberikan gambaran menyeluruh mengenai perusahaan yang untuk pertama kalinya menawarkan saham kepada masyarakat. Adapun dalam *backdoor listing*, keterbukaan lebih banyak bekerja berdasarkan tindakan atau transaksi. Fokus informasinya berubah mengikuti peristiwa yang sedang terjadi, mulai dari pengambilalihan, penambahan modal, transaksi material, hingga perubahan kegiatan usaha.

Perbedaan tersebut juga tampak pada kedudukan prospektus. Dalam IPO, prospektus merupakan konsekuensi langsung dari penawaran umum. Pada *backdoor listing*, perubahan pengendali atau masuknya bisnis baru tidak dengan sendirinya menimbulkan kewajiban untuk menyusun prospektus IPO. Apabila rangkaian transaksi dilakukan melalui *rights issue*, memang terdapat kewajiban prospektus penambahan modal, tetapi fungsi dokumen tersebut tetap mengikuti aksi penambahan modal yang dilakukan, bukan proses IPO perusahaan tertutup. Perbedaan jalur ini pada akhirnya memengaruhi struktur informasi yang disampaikan mengenai bisnis yang masuk (Yudistira dan Soemartono, 2026).

Oleh karena itu, jika dilihat dari kewajiban keterbukaan informasi, IPO dan *backdoor listing* memperlihatkan empat perbedaan utama, yaitu orientasi keterbukaan, cara penyajian informasi, waktu penyampaian, dan ruang lingkup informasi yang diungkapkan. Dalam IPO, keterbukaan berorientasi pada emiten dan memberikan gambaran mengenai perusahaan secara relatif menyeluruh sebelum penawaran saham dilakukan. Informasi tersebut dihimpun terutama melalui Pernyataan Pendaftaran dan prospektus sehingga dapat dipelajari calon investor sebelum mengambil keputusan investasi. Sebaliknya, dalam *backdoor listing*, keterbukaan lebih banyak mengikuti transaksi atau perubahan korporasi yang terjadi pada perusahaan yang telah terbuka. Informasinya dapat tersebar dalam beberapa dokumen dan disampaikan sesuai dengan tahapan aksi korporasi yang dilakukan.

C. Kesenjangan Regulasi Kewajiban Keterbukaan Backdoor Listing dan IPO Serta Penguatan Perlindungan Investor

Persoalan keterbukaan antara IPO dan *backdoor listing* tidak terletak pada ada atau tidaknya kewajiban keterbukaan. Keduanya sama-sama berada dalam rezim hukum pasar modal yang mewajibkan penyampaian informasi dalam kondisi tertentu. Persoalan yang muncul adalah tidak adanya mekanisme yang menilai apakah rangkaian transaksi dalam *backdoor listing* telah

mengakibatkan perubahan sedemikian fundamental sehingga secara substansi menyerupai masuknya bisnis baru ke pasar modal. Dari titik inilah kesenjangan regulasi antara kedua mekanisme dapat diidentifikasi.

Dalam hukum positif Indonesia, perubahan pengendalian, transaksi material, perubahan kegiatan usaha, dan penambahan modal diatur sebagai tindakan hukum yang berbeda. Pengambilalihan perusahaan terbuka tunduk pada POJK Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, sedangkan transaksi material dan perubahan kegiatan usaha tunduk pada POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha. Penambahan modal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu selanjutnya tunduk pada POJK Nomor 32/POJK.04/2015 sebagaimana diubah dengan POJK Nomor 14/POJK.04/2019. Masing-masing peraturan tersebut telah menetapkan kewajiban tertentu terhadap perusahaan terbuka, tetapi belum membentuk satu kategori hukum tersendiri ketika beberapa tindakan tersebut secara bersama-sama menghasilkan *reverse takeover* atau *backdoor listing*.

Kondisi tersebut menunjukkan kesenjangan pertama, yaitu belum adanya pemicu regulasi yang menentukan kapan suatu rangkaian aksi korporasi harus diperlakukan lebih dari sekadar pengambilalihan, transaksi material, atau perubahan kegiatan usaha. POJK Nomor 9/POJK.04/2018 berorientasi pada akibat hukum berupa perubahan pengendalian dan perlindungan terhadap pemegang saham melalui Penawaran Tender Wajib. Sementara itu, POJK Nomor 17/POJK.04/2020 menggunakan besaran nilai transaksi dan perubahan kegiatan usaha sebagai dasar munculnya kewajiban tertentu. Kedua rezim tersebut belum secara khusus menentukan bahwa perubahan pengendalian yang diikuti dengan pemasukan bisnis baru dalam skala tertentu harus mengakibatkan perusahaan menjalani penilaian kembali sebagai entitas yang secara substansi baru memasuki pasar modal.

Ketiadaan pemicu tersebut penting karena tidak setiap pengambilalihan perusahaan terbuka merupakan *backdoor listing*. Perubahan pemegang saham pengendali dapat dilakukan tanpa mengubah kegiatan usaha, aset utama, maupun karakter perusahaan. Sebaliknya, terdapat keadaan ketika pengendali baru tidak hanya memperoleh kontrol, tetapi juga memasukkan aset atau kegiatan usaha baru sehingga bisnis perusahaan setelah transaksi berbeda secara fundamental dari bisnis sebelumnya. Pengaturan yang ada belum memberikan kriteria khusus untuk membedakan kedua keadaan tersebut. Akibatnya, pengawasan tetap mengikuti bentuk masing-masing transaksi meskipun secara keseluruhan rangkaian transaksi dapat menghasilkan perubahan yang jauh lebih besar terhadap perusahaan tercatat.

Kesenjangan kedua berkaitan dengan cakupan pengujian terhadap bisnis yang masuk. POJK Nomor 17/POJK.04/2020 sebenarnya telah memberikan mekanisme yang cukup penting ketika perusahaan terbuka melakukan perubahan kegiatan usaha. Pasal 22 mewajibkan perusahaan memperoleh persetujuan RUPS, menggunakan Penilai untuk melakukan studi kelayakan, mengumumkan keterbukaan informasi kepada pemegang saham, serta menyediakan data mengenai perubahan kegiatan usaha. Pasal 23 kemudian mensyaratkan keterbukaan paling sedikit mengenai ringkasan studi kelayakan, ketersediaan tenaga ahli, alasan perubahan kegiatan usaha, pengaruhnya terhadap kondisi keuangan, dan hal material lainnya.

Ketentuan tersebut menunjukkan bahwa perubahan bisnis pada perusahaan terbuka tidak dilakukan tanpa pengujian. Namun, objek pengujian dalam POJK Nomor 17/POJK.04/2020 tetap berupa kelayakan perubahan kegiatan usaha, bukan kelayakan bisnis yang masuk sebagai suatu calon perusahaan tercatat. Perbedaan objek tersebut menjadi penting apabila bisnis yang dimasukkan melalui rangkaian *backdoor listing* pada akhirnya mengambil alih sebagian besar atau keseluruhan kegiatan ekonomi perusahaan terbuka. Dalam keadaan tersebut, studi kelayakan atas perubahan kegiatan usaha belum tentu memiliki ruang lingkup yang sama dengan pengujian yang diterapkan terhadap perusahaan yang sejak awal mengajukan pencatatan saham melalui IPO.

Peraturan BEI Nomor I-A sebagaimana diubah melalui Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00045/BEI/03-2026 mengatur persyaratan pencatatan saham dan efek bersifat ekuitas lainnya. Perubahan tahun 2026 tersebut memperkuat sejumlah persyaratan pencatatan, termasuk ketentuan mengenai saham *free float*. Akan tetapi, Peraturan Nomor I-A belum membentuk suatu mekanisme *relisting* yang secara khusus dipicu oleh terjadinya *reverse takeover*. Dengan demikian, ketika perubahan fundamental perusahaan terjadi setelah perusahaan tersebut sudah tercatat, tidak terdapat ketentuan yang secara otomatis mengharuskan bisnis baru untuk kembali diuji berdasarkan keseluruhan persyaratan pencatatan awal.

Kesenjangan ketiga berkaitan dengan bentuk keterbukaan mengenai bisnis yang masuk. POJK Nomor 17/POJK.04/2020 telah menentukan informasi yang harus disediakan dalam transaksi material dan perubahan kegiatan usaha. Permasalahannya bukan bahwa informasi sama sekali tidak diberikan, melainkan tidak terdapat satu dokumen keterbukaan khusus yang memperlakukan bisnis baru sebagai objek utama pemeriksaan. Dalam rangkaian *backdoor listing*, informasi mengenai pengendali dapat muncul melalui keterbukaan pengambilalihan, informasi mengenai aset melalui transaksi material, informasi mengenai perubahan bisnis melalui keterbukaan perubahan kegiatan usaha, dan informasi mengenai penambahan modal melalui dokumen penambahan modal.

Fragmentasi informasi tersebut mengikuti struktur regulasi yang berlaku, tetapi tidak selalu memberikan gambaran yang terintegrasi mengenai bisnis yang pada akhirnya akan menjadi bisnis utama perusahaan terbuka. Hal ini berbeda dengan kebutuhan investor ketika perubahan yang terjadi bukan lagi sekadar transaksi tertentu, melainkan perubahan terhadap identitas ekonomi perusahaan secara keseluruhan. Penelitian Berliane, Ginting, Siregar, dan Adawia (2025) juga menunjukkan bahwa persoalan *backdoor listing* di Indonesia berkaitan dengan prinsip keterbukaan karena perusahaan tertutup yang masuk melalui mekanisme tersebut tidak melalui tahapan keterbukaan yang sama dengan IPO.

Kesenjangan keempat dapat dilihat pada struktur pertanggungjawaban atas informasi. Pasal 80 ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menghubungkan tanggung jawab khusus atas informasi yang tidak benar atau menyesatkan dengan Pernyataan Pendaftaran dalam rangka Penawaran Umum. Tanggung jawab tersebut dapat melekat kepada pihak yang menandatangani Pernyataan Pendaftaran, direksi dan komisaris emiten, Penjamin Pelaksana Emisi Efek, serta profesi penunjang atau pihak lain yang memberikan pendapat atau keterangan dalam Pernyataan Pendaftaran.

Dalam *backdoor listing*, bisnis yang masuk melalui pengambilalihan tidak selalu melakukan Penawaran Umum baru. Oleh karena itu, struktur pertanggungjawaban yang secara khusus dibentuk Pasal 80 ayat (1) tidak timbul dengan konstruksi yang sama hanya karena terjadi perubahan pengendali atau pemasukan bisnis baru. Ketentuan lain mengenai keterbukaan, larangan penyampaian informasi menyesatkan, serta tanggung jawab berdasarkan peraturan pasar modal tetap dapat berlaku. Namun, terdapat perbedaan antara tanggung jawab umum tersebut dengan struktur pertanggungjawaban khusus yang dibentuk terhadap informasi dalam proses Pernyataan Pendaftaran.

Kesenjangan berikutnya terdapat pada posisi pemegang saham publik setelah perubahan pengendalian. POJK Nomor 9/POJK.04/2018 memberikan perlindungan melalui mekanisme Penawaran Tender Wajib. Mekanisme tersebut memberikan kesempatan kepada pemegang saham tertentu untuk menjual sahamnya setelah terjadinya perubahan pengendalian. Pasal 21 POJK Nomor 9/POJK.04/2018 bahkan mewajibkan pengendali baru mengalihkan kembali saham kepada masyarakat apabila Penawaran Tender Wajib menyebabkan kepemilikannya melebihi 80% sehingga saham yang dimiliki masyarakat paling sedikit 20%.

Mekanisme tersebut penting untuk memberikan jalan keluar bagi pemegang saham dalam menghadapi perubahan pengendalian. Akan tetapi, perlindungan tersebut lebih kuat dalam menjawab kepentingan pemegang saham yang hendak keluar daripada persoalan informasi yang dibutuhkan pemegang saham yang memilih bertahan. Apabila setelah pengambilalihan dilakukan pemasukan aset dan perubahan kegiatan usaha yang mengubah perusahaan secara fundamental, pemegang saham yang tetap mempertahankan sahamnya membutuhkan informasi yang memadai mengenai bisnis baru yang akan menjadi sumber utama nilai perusahaan. Oleh karena itu, Penawaran Tender Wajib tidak sepenuhnya menggantikan kebutuhan pengujian dan keterbukaan mengenai bisnis yang masuk.

Jika kelima keadaan tersebut ditempatkan dalam satu rangkaian, terlihat bahwa kesenjangan regulasi *backdoor listing* di Indonesia bukan berupa tidak adanya aturan terhadap aksi korporasi yang dilakukan. Sebaliknya, setiap tindakan telah memiliki rezim hukum masing-masing. Kesenjangan terdapat pada belum adanya aturan yang mengagregasikan rangkaian transaksi tersebut dan menilai hasil akhirnya berdasarkan substansi transaksi. Regulasi masih bekerja berdasarkan bentuk tindakan individual, sedangkan karakter *backdoor listing* justru dapat terbentuk melalui kombinasi beberapa tindakan yang masing-masing secara terpisah merupakan tindakan korporasi yang sah.

Pendekatan berbeda diterapkan dalam pengaturan *reverse takeover* di Hong Kong. Rule 14.06B Hong Kong Stock Exchange Listing Rules menggunakan pendekatan berbasis prinsip dengan melihat apakah akuisisi atau rangkaian akuisisi merupakan upaya untuk mencapai pencatatan bisnis yang

diakuisisi sekaligus menghindari persyaratan bagi pemohon pencatatan baru. Dalam melakukan penilaian tersebut, bursa dapat mempertimbangkan antara lain ukuran akuisisi terhadap perusahaan tercatat, perubahan fundamental terhadap kegiatan usaha utama, serta sifat dan skala kegiatan usaha perusahaan sebelum transaksi (HKEX, 2026).

Hong Kong juga tidak berhenti pada identifikasi transaksi. Rule 14.54 menentukan bahwa perusahaan tercatat yang melakukan *reverse takeover* diperlakukan seolah-olah merupakan pemohon pencatatan baru. Target akuisisi diwajibkan memenuhi persyaratan tertentu yang berlaku bagi calon perusahaan tercatat, sedangkan kelompok usaha setelah transaksi harus memenuhi persyaratan pencatatan baru berdasarkan Chapter 8. Dengan demikian, pengaturan tersebut menghubungkan secara langsung antara penemuan adanya *reverse takeover* dengan kewajiban untuk menjalani pengujian pencatatan kembali.

Pendekatan yang sejenis dapat ditemukan di Singapura. Rule 1015 Singapore Exchange Mainboard Rules mengkategorikan transaksi tertentu sebagai *very substantial acquisition* atau *reverse takeover*. Akuisisi dengan angka relatif sebesar 100% atau lebih dapat dikategorikan sebagai *very substantial acquisition*, sedangkan transaksi yang menghasilkan perubahan pengendalian dikategorikan sebagai *reverse takeover*. Transaksi tersebut tidak hanya memerlukan keterbukaan, tetapi juga persetujuan pemegang saham dan persetujuan Bursa. Dalam *reverse takeover*, bisnis yang masuk dan kelompok usaha setelah transaksi juga harus memenuhi sejumlah persyaratan penerimaan pencatatan yang ditentukan oleh SGX (SGX, 2026).

Pengaturan Hong Kong dan Singapura menunjukkan bahwa penguatan regulasi tidak harus dilakukan dengan melarang *backdoor listing*. Titik pengaturannya justru berada pada penciptaan mekanisme untuk membedakan pengambilalihan biasa dengan transaksi yang secara substansi mempunyai akibat yang menyerupai pencatatan bisnis baru. Pendekatan tersebut tetap memberikan ruang terhadap aksi korporasi, tetapi memberikan tingkat pengawasan yang berbeda ketika perubahan yang dihasilkan mencapai tingkat tertentu.

Berdasarkan konstruksi tersebut, penguatan regulasi di Indonesia pertama-tama perlu diarahkan pada pembentukan kriteria *reverse takeover*. Kriteria tersebut dapat menggunakan kombinasi pendekatan kuantitatif dan kualitatif. Unsur kuantitatif dapat mempertimbangkan perbandingan antara nilai aset, pendapatan, laba, atau nilai transaksi bisnis yang masuk dengan perusahaan tercatat. Sementara itu, unsur kualitatif dapat mempertimbangkan perubahan pengendalian, perubahan fundamental kegiatan usaha utama, perubahan sumber pendapatan, maupun keadaan ketika bisnis pengendali baru secara substansi menggantikan bisnis yang sebelumnya dijalankan oleh perusahaan.

Penggunaan dua pendekatan tersebut diperlukan karena penggunaan satu ukuran saja dapat menimbulkan celah. Perubahan pengendalian belum tentu menghasilkan *backdoor listing* apabila perusahaan tetap menjalankan bisnis yang sama. Sebaliknya, perubahan bisnis yang sangat besar dapat terjadi melalui rangkaian transaksi tanpa seluruhnya dilakukan pada waktu yang sama. Oleh karena itu, OJK dan BEI juga perlu memiliki dasar untuk melihat beberapa transaksi yang saling berkaitan sebagai satu rangkaian apabila transaksi tersebut secara substansi diarahkan pada hasil yang sama.

Penguatan kedua dapat dilakukan dengan memberikan konsekuensi hukum khusus setelah kriteria *reverse takeover* terpenuhi. Konsekuensi tersebut dapat berupa kewajiban bagi bisnis yang masuk dan kelompok usaha setelah transaksi untuk memenuhi persyaratan tertentu yang berlaku terhadap pencatatan perusahaan baru. Tidak seluruh proses IPO harus diterapkan kembali karena *reverse takeover* tetap memiliki karakter hukum yang berbeda dengan Penawaran Umum. Namun, persyaratan yang berkaitan dengan kelayakan bisnis, riwayat operasional, laporan keuangan, tata kelola, serta persyaratan pencatatan lain yang relevan dapat diberlakukan untuk mencegah jalur transaksi menghasilkan standar yang secara substansial lebih rendah.

Penguatan ketiga adalah pembentukan dokumen keterbukaan yang terintegrasi mengenai bisnis yang masuk. Dokumen tersebut dapat memuat paling sedikit riwayat dan model kegiatan usaha, laporan keuangan, struktur kepemilikan dan pengendalian, susunan manajemen, aset material, faktor risiko, perkara hukum material, hubungan afiliasi, dasar valuasi transaksi, serta dampak transaksi terhadap posisi keuangan dan kegiatan usaha perusahaan setelah transaksi. Kewajiban tersebut tidak harus menggunakan nomenklatur prospektus IPO, tetapi kualitas dan ruang lingkup informasinya perlu memungkinkan investor menilai bisnis baru sebagai satu kesatuan.

Penguatan keempat perlu diarahkan pada penegasan pihak yang bertanggung jawab atas kebenaran informasi mengenai bisnis yang masuk. Apabila pengendali baru atau pemilik bisnis merupakan pihak yang mempunyai akses terbesar terhadap informasi mengenai bisnis tersebut, regulasi perlu memastikan adanya pihak yang secara eksplisit bertanggung jawab atas kebenaran dan kelengkapannya. Keterlibatan penilai, akuntan, konsultan hukum, atau penasihat lain juga dapat ditempatkan dalam sistem pengujian sesuai dengan ruang lingkup profesional masing-masing. Dengan cara tersebut, keterbukaan tidak berhenti pada kewajiban menyediakan informasi, tetapi disertai dengan mekanisme akuntabilitas atas informasi yang diberikan.

Penguatan terakhir berkaitan dengan persetujuan pemegang saham dan pengawasan Bursa. RUPS yang saat ini telah diwajibkan dalam perubahan kegiatan usaha dan transaksi material tertentu dapat tetap menjadi bagian utama perlindungan. Namun, apabila transaksi telah memenuhi kualifikasi sebagai *reverse takeover*, persetujuan tersebut perlu didasarkan pada keterbukaan yang secara khusus menjelaskan keseluruhan rangkaian transaksi dan kondisi bisnis setelah transaksi. Pada saat yang sama, BEI dapat diberikan mekanisme untuk menilai pemenuhan persyaratan pencatatan tertentu sebelum transaksi memperoleh akibat penuh sebagai masuknya bisnis baru ke perusahaan tercatat.

Dengan demikian, penguatan regulasi *backdoor listing* tidak diarahkan untuk menyamakan seluruh prosedurnya dengan IPO. Perbedaan bentuk transaksi tetap memungkinkan adanya perbedaan prosedur. Kesetaraan yang diperlukan terletak pada substansi perlindungan, yaitu memastikan bahwa apabila suatu bisnis baru secara fundamental mengambil alih posisi bisnis perusahaan tercatat, investor memperoleh informasi, pengujian, dan pertanggungjawaban yang sebanding dengan tingkat perubahan yang terjadi.

Berdasarkan analisis tersebut, kesenjangan utama hukum pasar modal Indonesia terletak pada belum adanya *regulatory trigger* yang mengubah rangkaian aksi korporasi menjadi proses *reverse takeover* dengan konsekuensi regulasi tersendiri. POJK mengenai pengambilalihan dan transaksi material telah memberikan perlindungan pada masing-masing tahapan, tetapi belum menghubungkan perubahan pengendalian, pemasukan bisnis, dan perubahan kegiatan usaha sebagai satu peristiwa pencatatan secara substansial. Oleh karena itu, penguatan regulasi dapat diarahkan pada pembentukan kriteria *reverse takeover*, agregasi rangkaian transaksi, pengujian kembali terhadap bisnis yang masuk, keterbukaan terintegrasi, serta penegasan pertanggungjawaban informasi. Pendekatan tersebut memungkinkan aksi korporasi tetap dilakukan tanpa menjadikan perbedaan jalur masuk ke pasar modal sebagai sumber kesenjangan perlindungan bagi investor.

KESIMPULAN

Backdoor listing dalam hukum pasar modal Indonesia bukan merupakan praktik yang berada di luar pengaturan hukum, tetapi pengaturannya masih tersebar dalam berbagai ketentuan mengenai pengambilalihan perusahaan terbuka, transaksi material, perubahan kegiatan usaha, penambahan modal, dan keterbukaan informasi. Berbeda dengan IPO yang sejak awal memiliki mekanisme keterbukaan yang terintegrasi melalui pernyataan pendaftaran dan prospektus, keterbukaan dalam *backdoor listing* mengikuti bentuk transaksi yang dilakukan. Perbedaan tersebut terlihat pada orientasi keterbukaan, cara penyajian informasi, waktu penyampaian, serta ruang lingkup informasi yang diterima investor

Kesenjangan regulasi muncul karena belum terdapat mekanisme yang secara khusus menghubungkan perubahan pengendalian, pemasukan bisnis baru, dan perubahan kegiatan usaha sebagai satu rangkaian *reverse takeover* yang menimbulkan konsekuensi regulasi tersendiri. Akibatnya, perlindungan terhadap investor masih mengikuti masing-masing aksi korporasi secara terpisah dan belum selalu memberikan pengujian, keterbukaan, serta pertanggungjawaban informasi yang sebanding dengan perubahan fundamental yang terjadi pada perusahaan. Oleh karena itu, penguatan regulasi tidak perlu diarahkan untuk menyamakan seluruh prosedur *backdoor listing* dengan IPO, tetapi untuk memastikan adanya kesetaraan perlindungan secara substantif bagi investor.

DAFTAR PUSTAKA

Hadjon, P. M. (1987). *Perlindungan Hukum bagi Rakyat di Indonesia: Sebuah Studi tentang Prinsip-prinsipnya, Penanganannya oleh Pengadilan dalam Lingkungan Peradilan Umum dan Pembentukan Peradilan Administrasi Negara*. Surabaya: Bina Ilmu.

- Nasution, B. (2001). *Keterbukaan dalam Pasar Modal*. Jakarta: Universitas Indonesia, Fakultas Hukum, Program Pascasarjana.
- Marzuki, P. M. (2017). *Penelitian Hukum: Edisi Revisi*. Jakarta: Prenada Media.
- Indonesia. (1995). *Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017a). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 7/POJK.04/2017 tentang Dokumen Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas, Efek Bersifat Utang, dan/atau Sukuk*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017b). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2017 tentang Bentuk dan Isi Prospektus dan Prospektus Ringkas dalam Rangka Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2018). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2019). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 17/POJK.04/2020 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 45 Tahun 2024 tentang Pengembangan dan Penguatan Emiten dan Perusahaan Publik*.
- Bursa Efek Indonesia. (2026). *Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00045/BEI/03-2026 tentang Perubahan Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham yang Diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat*.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Amiruddin, N. V. R., Soefyanto, & Umam, I. K. (2023). Prinsip keterbukaan informasi (*full disclosure*) dalam proses IPO pada masa pandemi Covid-19. *Journal of Legal Research*, 5(1), 101–122. <https://doi.org/10.15408/jlr.v4i6.21900>
- Wahono, S., & Ngadiman. (2024). Pencatatan saham lewat *backdoor listing* melalui akuisisi terbalik sesuai PSAK 22. *Jurnal Kontemporer Akuntansi*, 4(1). <https://journal.untar.ac.id/index.php/JKA/article/view/29627>
- Berliane, A., Ginting, B., Siregar, M., & Adawia, P. R. (2025). Legalitas *backdoor listing* di Indonesia dan implikasinya terhadap prinsip keterbukaan dalam perlindungan investor. *JPeHI (Jurnal Penelitian Hukum Indonesia)*, 6(2), 15–30. <https://doi.org/10.61689/jpehi.v6i02.762>
- Yudistira, B. O. A., & Soemartono, G. P. (2026). Prospectus standardization in *backdoor listing* practices in Indonesia. *Academia Open*, 11(1). <https://doi.org/10.21070/acopen.11.2026.14465>
- Hong Kong Exchanges and Clearing Limited. (2026). *Rules Governing the Listing of Securities on The Stock Exchange of Hong Kong Limited, Main Board Listing Rules, Rules 14.06B and 14.54*.
- Singapore Exchange Regulation. (2026). *Singapore Exchange Mainboard Rules, Rule 1015: Very Substantial Acquisitions or Reverse Takeovers*.