

## BAB IV PEMBAHASAN

### 4.1. Pengambilalihan saham mayoritas lewat pasar modal oleh investor asing berdasarkan ketentuan investasi yang berlaku.

Salah satu kasus mengenai pembelian saham mayoritas yang dilakukan oleh investor asing melalui investasi portofolio dalam pasar modal adalah kasus pengambilalihan perusahaan terbuka Indosat oleh Qtel. Permasalahan yang muncul pada kasus ini adalah pada saat Qtel mengakuisisi saham Indosat, maka Qtel sesuai dengan peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.H.1, wajib untuk melakukan penawaran tender. Disisi lain penawaran tender tersebut menjadi masalah setelah Bapepam dan LK menyatakan batas maksimal pembelian saham indosat oleh Qtel pada saat penawaran tender tidak boleh melebihi pemilikan modal saham sebesar 65%.<sup>174</sup> Padahal sebelumnya di pasar modal pada hakikatnya tidak membatasi pembelian saham perusahaan terbuka oleh investor asing yang terdapat dalam SK Menteri Keuangan Nomor:45/KMK.01/1997 Tentang Pembelian Saham Oleh Pemodal Asing Melalui Pasar Modal.<sup>175</sup>

Permasalahan hukumnya adalah :

Apakah Perpres 111 Tahun 2007 dapat diterapkan untuk pembatasan saham dalam penawaran tender tersebut?

Setelah melakukan tinjauan yuridis atas peraturan yang berkaitan dengan pasar modal terhadap pengambilalihan perusahaan terbuka pada Bab III tesis ini untuk mengetahui adakah peraturan yang membatasi pembelian saham oleh investor asing melalui pasar modal atas perusahaan terbuka, penulis hanya menemukan 2 pengaturan yang berkaitan yaitu:

---

<sup>174</sup> [Http:www. Ias Julianto.blogspot.com](http://www.ias.julianto.blogspot.com). Diakses tanggal 13 Maret 2009, pukul 14.42 WIB. Huruf c Angka 44, Perpres 111 Tahun 2007.

<sup>175</sup> *Ibid.*

- a. Pembelian saham oleh investor asing melalui pasar modal pada tahun 1989 dibatasi hingga 49% dari saham yang tercatat di bursa efek.<sup>176</sup> Pada tahun 1997 pengaturan mengenai pembatasan pembelian saham oleh pemodal asing melalui pasar modal dicabut.<sup>177</sup> Hal ini berarti tidak ada aturan yang membatasi pembelian saham oleh investor asing melalui pasar modal.
- b. Jika pengendali yang baru sebagai akibat penawaran tender maupun akibat pengambilalihan memiliki saham di perusahaan terbuka lebih dari 80%, maka pengendali yang baru itu wajib mengalihkan saham perusahaan tersebut ke pasar menjadi minimal 20% sehingga saham yang dimiliki masyarakat paling kurang 20% dari modal disetor perusahaan terbuka dan dimiliki paling kurang oleh 300 pihak dalam jangka waktu paling lama 2 tahun sejak pelaksanaan penawaran tender selesai dilaksanakan.<sup>178</sup> Hal ini berarti investor asing hanya diperbolehkan memiliki saham perusahaan terbuka yang berkedudukan di Indonesia sebesar 80% setelah 2 tahun, sedangkan sebelum 2 tahun pertama masih diperbolehkan memiliki saham hingga 100%. Aturan ini bertujuan untuk menjaga likuiditas saham di pasar modal dan memberikan kesempatan bagi pengendali baru bagi untuk melakukan konsolidasi dan mengelola perusahaan yang baru diambil alih.<sup>179</sup>

Oleh karena itu tidak ada satupun peraturan di bidang pasar modal yang membatasi pembelian saham mayoritas yang dilakukan oleh investor asing melalui investasi tidak langsung (portofolio) dalam pasar modal.

Apabila ditinjau dari pengaturan dalam Undang-Undang Penanaman Modal yang hanya mengatur mengenai investasi langsung maka seharusnya pembatasan kepemilikan modal/saham oleh investor asing yang diatur dalam

---

<sup>176</sup> Pasal 2 ayat 2, Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor.1055/KMK.013/1989 Tentang Pembelian Saham Oleh Pemodal Asing Melalui Pasar Modal.

<sup>177</sup> Pasal 1, Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor.455/KMK.01/1997 Tentang Pembelian Saham Oleh Pemodal Asing Melalui Pasar Modal.

<sup>178</sup> Angka 3 dan 4, Peraturan Bapepam dan LK nomor IX.H.1.

<sup>179</sup> Airlangga Hartarto, [Http: www. kompas.com](http://www.kompas.com), diakses tanggal 2 Juli 2008.

peraturan pelaksana dari Undang-Undang Penanaman Modal<sup>180</sup> tidak dapat diberlakukan bagi investor asing yang hendak melakukan pembelian saham mayoritas melalui investasi portofolio dalam pasar modal yang merupakan investasi tidak langsung. Oleh karena itu apabila didasarkan pada pengaturan di bidang pasar modal yang tidak membatasi investor asing dalam melakukan pembelian saham maka seharusnya investor asing tidak dapat dibatasi dalam melakukan pembelian saham melalui investasi portofolio dalam pasar modal.

Dalam pelaksanaannya apabila dikaitkan dengan kasus pembelian saham mayoritas yang dilakukan oleh Qtel atas saham Indosat, pemerintah dalam hal ini Bapepam dan LK melalui surat No. S-9186/BL/2008 yang membatasi Qtel untuk mengambalalih saham Indosat sampai dengan 65% dari jumlah saham Indosat.<sup>181</sup>

Berdasarkan hal tersebut diatas, maka untuk memberikan jalan keluar atas permasalahan ketidakpastian hukum yang terjadi untuk mengetahui apakah pembatasan pengambilalihan saham mayoritas melalui pasar modal oleh investor asing tunduk pada ketentuan investasi langsung atau tidak langsung (portofolio) menurut penulis perlu dianalisa kapan investasi asing tidak langsung berubah menjadi investasi asing langsung. Analisa terhadap kapan investasi asing tidak langsung berubah menjadi investasi asing langsung bertujuan agar pada saat investasi asing tidak langsung berubah menjadi investasi asing langsung, maka peraturan mengenai investasi langsung dalam hal ini Undang-Undang Penanaman Modal dan peraturan pelaksanaannya dapat diberlakukan.

Undang-Undang Penanaman Modal tidak memberikan pengertian apa yang dimaksud dengan investasi langsung dan investasi tidak langsung (investasi portofolio). Oleh karena itu untuk mengetahui kapan investasi tidak langsung berubah menjadi investasi langsung maka dapat dirumuskan batasan apa yang dimaksud dengan investasi langsung dan investasi tidak langsung berdasarkan pendapat para ahli dibawah ini:

Sornarajah merumuskan investasi asing langsung sebagai berikut:

---

<sup>180</sup> Dalam hal ini Perpres 111 Tahun 2007.

<sup>181</sup> [Http://www.indosat.com](http://www.indosat.com)., diakses tanggal 12 Maret 2009. sesuai Perpres 111 Tahun 2007.

*“Foreign investment involves the transfer of tangible or intangible assets from one country into another for the purpose of use in that country to generate. Wealth under the total or partial control of the owner of the asset.”*<sup>182</sup>

Apabila kita melihat pengertian yang dikemukakan Sornarajah diatas, maka investasi asing langsung mensyaratkan adanya transfer asset baik yang berwujud maupun tidak berwujud dari satu negara ke negara lain dan adanya pengendalian kepemilikan dari asset tersebut baik secara keseluruhan maupun sebahagian.<sup>183</sup>

Pengertian yang agak luas dari investasi asing langsung terdapat pada *Encyclopedia of public international law* yang merumuskan investasi asing langsung (*foreign direct investment*) sebagai berikut:<sup>184</sup>

*“A transfer of funds or materials from one country (called capital exporting country) to another country (called host country) in return for a direct participation in the earnings of that enterprise.”*

Apabila kita melihat pengertian diatas, maka investasi asing langsung mensyaratkan adanya transfer dana atau barang dari satu negara (negara pemberi modal) ke negara lain (negara penerima modal), dengan adanya partisipasi langsung untuk mengelola perusahaan.

*Organization for European Economic Co-operation (OEEC)* memberikan rumusan mengenai investasi langsung sebagai berikut:

*“Direct investment is meant acquisition of sufficient in an under taking to ensure its control by the investor ( suatu bentuk penanaman modal asing dimana penanaman modal diberi keleluasaan pengusahaan dan penyelenggaraan pimpinan dalam perusahaan dimana modalnya ditanam, dalam arti bahwa penanam modal mempunyai penguasaan atas modalnya).”*<sup>185</sup>

Berdasarkan pengertian diatas mengandung makna bahwa diberikannya hak terhadap perusahaan penanaman modal asing untuk mengangkat direksi perusahaan dimana modalnya ditanam.<sup>186</sup>

---

<sup>182</sup> Dalam Huala Adolf, *Perjanjian Penanaman Modal dalam Hukum Perdagangan Internasional*, PT.Rajagrafindo Persada, Jakarta, 2004, hlm. 1.

<sup>183</sup> Salim HS dan Budi Sutrisno, *Op.cit.*, hlm.149.

<sup>184</sup> Ida Bagus Rahmadi Supancana, *Kerangka Hukum dan Kebijakan Investasi langsung di Indonesia*, Ghalia Indonesia, Ciawi-Bogor, 2006, hlm. 3.

<sup>185</sup> Hulman Panjaitan, *Op.cit.*, hlm. 29.

<sup>186</sup> *Ibid.*

International Monetary Fund (IMF) memberikan batasan makna yang lebih sempit mengenai investasi langsung sebagai berikut:

*“ Investment that is made to acquire a lasting interest in an enterprise operating in an economy other than that of an investor, the investor’s purpose being to have an effective choice in the management of the enterprise.”*<sup>187</sup>

Menurut **Ismail Sunny**, investasi tidak langsung adalah:

“ investasi dengan jalan membeli saham-saham/obligasi di suatu perusahaan dalam jumlah sedemikian, sehingga tidaklah mencukupi untuk memberikan penguasaan atas perusahaan kepada investor asing.”<sup>188</sup>

Menurut *Organization for European Economic Co-operation (OECE)*:

“ Portfolio investment is meant purchase of stocks and bonds in an undertaking on a scale not sufficient to transfer control to the investor.”<sup>189</sup>

Investasi tidak langsung pada umumnya merupakan investasi jangka pendek yang mencakup kegiatan transaksi di pasar modal dan di pasar uang. Investasi ini disebut sebagai investasi jangka pendek karena pada umumnya mereka melakukan jual saham dan atau mata uang dalam jangka waktu yang relatif singkat, tergantung kepada fluktuasi nilai saham dan atau mata uang yang hendak mereka perjualbelikan.<sup>190</sup>

Investasi tidak langsung dilakukan melalui pasar modal dengan melakukan investasi pada instrumen surat berharga, seperti saham dan obligasi.<sup>191</sup> Pada jenis investasi tidak langsung, investornya tidak perlu hadir secara fisik, sebab pada umumnya tujuan utama dari investor bukanlah mendirikan perusahaan, melainkan hanya membeli saham dengan tujuan untuk dijual kembali. Tujuan investor disini adalah bagaimana memperoleh hasil yang maksimal dengan rentang waktu yang tidak terlalu lama sudah bisa menikmati keuntungan. Dengan kata lain jenis

---

<sup>187</sup> Ida Bagus Rahmadi Supancana, *Op.cit.*, hlm. 3.

<sup>188</sup> Ismail Sunny, Tinjauan dan Pembahasan Undang-Undang Penanaman Modal Asing dan Kredit Luar Negeri, Pradnya Paramita Jakarta, 1976, hlm. 23.

<sup>189</sup> Hulman Panjaitan, *Op.cit.*, hlm. 30.

<sup>190</sup> Ida Bagus Rahmadi Supancana, *Op.cit.*, hlm. 4.

<sup>191</sup> Salim HS dan Budi Sutrisno, *Op.cit.*, hlm. 38.

investasi seperti ini, yang diharapkan oleh investor adalah *capital gain*, artinya adanya penghasilan dari selisih antara jual dan beli saham di bursa efek.<sup>192</sup>

Perbedaan investasi langsung (*direct investment*) dan tidak langsung (*indirect investment/portfolio investment*) yaitu:<sup>193</sup>

4. Pada investasi tidak langsung pemegang saham tidak memiliki kontrol pada pengelolaan perseroan sehari-hari, sedangkan pada investasi langsung pemegang saham memiliki kontrol pada pengelolaan perseroan sehari-hari. Salah satu aspek penting dari investasi langsung adalah bahwa pemodal bisa mengontrol atau setidaknya punya pengaruh penting dalam manajemen dan produksi dari perusahaan di luar negeri. Hal ini berbeda dari portofolio atau investasi tidak langsung, dimana pemodal asing membeli saham perusahaan lokal tetapi tidak mengendalikannya secara langsung. Biasanya juga investasi langsung adalah komitmen jangka panjang. Itu sebabnya ia dianggap lebih bernilai bagi sebuah negara dibandingkan investasi jenis lain yang bisa ditarik begitu saja ketika ada muncul tanda adanya persoalan.
5. Pada investasi tidak langsung, biasanya resiko ditanggung sendiri oleh pemegang saham sehingga pada dasarnya tidak dapat menggugat perusahaan yang menjalankan kegiatannya. Resiko yang dimaksud disini adalah resiko naik turunnya harga saham, obligasi maupun surat berharga lainnya. Hal ini berbeda pada investasi langsung yang hanya berdasarkan pada harga saham dimana pemegang saham hanya menanggung resiko sebatas modal/saham yang dimilikinya dan dapat menggugat direksi maupun komisaris yang melakukan kelalaian dalam menjalankan tugasnya.

Selanjutnya Sornarajah juga menjelaskan perbedaan antara investasi asing langsung dan investasi asing tidak langsung sebagai berikut:<sup>194</sup>

---

<sup>192</sup> Sentosa Sembiring, *Hukum Investasi*, CV.Nuansa Aulia, Bandung, 2007, hlm. 71.

<sup>193</sup> Ida Bagus Rahmadi Supancana, *Op.cit.*, hlm. 4.

<sup>194</sup> Sentosa Sembiring, *Op.cit.*, hlm. 84.

Tabel 1  
Perbedaan investasi asing langsung dan investasi asing tidak langsung

No	Investasi asing langsung	Investasi asing tidak langsung
1.	Transfer asset dari satu negara ke negara lain	Perpindahan uang dengan tujuan membeli saham
2.	Mendirikan perusahaan	Tidak mendirikan perusahaan
3.	Perusahaan dikendalikan seluruh atau sebahagian oleh pemilik perusahaan	Ada pemisahan pemilik dan manajemen
4.	Investasi tidak dapat ditarik setiap saat	Investasi setiap saat dapat dipindahkan
5.	Membutuhkan kehadiran secara fisik	Tidak perlu hadir secara fisik
6.	Landasan hukum Undang-Undang Tentang Penanaman Modal	Landasan hukum Undang-Undang Tentang Pasar Modal
7.	Pengelola BKPM	Pengelola Bapepam dan LK

Apabila kita melihat seluruh pengertian mengenai investasi langsung diatas, khususnya yang dilakukan oleh investor asing maka apabila dihubungkan dengan investasi langsung dan investasi tidak langsung yang dilakukan oleh investor asing pada perusahaan terbuka, penulis menyimpulkan bahwa yang dimaksud dengan investasi asing langsung dan investasi tidak langsung sebagai berikut:

Investasi langsung adalah:

“investasi yang dilakukan dengan cara melakukan transfer asset berupa dana/modal maupun barang material dari satu negara pemberi modal ke negara penerima modal atas suatu perusahaan, dengan tujuan untuk mengambilalih pengendalian pengelolaan perusahaan terbuka.”

investasi tidak langsung adalah:

“investasi jangka pendek yang dilakukan melalui pasar modal dengan membeli surat berharga seperti saham atau obligasi dalam jumlah tertentu yang tidak mengakibatkan investor memiliki kontrol/pengendalian terhadap pengelolaan perusahaan terbuka, dan hanya bertujuan untuk memperoleh penghasilan dari selisih jual dan beli surat berharga di bursa efek (*capital gain*).”

Analisa terhadap kapan investasi asing tidak langsung berubah menjadi investasi asing langsung dapat ditinjau berdasarkan unsur-unsur yang terdapat dalam pengertian dan perbedaan antara investasi asing langsung dan investasi asing tidak langsung diatas sebagai berikut:

Investasi langsung mensyaratkan adanya kontrol/pengendalian terhadap perusahaan terbuka, sedangkan pada investasi tidak langsung pada dasarnya tidak terdapat kontrol/pengendalian terhadap perusahaan terbuka. Hal ini berarti apabila investor asing yang hendak melakukan investasi tidak langsung dengan tujuan untuk melakukan kontrol/pengendalian terhadap perusahaan terbuka, dan/atau memiliki saham dalam jumlah tertentu yang mengakibatkan investor memiliki kontrol/pengendalian terhadap pengelolaan perusahaan terbuka, maka pada saat ini investasi tidak langsung tersebut dapat dikategorikan sebagai investasi langsung.

Pada bab sebelumnya penulis mengemukakan tentang berbagai pengertian pengambilalihan perusahaan sebagai berikut:

Berdasarkan UUPT, pengambilalihan tidak dipermasalahkan berapa saham yang diambil alih, tetapi penekanan lebih kepada apakah pengambilalihan saham tersebut berakibat pada terjadinya peralihan pengendalian atau tidak,<sup>195</sup>. Sedangkan berdasarkan PP 27 Tahun 1998 selain ditekankan mengenai peralihan pengendalian dari satu pihak ke pihak lain juga ditentukan mengenai besarnya peralihan saham, dimana ditentukan seluruh atau sebahagian besar yang berarti

---

<sup>195</sup> Felix Oentoeng Soebago, Undang-undang nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas dan implikasinya pada praktik akuisisi Perusahaan, penggabungan dan peleburan usaha di Indonesia. Jurnal Hukum Bisnis Volume 26 No. 3, 2007, hlm. 49.

Pasal 1 angka 11 UUPT:

“Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan untuk mengambillalih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan tersebut.”

peralihan saham harus lebih besar dari 50 % (lima puluh persen) dari jumlah keseluruhan saham.<sup>196</sup>

Secara khusus berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor KEP-259/BL/2008 Tentang Pengambilalihan Perusahaan terbuka yang selanjutnya disebut sebagai Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.H.1, pengambilalihan terjadi pada saat tindakan langsung maupun tidak langsung mengakibatkan perubahan pengendali perusahaan terbuka.<sup>197</sup>

Terdapat pendapat para ahli yang mendukung mengenai makna terjadinya pengambilalihan seperti yang ditekankan pada PP 27 Tahun 1998 diatas. Salah satunya seperti yang dinyatakan oleh Munir Fuady, bahwa pengambilalihan perusahaan terjadi pada saat kekuasaan pengontrol perusahaan target beralih dengan cara mengambilalih mayoritas saham atau sebagian besar aset/saham.<sup>198</sup> Hal ini berarti pengambilalihan perusahaan harus dengan membeli lebih dari 50% (lima puluh persen) saham perusahaan yang diambil alih.

Menurut Placidus Sudibyo & Nindyo Pramono, pengambilalihan perusahaan terjadi apabila jumlah saham yang diambilalih perseroan yang mengambilalih, menyebabkan perseroan yang mengambilalih tersebut memiliki kemampuan untuk mengendalikan perseroan yang dibeli dan eksistensi hukum perseroan tersebut tidak berubah.<sup>199</sup> Hal ini berarti tidak ditentukan berapa jumlah saham yang diambil, yang ditekankan adalah meskipun jumlah saham yang diambil alih kurang dari 50% (lima puluh persen) tetapi dapat dibuktikan secara langsung maupun tidak langsung pemegang saham yang baru memiliki

---

<sup>196</sup> Pasal 1 Angka 3, PP 27 Tahun 1998:

“perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambilalih baik seluruh ataupun sebahagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut.”

<sup>197</sup> Angka 1(e), Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.H.1.

<sup>198</sup> Munir Fuady, *Pengantar Hukum Bisnis Menata Bisnis Modern di Era Global*. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2008, hlm. 92.

<sup>199</sup> Placidus Sudibyo dan Nindyo Pramono, Merger dan akuisisi, makalah pada seminar nasional “Peranan Prinsip Akuntansi Indonesia Dalam Pembangunan Jangka Panjang Tahap Kedua”(Jakarta 16-17 Desember 1991). Hlm 1. Dalam tesis Yuliana Sulistya, “Pengambilalihan Saham Mayoritas Dalam Perseroan Dan Pengendalian atas Perseroan”, Program Magister Kenotariatan, Universitas Indonesia, hlm 19.

kemampuan untuk mengendalikan perseroan maka dapat diartikan sebagai pengambilalihan perusahaan.

Menurut Retnowulan Sutantio, pengambilalihan perusahaan terjadi pada saat kepemilikan beralih dari pemilik lama ke pemilik yang baru dengan cara membeli seluruh atau sebahagian saham.<sup>200</sup> Hal ini berarti tidak ditegaskan berapa jumlah saham yang diambil alih dan juga tidak ditekankan apakah pengambilalihan tersebut menyebabkan peralihan pengendalian perusahaan, yang ditekankan hanya perpindahan kepemilikan perusahaan.

Menurut Gunawan Widjaja dan Kartini Muljadi, pengambilalihan perusahaan terjadi pada saat pembelian seluruh maupun sebahagian saham yang telah dikeluarkan maupun akan dikeluarkan oleh perseroan yang mengakibatkan penguasaan mayoritas atas saham perseroan dan peralihan manajemen perusahaan.<sup>201</sup> Hal ini berarti tidak ditegaskan berapa besar jumlah saham yang diambilalih, sehingga apabila pembelian saham kurang dari 50% (lima puluh persen) tetapi mengakibatkan penguasaan mayoritas atas saham perusahaan yang mengakibatkan peralihan manajemen perusahaan, maka dalam keadaan ini disebut sebagai pengambilalihan perusahaan.

Berdasarkan beberapa pengertian yang dikemukakan diatas, maka syarat utama terjadinya pengambilalihan perusahaan khususnya perusahaan terbuka adalah beralihnya kontrol atau pengendalian terhadap perusahaan dari pemegang saham yang lama ke pemegang saham baru dengan cara pembelian saham. Sehingga apabila investor asing yang hendak melakukan pengambilalihan perusahaan terbuka, dimana tindakan baik langsung maupun tidak langsung yang dilakukan oleh investor asing mengakibatkan perubahan pengendali perusahaan terbuka, pada keadaan ini penulis berpendapat bahwa investasi tidak langsung akan berubah menjadi investasi langsung.

Yang dimaksud dengan pengendali perusahaan terbuka adalah pihak yang memiliki saham lebih dari 50% (lima puluh perseratus) dari seluruh saham yang

---

<sup>200</sup> Retnowulan Sutantio, " Holding Company, Merger dan Lain-Lain Bentuk Kerjasama Perusahaan," (Mahkamah Agung Republik Indonesia), hlm 11.

<sup>201</sup> Widjaja Gunawan, Merger dalam Perspektif Monopoli. Jakarta, PT. Rajagrafindo Persada, 2001. hlm. 273.

disetor penuh, atau pihak yang mempunyai kemampuan untuk menentukan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan cara apapun pengelolaan dan/atau kebijaksanaan perusahaan terbuka.<sup>202</sup> Hal ini berarti apabila investor asing memiliki saham lebih dari 50% saham yang disetor penuh maupun kurang dari 50% disetor penuh tetapi secara langsung maupun tidak langsung dengan cara apapun dapat menentukan pengelolaan dan/atau kebijaksanaan perusahaan terbuka, maka investor asing tersebut dikategorikan sebagai pengendali perusahaan terbuka.

Yang dimaksud dengan pihak yang mempunyai kemampuan untuk menentukan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan cara apapun pengelolaan dan/atau kebijaksanaan perusahaan terbuka adalah:<sup>203</sup>

- f. Menggantikan direksi dan/atau komisaris;
- g. Menempatkan orang-orangnya dalam pos-pos penting lainnya;
- h. Dapat mempunyai suara menentukan dan hal dilakukannya rapat umum pemegang saham;<sup>204</sup>
- i. Berdasarkan konsep memiliki saham lebih dari 50% (lima puluh perseratus) dari seluruh saham yang disetor penuh.<sup>205</sup>
- j. Dalam bentuk-bentuk lainnya.

Apabila dikaitkan dengan pembelian saham mayoritas melalui pasar modal yang dilakukan oleh investor asing atas perusahaan terbuka, maka dapat ditarik kesimpulan mengenai batasan kepemilikan saham asing melalui investasi tidak langsung berubah menjadi investasi langsung adalah:

- a. Apabila investor asing memiliki lebih dari 50% saham yang disetor penuh; atau
- b. Apabila investor asing memiliki kurang dari 50% saham yang disetor penuh tetapi secara langsung maupun tidak langsung dengan cara apapun

<sup>202</sup> Angka 1 (d), Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.H.1.

<sup>203</sup> Munir Fuady, Pasar Modal Modern, Buku Kesatu, PT.Citra Aditya Bakti, Bandung 2001, hlm.193.

<sup>204</sup> Pasal 86 Ayat 1 UUPT mensyaratkan RUPS dapat dilangsungkan jika dalam RUPS lebih dari ½ (satu per dua) bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara hadir atau diwakili, kecuali Undang-Undang dan/atau anggaran dasar menentukan jumlah kuorum yang lebih besar.

<sup>205</sup> Setelah disesuaikan penulis dengan Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.H.1.

memiliki kemampuan menentukan pengelolaan dan/atau kebijaksanaan perusahaan terbuka.

Berdasarkan analisa pengertian investasi langsung dan tidak langsung diatas, maka ditemukan saat berubahnya investasi tidak langsung yang dilakukan investor asing menjadi investasi asing langsung yaitu:

- a. Pada saat pembelian saham mayoritas yang dilakukan oleh investor asing melalui pasar modal bertujuan untuk mengambalalih perusahaan terbuka.
- b. Pada saat tindakan baik langsung maupun tidak langsung yang dilakukan oleh investor asing mengakibatkan perubahan pengendali perusahaan terbuka. Yang dimaksud dengan pengendali perusahaan terbuka adalah investor asing yang memiliki saham lebih dari 50% (lima puluh perseratus) dari seluruh saham yang disetor penuh, atau investor asing yang memiliki kurang dari 50% saham yang disetor penuh tetapi mempunyai kemampuan untuk menentukan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan cara apapun pengelolaan dan/atau kebijaksanaan perusahaan terbuka.

Sehingga meskipun dalam setiap pembelian saham yang dilakukan melalui investasi portofolio dalam pasar modal dianggap sebagai investasi tidak langsung, maka pada keadaan yang disebutkan diatas berubah menjadi investasi langsung.

Apabila dikaitkan dengan kasus pengambilalihan Indosat oleh Qtel, investasi tidak langsung yang dilakukan oleh Qtel atas saham Indosat berubah menjadi investasi langsung. Hal ini dikeranakan dipenuhinya syarat berubahnya investasi tidak langsung menjadi langsung yaitu *pertama*, investasi tidak langsung tersebut bertujuan untuk melakukan pengambilalihan Indosat. *Kedua*, dengan pengambilalihan 40,8% saham Indosat oleh Qtel dari STT dan dengan dipilihnya *Chairman of the Board* Qatar Telekom H.E. Sheikh Abdullah Bin Mohammed Bin Saud Al Thani dan *Chief Executive Officer* Qtel Dr. Nasser Marafih sebagai Komisaris Utama dan anggota Dewan Komisaris Indosat untuk periode sampai dengan ditutupnya RUPS tahunan yang akan dilaksanakan pada tahun 2012 berdasarkan RUPS luar biasa Indosat tanggal 25 Agustus 2008, membuktikan Qtel memenuhi syarat sebagai pengendali baru yang mempunyai kemampuan

untuk menentukan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan cara apapun pengelolaan dan/atau kebijaksanaan Indosat.

Berdasarkan analisa diatas maka keputusan pemerintah yang diwakili Bapepam dan LK dengan dikeluarkannya surat Bapepam dan LK No. S-9186/BL/2008 yang mewajibkan Qtel membatasi pemilikan saham asing hingga 65% untuk jaringan telekomunikasi seluler bergerak pada perusahaan telekomunikasi Indosat, menurut penulis adalah sesuai karena pada saat ini investasi tidak langsung yang dilakukan oleh Qtel telah berubah menjadi investasi langsung, dan untuk membatasi kepemilikan investor asing didasarkan pada kewajiban pemerintah dalam menentukan kebijakan dasar yang mensyaratkan harus memperhatikan kepentingan nasional.<sup>206</sup>

Pemberhentian perdagangan saham Indosat pada tanggal 9 Juni 2008 oleh Bursa Efek Indonesia agar STT melakukan penawaran tender adalah wajar. Hal ini dikarenakan pada saat itu masih mengacu pada Peraturan Bapepam Nomor Kep-05/PM/2002 Tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka yang berisi penawaran tender diwajibkan bagi pengendali baru perusahaan terbuka yang memiliki 25% saham. Hal ini berarti pada saat itu pengertian pengendali baru yang memiliki kontrol/pengendalian terhadap perusahaan terbuka adalah pihak yang memiliki 25% saham, sehingga dikarenakan Qtel telah memiliki 40,8 % saham, maka Qtel diwajibkan untuk melakukan penawaran tender dan dikategorikan sebagai investasi langsung.

Oleh karena itu penulis berpendapat bahwa apabila pemerintah merumuskan ketentuan mengenai kapan terjadinya perubahan investasi tidak langsung yang dilakukan investor asing menjadi investasi langsung seperti yang dijelaskan diatas, maka pengambilalihan saham mayoritas oleh investor asing melalui investasi portofolio dalam pasar modal selain tunduk pada ketentuan investasi tidak langsung dalam hal ini UUPM dan ketentuan yang berkaitan dengan aturan pasar modal, tunduk juga pada ketentuan investasi langsung dalam hal ini Undang-Undang Penanaman Modal dan peraturan pelaksanaannya.<sup>207</sup>

---

<sup>206</sup> Pasal 4 ayat (2) Huruf a, Undang-Undang Penanaman Modal.

<sup>207</sup> Dalam hal ini Perpres Nomor 111 Tahun 2007 Tentang Perubahan atas Peraturan Presiden Nomor 77 Tahun 2007 Tentang Daftar Bidang Usaha yang

Sehingga pada keadaan ini, sinkronisasi aturan yang mewujudkan kepastian hukum dalam hal pembatasan kepemilikan modal/saham asing antara aturan investasi langsung dan investasi tidak langsung dapat terwujud.

#### **4.2. Akibat dari ketidakpastian hukum mengenai pembatasan pembelian saham perusahaan terbuka oleh investor asing melalui pasar modal terhadap kegiatan investasi di Indonesia.**

Oleh karena Undang-Undang Penanaman Modal hanya memberikan batasan pada investasi langsung dan tidak termasuk investasi tidak langsung, maka Undang-Undang Penanaman modal tidak mengenal definisi berdasarkan asset (*asset based definition*), yang memungkinkan perlindungan dalam status penanaman modal asing diberikan kepada setiap kegiatan usaha yang didalamnya terkandung asset asing. Pengertian berdasarkan asset atau transaksi bisa mengarah kepada perlindungan terhadap semua transaksi modal yang dilakukan orang asing, tidak terkecuali apakah transaksi tersebut bersifat jangka pendek atau spekulatif.<sup>208</sup>

Undang-Undang Penanaman Modal yang hanya membatasi pengaturan ruang lingkup investasi langsung dan tidak termasuk investasi secara tidak langsung atau melalui investasi portofolio,<sup>209</sup> menganut definisi berdasarkan *enterprised based definition* karena lebih fokus pada investasi yang sifatnya jangka panjang. Investasi langsung dalam jangka panjang akan memungkinkan negara-negara berkembang mengambil manfaat yang lebih banyak, tidak saja dari segi masuknya devisa, tetapi dari segi peningkatan produksi, penggunaan

---

tertutup dan Bidang Usaha yang Terbuka dengan Persyaratan di Bidang Penanaman Modal.

<sup>208</sup> Mahmud Siregar, *Perdagangan Internasional dan Penanaman Modal*, Universitas Sumatera Utara, 2005, Medan, 2005, hlm. 386-387.

<sup>209</sup> Penjelasan pasal 2 Undang-Undang Penanaman Modal, antara lain menyatakan:

“yang dimaksud dengan “penanaman modal di semua sektor wilayah Republik Indonesia” adalah penanaman modal langsung dan tidak termasuk penanaman modal tidak langsung atau portofolio”.

teknologi, penambahan pengetahuan, peningkatan keterampilan, penambahan kemampuan berorganisasi dan manajemen serta penyerapan tenaga kerja.<sup>210</sup>

Negara maju, khususnya Amerika Serikat, yang mendukung pengertian luas berdasarkan asset, menyatakan bahwa untuk menghindari dampak dari transaksi jangka pendek dan spekulatif dalam hasil perundingan bisa diberikan hak kepada *host country* (negara penerima modal) untuk memilah-milah jenis transaksi dan mengeluarkan jenis tertentu dari komitmen yang diberikan dengan menggunakan daftar positif investasi.<sup>211</sup> Jika suatu transaksi dianggap *host country* bersifat spekulatif dan tidak diinginkan, maka negara tersebut dapat mengeluarkannya dari bidang usaha yang diijinkan.<sup>212</sup>

Ada dua hal mendasar yang harus diperhitungkan oleh Indonesia tentang usulan menganut definisi berdasarkan asset. *Pertama*, Indonesia menganut rezim devisa bebas yang tidak memaksakan berbagai pembatasan terhadap transfer modal asing. Jika sistem ini diterima, maka daftar bisa membawa konsekuensi pada rezim pengawasan devisa. *Kedua*, jika hak untuk memilah-milah jenis transaksi kemudian melarangnya dengan alasan bersifat spekulatif dan potensial merugikan, maka negara ini perlu membangun untuk menyeleksi jenis investasi portofolio yang tidak diinginkan. Ini merupakan suatu pekerjaan yang tidak saja menuntut waktu, tetapi juga kesiapan sumber daya manusia dan biaya yang tidak sedikit.<sup>213</sup>

Berdasarkan analisa diatas, salah satu dampak dari dianutnya definisi berdasarkan *enterprised based definition* oleh Undang-Undang Penanaman Modal adalah sulitnya pasar modal Indonesia untuk memilah-milah jenis transaksi investasi portofolio yang bersifat spekulatif dan potensial merugikan yang tidak diinginkan.

---

<sup>210</sup> Mahmud Siregar, *Op.cit.*, hlm. 387.

<sup>211</sup> Daftar positif investasi hanya mencantumkan daftar-daftar bidang usaha atau kegiatan yang dapat dilakukan dengan modal asing. Berbeda dengan daftar negative investasi yang mencantumkan daftar bidang usaha yang dilarang dilakukan perusahaan yang didalamnya terdapat modal asing. Daftar positif ini lebih ketat daripada daftar negatif, karena yang bias diusahai modal asing hanya yang tercantum dalam daftar, sedangkan daftar negative investasi mengijinkan semua bidang usaha yang tidak tercantum dalam daftar investasi. *Ibid.*

<sup>212</sup> *Ibid.*

<sup>213</sup> *Ibid.*, hlm. 387-388.

Selain itu adanya kepastian hukum juga merupakan salah satu faktor utama untuk menciptakan iklim yang kondusif bagi investor, karena dalam melakukan investasi selain tunduk kepada ketentuan hukum investasi, juga tunduk pada ketentuan lain yang terkait dan tidak bisa dilepaskan sebagai pertimbangan bagi investor untuk menanamkan modalnya. Dengan banyaknya peraturan-peraturan yang mengatur investasi kadangkala menimbulkan ketidakpastian mana hukum yang berlaku. Pengaturan mengenai investasi harus mampu mengakomodasi investor asing dalam melakukan investasi di suatu negara. Setidaknya terdapat terdapat tiga kualitas yang perlu diciptakan oleh produk hukum yang baru dari pengaturan investasi hingga dapat mendorong datangnya investasi asing, yaitu: 1) *stability*; 2) *predictability*; 3) *fairness*.<sup>214</sup> Apabila dikaitkan ketidakpastian hukum tentang pembatasan pembelian saham perusahaan terbuka oleh investor asing melalui pasar modal terhadap kegiatan investasi di Indonesia, maka penulis melihat dari 3 sudut pandang yang dikemukakan diatas:

#### 4.2.1. Dilihat dari sudut pandang *stability*.

Hukum harus dapat menciptakan *stability*, yaitu dapat menyeimbangkan dan mengakomodasi kepentingan-kepentingan yang saling bersaing dalam masyarakat.<sup>215</sup> Apabila dikaitkan dengan pembatasan pembelian saham perusahaan terbuka oleh investor asing melalui pasar modal terhadap kegiatan investasi di Indonesia maka terdapat benturan kepentingan antara 2 kepentingan utama yang terkait yaitu kepentingan investor asing dan kepentingan negara yang diwakili pemerintah yang mensyaratkan adanya perlindungan terhadap kepentingan nasional.<sup>216</sup> Pembatasan kepemilikan modal/saham terhadap investor asing meskipun Undang-Undang Penanaman Modal tidak mencakup investasi tidak langsung, menunjukkan bahwa pemerintah berusaha untuk membela kepentingan nasional agar investor asing dalam menanamkan investasinya secara tidak langsung berubah menjadi investasi langsung, hal ini didasarkan pada kewenangan yang diberikan pada negara yang diwakili pemerintah oleh Undang-

<sup>214</sup> Djisman Simanjuntak, Erman Rajagukguk, Haryo Aswicahyo dan Titik Anas, Naskah Akademik RUU Penanaman Modal, tanggal 16 Maret 2006. Dikutip dari Dhaniswara K. Harjono, *Hukum Penanaman Modal*, PT.Rajagrafindo Persada, Jakarta, 2007, hlm.72.

<sup>215</sup> Dhaniswara K. Harjono, *Op.cit.*, hlm.72.

<sup>216</sup> Pasal 4 ayat (2) Huruf a, Undang-Undang Penanaman Modal.

Undang Dasar 1945 dalam menguasai cabang-cabang produksi yang penting bagi negara dan menguasai hajat hidup orang banyak misalnya telekomunikasi.<sup>217</sup> Disisi lain hal ini akan berdampak bagi kegiatan investasi di Indonesia yaitu ketidakpastian hukum dalam mengatur pembelian saham mayoritas oleh investor asing melalui investasi portofolio dalam pasar modal, menimbulkan keraguan investor asing dalam melakukan investasi melalui pasar modal di Indonesia, hal ini dikarenakan kepentingan investor asing yang ingin membeli saham melalui pasar modal yang seharusnya tidak dibatasi menjadi dibatasi.

#### 4.2.2. Dilihat dari sudut pandang *predictability*.

Hukum harus dapat menciptakan *Predictability*, yaitu mensyaratkan bahwa hukum tersebut harus mendatangkan kepastian hukum dalam menangani segala permasalahan penanaman modal di kemudian hari. Investor akan datang ke suatu negara bila ia yakin hukum akan melindungi investasi yang akan dilakukan.<sup>218</sup> Apabila dikaitkan dengan ketidakpastian hukum yang mengatur pembatasan pengambilalihan saham mayoritas oleh investor asing melalui investasi portofolio dalam pasar modal yang digambarkan oleh kasus pengambilalihan saham PT.Indosat Tbk oleh Qatar Telekom, maka akan mengakibatkan ragunya investor asing dalam melakukan investasi melalui pasar modal di Indonesia, karena : *pertama*, pada kenyataannya Undang-Undang Penanaman Modal hanya mengatur investasi langsung, sehingga tidak dapat mengatasi permasalahan pembatasan pengambilalihan saham mayoritas oleh investor asing melalui investasi portofolio dalam pasar modal. *Kedua*, investor asing merasa kepentingannya dalam membeli saham mayoritas melalui pasar modal tidak terlindungi karena pemerintah tetap memberlakukan pembatasan pemilikan saham.

#### 4.2.3. Dilihat dari sudut pandang *fairness*.

Hukum itu harus menciptakan *fairness*, yaitu keadilan.<sup>219</sup> Apabila dikaitkan dengan ketidakpastian hukum yang mengatur pembatasan pengambilalihan saham mayoritas oleh investor asing melalui investasi portofolio dalam pasar modal yang

<sup>217</sup> Pasal 33 Undang-Undang Dasar 1945.

<sup>218</sup> Dhaniswara K. Harjono, *Op.cit.*, hlm.72.

<sup>219</sup> *Ibid.*

digambarkan oleh kasus pengambilalihan saham PT.Indosat Tbk oleh Qatar Telekom, maka akan mengakibatkan investor asing merasa tidak diperlakukan secara adil, karena keputusan yang diambil oleh pemerintah melalui surat Bapepam-LK No. S-9186/BL/2008 yang membatasi Qatar Telekom untuk mengambilalih saham PT.Indosat Tbk sampai dengan 65% dari jumlah saham Indosat dianggap tidak memiliki dasar hukum oleh investor asing, sehingga mengakibatkan berkurangnya kepercayaan investor asing akan aturan hukum yang mengatur investasi asing melalui pasar modal.

