Demutualisasi Bursa Efek Indonesia dalam Rekonstruksi Tata Kelola Korporasi dan Perlindungan Investor dalam Perspektif Hukum Pasar Modal

Richard C. Adam
Jurusan Hukum, Universitas Tarumanagara
Corresponding Author's e-mail : richardc@fh.untar.ac.id

SEIKAT
Jurnal Ilmu Sosial, Politik dan Hukum

e-ISSN: 2964-0962

SEIKAT: Jurnal Ilmu Sosial, Politik dan Hukum

https://ejournal.45mataram.ac.id/index.php/seikat

Vol. 5, No. 5, Oktober 2026

Page: 4555 - 4565

Available at:

https://ejournal.45mataram.ac.id/index.php/seikat/article/view/4456

DOI:

https://doi.org/10.55681/seikat.v5i5.4456

Article History:

Received: 24-09-2026
Revised: 19-10-2026
Accepted: 26-10-2026

Abstract *: Demutualization of the Stock Exchange transforms the mutual structure, which links share ownership to exchange membership, into a structure that separates ownership from membership. In Indonesia, this transformation is reinforced through Law Number 4 of 2026, Financial Services Authority Regulation Number 13 of 2026 concerning Stock Exchange Shareholders, and Financial Services Authority Regulation Number 31 of 2025 concerning the governance of Self-Regulatory Organizations. This article analyzes the legal implications of demutualization for the ownership structure and governance of the Indonesia Stock Exchange and formulates a post-demutualization governance reconstruction to ensure exchange independence and strengthen investor protection. This study employs normative legal research using statutory, conceptual, and comparative approaches. The results show that demutualization broadens the ownership base and separates ownership from membership, but also creates risks of concentrated influence, conflicts of interest, and regulatory capture. Governance reconstruction should therefore be pursued through control of ownership concentration and beneficial ownership, strengthened independence of corporate organs, separation of commercial and regulatory functions, greater transparency, investor complaint mechanisms, and proportionate supervision by the Financial Services Authority.*

Keywords *: Demutualization; Stock Exchange; Corporate Governance; Investor Protection; Capital Market Law.*

Abstrak : Demutualisasi Bursa Efek mengubah struktur mutual yang menghubungkan kepemilikan saham dengan keanggotaan Bursa menjadi struktur yang memisahkan kepemilikan dari keanggotaan. Di Indonesia, perubahan tersebut diperkuat melalui Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2026, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 13 Tahun 2026 tentang Pemegang Saham Bursa Efek, dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31 Tahun 2025 tentang tata kelola Self-Regulatory Organizations. Artikel ini menganalisis implikasi yuridis demutualisasi terhadap struktur kepemilikan dan tata kelola Bursa Efek Indonesia serta merumuskan rekonstruksi tata kelola pasca-demutualisasi untuk menjamin independensi Bursa dan memperkuat perlindungan investor. Penelitian menggunakan metode yuridis-normatif dengan pendekatan perundang-undangan, konseptual, dan komparatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa demutualisasi memperluas basis kepemilikan dan memisahkan kepemilikan dari keanggotaan, tetapi juga menimbulkan risiko konsentrasi pengaruh, konflik kepentingan, dan regulatory capture. Rekonstruksi tata kelola dilakukan melalui pengendalian konsentrasi kepemilikan dan pemilik manfaat, penguatan independensi organ, pemisahan fungsi komersial dan pengaturan, transparansi, mekanisme pengaduan investor, serta pengawasan proporsional oleh Otoritas Jasa Keuangan.

Kata Kunci : Demutualisasi; Bursa Efek; Tata Kelola Korporasi; Perlindungan Investor; Hukum Pasar Modal.

PENDAHULUAN

Bursa Efek merupakan salah satu institusi fundamental dalam ekosistem pasar modal karena tidak semata-mata berfungsi sebagai penyelenggara sarana perdagangan efek, tetapi juga menjalankan fungsi yang berkaitan dengan pengaturan, pengawasan, dan pembentukan disiplin pasar. Posisi tersebut menempatkan Bursa pada karakter kelembagaan yang bersifat ganda. Di satu sisi, Bursa merupakan entitas korporasi yang dituntut memiliki kapasitas ekonomi, efisiensi operasional, inovasi teknologi, dan kemampuan merespons dinamika kompetisi pasar. Di sisi lain, Bursa menjalankan fungsi Self-Regulatory Organization (SRO) yang mengandung dimensi kepentingan publik karena kualitas pengaturan dan pengawasannya berpengaruh langsung terhadap keteraturan, kewajaran, efisiensi, serta integritas pasar. Persinggungan antara orientasi korporasi dan fungsi pengaturan tersebut menjadikan desain tata kelola Bursa berbeda dari tata kelola perseroan komersial pada umumnya.[1]

Persoalan tersebut memperoleh dimensi baru ketika Bursa memasuki proses demutualisasi. Demutualisasi pada dasarnya merupakan perubahan struktur kelembagaan yang memisahkan kepemilikan atas Bursa dari status keanggotaannya. Dalam model mutual, anggota Bursa pada saat yang sama berada dalam posisi sebagai pengguna, pemilik, dan pihak yang memiliki kepentingan langsung terhadap kebijakan Bursa. Struktur demikian dapat menciptakan kedekatan kepentingan antara penyelenggara pasar dan anggotanya, tetapi juga berpotensi menimbulkan persoalan ketika kepentingan pemilik sebagai pengguna jasa berhadapan dengan kebutuhan Bursa untuk menegakkan aturan terhadap anggota tersebut. Demutualisasi mengubah konfigurasi tersebut dengan membuka kemungkinan pemisahan antara kepemilikan, keanggotaan, dan fungsi operasional, sehingga struktur insentif, hubungan kekuasaan, serta mekanisme pengambilan keputusan di dalam Bursa turut berubah.[2]

Literatur menunjukkan bahwa demutualisasi tidak dapat dipahami sekadar sebagai perubahan status organisasi dari lembaga berbasis anggota menjadi entitas yang berorientasi korporasi. Perubahan tersebut dapat memengaruhi struktur kepemilikan, komposisi organ, strategi bisnis, efisiensi, dan hubungan Bursa dengan para pelaku pasar. Aggarwal menunjukkan bahwa demutualisasi berkaitan dengan perubahan mendasar dalam tata kelola karena Bursa tidak lagi semata-mata beroperasi untuk memenuhi kepentingan anggotanya, melainkan harus mempertanggungjawabkan keputusan korporasinya kepada pemegang saham yang memiliki kepentingan ekonomi atas kinerja perusahaan.[3] Temuan empiris selanjutnya memperlihatkan bahwa perubahan struktur tersebut dapat berhubungan dengan peningkatan kinerja dan efisiensi, tetapi manfaat tersebut sangat dipengaruhi oleh desain tata kelola yang diterapkan setelah demutualisasi, termasuk restrukturisasi Dewan dan peningkatan spesialisasi kompetensi organ korporasi.[4] Dengan demikian, keberhasilan demutualisasi tidak semata ditentukan oleh perubahan struktur kepemilikan, melainkan oleh kualitas tata kelola yang dibangun untuk mengelola perubahan tersebut.

Persoalan menjadi lebih kompleks karena Bursa bukan hanya perusahaan yang mengejar efisiensi dan keberlanjutan usaha, melainkan juga menjalankan fungsi pengaturan mandiri. Setelah demutualisasi, kepentingan pemegang saham dapat berorientasi pada profitabilitas,

[1] Reena Aggarwal, "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges," *Journal of Applied Corporate Finance* 15, no. 1 (2002): 105–113,

[2] Reena Aggarwal and Sandeep Dahiya, "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges," *Journal of Applied Corporate Finance* 18, no. 3 (2006): 96–106

[3] Aggarwal, "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges," 105–113.

[4] Faten Ben Slimane and Laura Padilla Angulo, "Strategic Change and Corporate Governance: Evidence from the Stock Exchange Industry," *Journal of Business Research* 103 (2019): 206–218

pertumbuhan bisnis, dan peningkatan nilai perusahaan, sementara fungsi pengaturan dapat mengharuskan Bursa melakukan tindakan yang membatasi atau memberikan sanksi kepada pihak yang justru memberikan kontribusi ekonomi bagi Bursa. Reiffen dan Robe menunjukkan bahwa hubungan antara struktur insentif komersial dan fungsi perlindungan pasar harus dianalisis secara hati-hati karena perubahan bentuk kepemilikan dapat mengubah insentif Bursa dalam menegakkan aturan terhadap pihak yang menjadi sumber pendapatan.[5] Dengan perspektif yang lebih institusional, penelitian mengenai demutualisasi juga memperlihatkan bahwa potensi konflik kepentingan dapat muncul dalam hubungan antara pemegang saham, pengelola Bursa, anggota Bursa, emiten, dan kepentingan publik yang harus dilindungi melalui mekanisme pengawasan pasar.[6]

Dalam konteks Indonesia, persoalan tersebut menjadi sangat aktual karena kerangka hukum demutualisasi telah memasuki tahap implementatif pada tahun 2026. Perubahan regulasi sektor keuangan melalui Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2026 memberikan landasan bagi perubahan struktur kepemilikan Bursa, yang selanjutnya dijabarkan melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 13 Tahun 2026 tentang Pemegang Saham Bursa Efek. Regulasi tersebut mengubah paradigma kepemilikan Bursa dari struktur mutual yang sebelumnya berkaitan erat dengan Anggota Bursa menuju struktur yang memungkinkan kepemilikan oleh orang perseorangan dan/atau badan hukum Indonesia, baik yang merupakan Anggota Bursa maupun bukan Anggota Bursa. Pengaturan tersebut sekaligus memperkenalkan pemisahan antara kepemilikan dan keanggotaan, serta menegaskan pemisahan fungsi pengaturan, pengawasan, dan bisnis dalam penyelenggaraan Bursa.

Perubahan struktur kepemilikan tersebut harus dibaca secara sistematis dengan penguatan tata kelola SRO melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31 Tahun 2025. Kerangka tersebut menempatkan tata kelola sebagai instrumen untuk memastikan bahwa Direksi, Dewan Komisaris, komite, fungsi pengawasan internal, manajemen risiko, audit, teknologi informasi, strategi anti-fraud, dan hubungan dengan pemangku kepentingan dapat berjalan secara terukur. Dengan demikian, rezim hukum Indonesia pasca-demutualisasi tidak berhenti pada persoalan siapa yang dapat memiliki saham Bursa, tetapi juga mulai membentuk kerangka mengenai bagaimana pemilik, organ perusahaan, dan fungsi pengaturan harus ditempatkan dalam suatu desain kelembagaan yang tetap menjaga independensi Bursa.

Dimensi tata kelola tersebut menjadi semakin penting apabila dikaitkan dengan agenda transparansi pasar modal Indonesia. Pada April 2026, Otoritas Jasa Keuangan bersama Bursa Efek Indonesia dan KSEI menyelesaikan sejumlah agenda reformasi transparansi, antara lain penyediaan data kepemilikan saham perusahaan tercatat di atas 1 persen kepada publik, pengumuman High Shareholding Concentration, peningkatan granularitas klasifikasi investor, kenaikan batas minimum free float menjadi 15 persen, serta penguatan ketersediaan data pemilik manfaat. Kebijakan tersebut memperlihatkan bahwa struktur kepemilikan, transparansi, dan identifikasi pihak yang memperoleh manfaat dari kepemilikan saham semakin diposisikan sebagai instrumen untuk menjaga integritas pasar, bukan sekadar persoalan administratif perusahaan.

Dari perspektif hukum korporasi, demutualisasi menciptakan persoalan mengenai bagaimana pemisahan kepemilikan dan keanggotaan dapat diikuti oleh pemisahan kepentingan ekonomi dengan kepentingan pengaturan. Pembatasan kepemilikan dapat mencegah penguasaan

[5] David Reiffen and Michel Robe, "Demutualization and Customer Protection at Self-Regulatory Financial Exchanges," *Journal of Futures Markets* 31, no. 2 (2011): 126–164

[6] Wiseman Ubochioma, "The New Kid on the Block: Demutualization of Securities Exchanges in Nigeria, Conflicts of Interest and the Search for a Regulatory Model," *Common Law World Review* 45, no. 1 (2016)

formal oleh satu pemegang saham, tetapi belum dengan sendirinya menghilangkan kemungkinan terbentuknya pengaruh yang terkonsentrasi melalui hubungan afiliasi, kepemilikan terhubung, pengendalian hak suara, atau pengaruh terhadap organ korporasi. Dengan kata lain, konsentrasi kekuasaan tidak selalu identik dengan konsentrasi kepemilikan secara formal. Literatur tata kelola korporasi menunjukkan bahwa persoalan perlindungan investor juga berkaitan dengan kemampuan hukum untuk mengendalikan potensi ekspropriasi, konflik antara pemegang saham dan pengelola, serta pengaruh pemegang saham yang memiliki kekuatan menentukan terhadap proses pengambilan keputusan korporasi.[7]

Permasalahan tersebut menjadi lebih sensitif pada Bursa karena tindakan korporasi dan keputusan regulator dapat memengaruhi kepentingan pihak-pihak yang secara bersamaan berada dalam ekosistem pasar. Bursa dapat berhadapan dengan konflik ketika pihak yang merupakan sumber pendapatan komersial juga merupakan subjek pengawasan atau penegakan aturan. Kondisi tersebut dapat terjadi dalam pengawasan anggota Bursa, pengawasan emiten, penetapan kebijakan perdagangan, pengaturan akses pasar, maupun ketika Bursa sendiri berhadapan dengan kepentingan korporasi tertentu. Penelitian tentang tata kelola Bursa menunjukkan bahwa struktur organisasi dan mekanisme pengawasan berhubungan erat dengan kualitas pasar, sehingga perubahan desain kelembagaan harus mempertimbangkan bukan hanya efisiensi perusahaan, tetapi juga konsekuensinya terhadap kualitas dan integritas pasar.[8]

Dengan demikian, isu utama pasca-demutualisasi bukan lagi semata-mata apakah perubahan dari struktur mutual menuju demutual memberikan keuntungan ekonomi atau fleksibilitas pembiayaan, melainkan apakah struktur hukum dan tata kelola yang dibentuk mampu mencegah terjadinya pergeseran konflik kepentingan dari model lama ke model baru. Konflik yang semula berpotensi muncul antara anggota sebagai pemilik dan pengguna Bursa dapat bergeser menjadi konflik antara pemegang saham, manajemen, anggota Bursa, emiten, dan fungsi pengaturan. Ubochioma, dalam kajiannya mengenai demutualisasi bursa, menekankan pentingnya restrukturisasi fungsi self-regulatory agar peran Bursa sebagai operator pasar dapat dibedakan secara lebih tegas dari perannya sebagai regulator, disertai penguatan kewenangan regulator eksternal dalam menangani konflik kepentingan.[9] Gagasan tersebut relevan bagi Indonesia karena demutualisasi tidak menghapus fungsi SRO Bursa; sebaliknya, perubahan kepemilikan justru menuntut penataan ulang hubungan antara fungsi komersial dan fungsi pengaturan.

Dalam konteks perlindungan investor, rekonstruksi tata kelola menjadi penting karena perlindungan investor tidak hanya ditentukan oleh keberadaan norma yang melarang praktik tertentu, tetapi juga oleh kualitas kelembagaan yang memastikan norma tersebut diterapkan secara independen dan konsisten. La Porta dan para penulis bersama menunjukkan bahwa perlindungan investor berkaitan erat dengan desain hukum, struktur kepemilikan, serta efektivitas mekanisme tata kelola dan penegakannya.[10] Oleh karena itu, perubahan struktur kepemilikan Bursa harus diikuti dengan mekanisme yang dapat memastikan bahwa keputusan korporasi tidak mengurangi kualitas pengaturan pasar, keterbukaan informasi, penanganan pengaduan, maupun perlindungan terhadap kepentingan investor.

Literatur internasional mengenai demutualisasi pada umumnya telah membahas tiga isu besar, yaitu perubahan struktur kepemilikan, konsekuensi ekonomi dan kinerja Bursa, serta

[7] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 58, nos. 1–2 (2000): 3–27,
[8] Chandrasekhar Krishnamurti, John M. Sequeira, and Fu Fangjian, "Stock Exchange Governance and Market Quality," *Journal of Banking & Finance* 27, no. 9 (2003): 1859–1878
[9] Ubochioma, "The New Kid on the Block."
[10] La Porta et al., "Investor Protection and Corporate Governance," 3–27.

persoalan konflik kepentingan dan tata kelola setelah demutualisasi. Aggarwal dan Dahiya membahas keterkaitan demutualisasi dengan perubahan orientasi korporasi dan kemungkinan penawaran umum saham Bursa, sedangkan penelitian Ben Slimane dan Padilla Angulo menunjukkan bahwa restrukturisasi tata kelola, terutama perubahan komposisi dan spesialisasi Dewan, berhubungan dengan kemampuan Bursa memperoleh manfaat dari transformasi organisasional tersebut.[11] Meskipun demikian, perkembangan regulasi Indonesia pada 2025–2026 menghadirkan persoalan yang lebih spesifik karena demutualisasi tidak berdiri sebagai transformasi korporasi semata, melainkan berlangsung di dalam rezim Self-Regulatory Organization yang tetap memiliki dimensi kepentingan publik.

Celah penelitian artikel ini terletak pada kebutuhan untuk menghubungkan perubahan struktur kepemilikan Bursa, tata kelola korporasi, fungsi SRO, dan perlindungan investor dalam satu kerangka rekonstruksi hukum. Penelitian sebelumnya banyak membahas demutualisasi berdasarkan pengalaman negara lain atau menitikberatkan pada konsekuensi ekonomi dan konflik kepentingan secara sektoral. Dalam perkembangan Indonesia yang sangat baru, persoalannya bergeser menjadi bagaimana memastikan bahwa struktur demutualisasi yang secara hukum telah dibentuk dapat diterjemahkan menjadi tata kelola yang menjaga independensi Bursa, mencegah konsentrasi pengaruh, dan tetap memberikan perlindungan yang efektif kepada investor. Dengan demikian, penelitian ini tidak memperlakukan demutualisasi sebagai tujuan akhir, melainkan sebagai titik awal bagi pembentukan tata kelola Bursa yang sesuai dengan karakter ganda Bursa sebagai entitas korporasi sekaligus SRO.

Kebaruan artikel ini terletak pada gagasan bahwa rekonstruksi tata kelola Bursa pasca-demutualisasi harus dibangun secara berlapis dan terintegrasi, yaitu melalui pengendalian konsentrasi kepemilikan dan pemilik manfaat; penguatan independensi, kompetensi, dan spesialisasi organ; pemisahan yang tegas antara fungsi bisnis dan fungsi pengaturan; penguatan transparansi serta mekanisme perlindungan investor; dan pengawasan Otoritas Jasa Keuangan yang proporsional terhadap fungsi SRO. Pendekatan tersebut menempatkan independensi Bursa bukan sebagai konsekuensi otomatis dari perubahan kepemilikan, melainkan sebagai hasil dari konfigurasi kelembagaan yang mampu mengendalikan konflik kepentingan dan menjaga agar kepentingan komersial tidak menggeser fungsi publik Bursa. Temuan empiris mengenai hubungan antara tata kelola dan kualitas pasar mendukung pentingnya melihat struktur organisasi Bursa sebagai bagian dari desain perlindungan pasar secara keseluruhan.[12]

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini diarahkan untuk menjawab dua permasalahan. Pertama, bagaimana implikasi yuridis demutualisasi terhadap struktur kepemilikan dan tata kelola Bursa Efek Indonesia dalam perspektif hukum pasar modal? Kedua, bagaimana rekonstruksi tata kelola Bursa Efek Indonesia pasca-demutualisasi untuk menjamin independensi Bursa dan memperkuat perlindungan hukum bagi investor? Kedua persoalan tersebut dianalisis dengan menempatkan hukum pasar modal dan hukum korporasi dalam satu kerangka analisis untuk merumuskan tata kelola Bursa yang mampu menjembatani kepentingan korporasi, fungsi pengaturan, dan kepentingan perlindungan investor.

METODE PENELITIAN

[11] Aggarwal and Dahiya, "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges," 96–106; Ben Slimane and Padilla Angulo, "Strategic Change and Corporate Governance," 206–218.
[12] Krishnamurti, Sequeira, and Fangjian, "Stock Exchange Governance and Market Quality," 1859–1878.

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum normatif dengan sifat deskriptif-analitis dan preskriptif. Penelitian diarahkan untuk menganalisis konstruksi hukum demutualisasi, struktur kepemilikan, tata kelola *Self-Regulatory Organization* (SRO), konflik kepentingan, dan perlindungan investor. Sifat deskriptif-analitis digunakan untuk mengidentifikasi implikasi yuridis perubahan struktur Bursa, sedangkan sifat preskriptif digunakan untuk merumuskan rekonstruksi tata kelola pasca-demutualisasi.[13]

Pendekatan yang digunakan meliputi pendekatan perundang-undangan, konseptual, dan komparatif. Pendekatan perundang-undangan digunakan untuk menelaah regulasi mengenai demutualisasi dan tata kelola Bursa. Pendekatan konseptual digunakan untuk menganalisis konsep *demutualization, corporate governance, self-regulation, independence, conflict of interest,* dan *investor protection*. Pendekatan komparatif digunakan untuk memperoleh pembelajaran dari praktik demutualisasi Bursa di yurisdiksi lain tanpa melakukan transplantasi hukum secara langsung ke Indonesia.

Bahan hukum terdiri atas bahan hukum primer dan sekunder. Bahan hukum primer berupa peraturan yang masih berlaku, sedangkan bahan hukum sekunder meliputi buku dan artikel jurnal ilmiah bereputasi. Pengumpulan bahan dilakukan melalui studi kepustakaan dan studi dokumen, kemudian dianalisis secara kualitatif yuridis dengan menghubungkan struktur kepemilikan, tata kelola organ, independensi fungsi pengaturan, konflik kepentingan, dan perlindungan investor untuk merumuskan desain tata kelola Bursa pasca-demutualisasi.[14]

HASIL DAN PEMBAHASAN

Implikasi Yuridis Demutualisasi terhadap Struktur Kepemilikan dan Tata Kelola Bursa Efek Indonesia

Demutualisasi Bursa Efek mengubah hubungan hukum antara kepemilikan saham dan keanggotaan Bursa. Dalam struktur mutual, anggota Bursa secara bersamaan mempunyai posisi sebagai pengguna sekaligus pemilik, sehingga kepentingan ekonomi anggota memiliki hubungan erat dengan proses pengambilan keputusan Bursa. Demutualisasi memisahkan kedua kedudukan tersebut dengan membuka kepemilikan kepada pihak yang lebih luas. Perubahan ini bukan sekadar perubahan komposisi pemegang saham, tetapi juga mengubah dasar hubungan kekuasaan dan akuntabilitas dalam tata kelola Bursa. Aggarwal menunjukkan bahwa demutualisasi membawa perubahan mendasar terhadap struktur tata kelola karena Bursa mulai beroperasi dengan orientasi korporasi dan menghadapi kepentingan pemegang saham yang berbeda dari kepentingan anggota sebagai pengguna jasa.[15]

Implikasi yuridis pertama terletak pada munculnya kebutuhan untuk menjaga keseimbangan antara kepentingan pemegang saham dan kepentingan publik pasar modal. Bursa merupakan entitas korporasi, tetapi pada saat yang sama menjalankan fungsi *Self-Regulatory Organization* (SRO). Oleh karena itu, orientasi terhadap efisiensi dan kinerja perusahaan tidak dapat mengesampingkan kewajiban menjaga integritas, keteraturan, dan kualitas pasar. Penelitian Krishnamurti, Sequeira, dan Fangjian menunjukkan bahwa struktur tata kelola Bursa mempunyai

[13] Peter Mahmud Marzuki, *Penelitian Hukum*, Edisi Revisi (Jakarta: Kencana, 2021).

[14] Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif: Suatu Tinjauan Singkat*, Edisi 1, Cet. 17 (Jakarta: Rajawali Pers, 2015).

[15] Reena Aggarwal, "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges," *Journal of Applied Corporate Finance* 15, no. 1 (2002): 105–113

hubungan dengan kualitas pasar.[16] Temuan tersebut memperlihatkan bahwa perubahan struktur kepemilikan harus diikuti perubahan tata kelola agar demutualisasi tidak hanya menghasilkan efisiensi korporasi, tetapi juga tetap menjamin kualitas penyelenggaraan pasar.

Dalam konteks Indonesia, POJK Nomor 13 Tahun 2026 memperluas kemungkinan kepemilikan saham Bursa kepada pihak Indonesia yang merupakan maupun bukan Anggota Bursa, sekaligus memisahkan kepemilikan dari keanggotaan dan memisahkan fungsi pengaturan, pengawasan, dan bisnis. Struktur tersebut pada dasarnya memberikan dasar bagi terbentuknya Bursa yang lebih terbuka dan fleksibel secara korporasi. Namun, perluasan kepemilikan juga menimbulkan persoalan baru mengenai konsentrasi pengaruh. Pembatasan persentase kepemilikan dapat mencegah penguasaan secara formal, tetapi tidak selalu mampu mencegah pengaruh melalui pihak terafiliasi, kepemilikan tidak langsung, kesepakatan, atau mekanisme pengendalian lainnya.

Persoalan tersebut berkaitan dengan prinsip pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian. Fama dan Jensen menjelaskan bahwa pemisahan antara *ownership* dan *control* menimbulkan kebutuhan terhadap mekanisme pengawasan dan pembagian kewenangan yang mampu membatasi perilaku pengendali yang bertentangan dengan kepentingan institusi.[17] Dalam konteks Bursa, prinsip tersebut menjadi semakin penting karena pengaruh terhadap keputusan Bursa tidak hanya berdampak pada pemegang saham, tetapi juga pada anggota Bursa, emiten, perusahaan efek, dan investor. Oleh karena itu, pembatasan kepemilikan perlu diikuti dengan identifikasi *beneficial ownership*, pengawasan hubungan afiliasi, dan mekanisme agregasi kepemilikan untuk memastikan bahwa pembatasan tidak berhenti pada kepatuhan formal.

Demutualisasi juga dapat memberikan manfaat berupa fleksibilitas permodalan dan pengembangan kegiatan usaha. Aggarwal dan Dahiya menunjukkan bahwa demutualisasi dapat membuka kemungkinan perubahan struktur pembiayaan dan penawaran umum saham Bursa, sedangkan penelitian Azzam menunjukkan adanya hubungan antara demutualisasi dan peningkatan ukuran serta kinerja keuangan Bursa pada sejumlah negara.[18] Meskipun demikian, manfaat tersebut harus diimbangi dengan tata kelola yang mencegah kepentingan komersial memengaruhi pelaksanaan fungsi pengaturan.

Risiko tersebut semakin relevan apabila Bursa melakukan *self-listing* atau memiliki kepentingan komersial yang berkaitan langsung dengan kegiatan yang menjadi objek pengaturannya. Penelitian Otchere dan Abou-Zied mengenai Australian Stock Exchange menunjukkan bahwa *self-listing* dapat memberikan manfaat ekonomi, tetapi sekaligus menciptakan persoalan tata kelola karena Bursa dapat berada dalam posisi sebagai operator pasar dan subjek proses pencatatan.[19] Dengan demikian, keputusan mengenai pencatatan, pengawasan, dan penegakan aturan yang berkaitan dengan kepentingan Bursa sendiri harus memiliki mekanisme independensi yang kuat.

Aspek tata kelola juga diperkuat oleh POJK Nomor 31 Tahun 2025 yang mengatur Direksi, Dewan Komisaris, komite, benturan kepentingan, audit, manajemen risiko, teknologi informasi, anti-fraud, dan pengaduan sebagai bagian dari tata kelola SRO. Namun, keberadaan perangkat

[16] Chandrasekhar Krishnamurti, John M. Sequeira, dan Fu Fangjian, "Stock Exchange Governance and Market Quality," *Journal of Banking & Finance* 27, no. 9 (2003): 1859–1878

[17] Eugene F. Fama dan Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *The Journal of Law and Economics* 26, no. 2 (1983): 301–325

[18] Reena Aggarwal dan Sandeep Dahiya, "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges," *Journal of Applied Corporate Finance* 18, no. 3 (2006): 96–106.

[19] Isaac Otchere dan Khaled Abou-Zied, "Stock Exchange Demutualization, Self-Listing and Performance: The Case of the Australian Stock Exchange," *Journal of Banking & Finance* 32, no. 4 (2008): 512–525

formal tersebut belum dengan sendirinya menjamin independensi. Penelitian Ben Slimane dan Padilla Angulo menunjukkan bahwa restrukturisasi komposisi dan kompetensi Dewan merupakan salah satu faktor penting dalam keberhasilan transformasi tata kelola setelah demutualisasi.[20] Karena itu, persoalan tata kelola bukan hanya mengenai keberadaan organ, tetapi juga menyangkut kompetensi, independensi, spesialisasi, dan distribusi kewenangan.

Dengan demikian, implikasi yuridis demutualisasi terhadap Bursa Efek Indonesia dapat dirumuskan dalam tiga persoalan utama, yaitu perubahan struktur kepemilikan, perubahan konfigurasi pengendalian, dan kebutuhan pemisahan yang lebih tegas antara fungsi komersial dan fungsi pengaturan. Ketiganya berhubungan langsung dengan perlindungan investor karena kualitas tata kelola Bursa memengaruhi kepercayaan dan integritas pasar. Penelitian Klapper dan Love menunjukkan bahwa kualitas corporate governance berkorelasi dengan kinerja dan valuasi serta menjadi semakin penting dalam lingkungan hukum yang lebih lemah.[21]

Rekonstruksi Tata Kelola Bursa Efek Indonesia Pasca-Demutualisasi untuk Menjamin Independensi Bursa dan Memperkuat Perlindungan Hukum Investor

Rekonstruksi tata kelola Bursa pasca-demutualisasi tidak berarti mengganti seluruh mekanisme yang telah berlaku, tetapi menyusun kembali hubungan antara kepemilikan, organ Bursa, fungsi pengaturan, dan perlindungan investor agar sesuai dengan struktur kelembagaan baru. Rekonstruksi diperlukan karena pemisahan kepemilikan dan keanggotaan dapat mengubah sumber kepentingan ekonomi dan pola pengendalian di dalam Bursa.

Pertama, diperlukan ownership safeguard melalui kombinasi pembatasan kuantitatif dan pengujian *beneficial ownership*. Pembatasan persentase saham harus disertai pemeriksaan kepemilikan langsung, tidak langsung, hubungan afiliasi, dan pihak yang memperoleh manfaat sebenarnya. Pendekatan tersebut diperlukan agar larangan konsentrasi kepemilikan tidak hanya berlaku secara formal, tetapi juga mampu mencegah konsentrasi pengaruh secara substantif.

Kedua, diperlukan penguatan independensi dan spesialisasi Direksi serta Dewan Komisaris. Organ Bursa harus memiliki kompetensi yang memadai dalam hukum pasar modal, teknologi, manajemen risiko, kepatuhan, dan perlindungan investor. Penataan tersebut didukung oleh penelitian mengenai demutualisasi yang menunjukkan pentingnya perubahan komposisi dan spesialisasi Dewan dalam keberhasilan transformasi tata kelola.[22]

Ketiga, perlu dibentuk functional ring-fencing antara fungsi komersial dan fungsi pengaturan. Pemisahan tidak harus selalu berbentuk badan hukum yang berbeda, tetapi setidaknya harus diwujudkan dalam pemisahan kewenangan, garis pelaporan, akses informasi, dan prosedur pengambilan keputusan. Fungsi penyusunan regulasi, pengawasan kepatuhan, pemeriksaan anggota, dan penegakan harus terlindung dari tekanan target komersial.

Keempat, diperlukan arsitektur pengendalian benturan kepentingan yang bekerja sejak sebelum suatu keputusan dibuat hingga setelah keputusan dilaksanakan. Pihak yang memiliki kepentingan langsung harus mengungkapkan konflik dan tidak terlibat dalam pengambilan keputusan (*recusal*). Proses pengambilan keputusan harus terdokumentasi, dapat diaudit, dan dapat ditinjau oleh fungsi yang independen. Shleifer dan Vishny menempatkan mekanisme

[20] Faten Ben Slimane dan Laura Padilla Angulo, "Board Restructuring and Successful Demutualization: The Stock Exchanges," *Journal of Organizational Change Management* 31, no. 3 (2018): 598–618

[21] Leora F. Klapper dan Inessa Love, "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets," *Journal of Corporate Finance* 10, no. 5 (2004): 703–728

[22] Ben Slimane dan Padilla Angulo, "Board Restructuring and Successful Demutualization," 598–618.

pengendalian dan perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham sebagai bagian penting dari tata kelola untuk mengurangi persoalan *agency*.[23]

Kelima, perlindungan investor harus ditempatkan sebagai indikator kinerja tata kelola Bursa, bukan hanya sebagai kewajiban administratif. Transparansi kepemilikan, keterbukaan *beneficial ownership*, mekanisme pengaduan, konsistensi penegakan aturan, serta keterbukaan mengenai konflik kepentingan merupakan bagian dari perlindungan investor. La Porta dan para penulis bersama menunjukkan bahwa perlindungan investor sangat berkaitan dengan kualitas hukum dan mekanisme tata kelola yang mampu membatasi tindakan pengelola atau pemegang saham pengendali yang merugikan pihak lain.[24]

Keenam, pengawasan OJK perlu dijalankan secara berbasis risiko melalui mekanisme *ex ante* dan *ex post*. Pengawasan *ex ante* diperlukan terhadap perubahan kepemilikan, pengurus, dan transaksi yang berpotensi mengubah pengendalian, sedangkan pengawasan *ex post* diperlukan melalui pelaporan, audit, pemeriksaan, dan evaluasi konflik kepentingan. Model ini menjaga keseimbangan antara independensi SRO dan akuntabilitas publik.

Ketujuh, apabila Bursa pada masa mendatang melakukan *self-listing* atau transaksi yang melibatkan kepentingan komersialnya sendiri, harus tersedia mekanisme pengambilan keputusan yang independen, dokumentasi alasan keputusan, dan mekanisme eskalasi kepada regulator. Penelitian mengenai *self-listing* menunjukkan bahwa perubahan tersebut dapat menciptakan konsekuensi nilai dan strategi bisnis sekaligus meningkatkan kompleksitas konflik kepentingan.[25]

Berdasarkan analisis tersebut, rekonstruksi tata kelola Bursa Efek Indonesia pasca-demutualisasi dapat dirumuskan dalam lima lapis pengamanan sebagai berikut.

Perlindungan investor harus dibangun sejak tahap pemilihan dan pengawasan pemegang saham, pembentukan organ, pengambilan keputusan, hingga pengawasan regulator. Dengan demikian, independensi Bursa tidak dimaknai sebagai terputusnya Bursa dari pemegang saham atau regulator, melainkan sebagai kemampuan menjalankan fungsi pengaturan secara objektif tanpa dikendalikan oleh kepentingan ekonomi pihak tertentu.

Pada akhirnya, demutualisasi menggeser paradigma tata kelola Bursa dari sekadar *corporate governance* menjadi market-institutional governance. Bursa berbeda dari perseroan biasa karena keputusan internalnya mempunyai dampak eksternal terhadap emiten, perusahaan efek, investor, dan kualitas pasar. Krishnamurti, Sequeira, dan Fangjian menunjukkan bahwa struktur organisasi Bursa berkaitan dengan kualitas pasar, sedangkan Reiffen dan Robe menunjukkan bahwa perubahan orientasi dari kepentingan anggota menuju kepentingan pemegang saham tidak secara otomatis menghilangkan fungsi perlindungan pengguna pasar.[26] Oleh karena itu, desain tata kelola pasca-demutualisasi harus mampu mengintegrasikan kepentingan korporasi dengan fungsi pengaturan dan perlindungan investor.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Demutualisasi Bursa Efek Indonesia membawa implikasi yuridis yang tidak terbatas pada perubahan struktur kepemilikan saham, tetapi juga mengubah hubungan antara kepemilikan,

[23] Andrei Shleifer dan Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance* 52, no. 2 (1997): 737–783

[24] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, dan Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 58, nos. 1–2 (2000): 3–27

[25] Isaac Otchere, "Stock Exchange Self-Listing and Value Effects," *Journal of Corporate Finance* 12, no. 5 (2006): 926–953

[26] Krishnamurti, Sequeira, dan Fangjian, "Stock Exchange Governance and Market Quality," 1859–1878.

keanggotaan, pengendalian, dan tata kelola Bursa. Pemisahan antara ownership dan membership memperluas basis kepemilikan serta memberikan fleksibilitas permodalan, tetapi pada saat yang sama menciptakan konfigurasi kekuasaan dan potensi konflik kepentingan yang baru. Pembatasan kepemilikan merupakan instrumen untuk mencegah dominasi secara formal, namun efektivitasnya tetap bergantung pada pengawasan terhadap beneficial ownership, kepemilikan tidak langsung, hubungan afiliasi, dan pengendalian substantif. Demutualisasi juga memperkuat kebutuhan untuk menjaga pemisahan antara fungsi komersial dan fungsi pengaturan karena Bursa tetap menjalankan fungsi sebagai Self-Regulatory Organization.

Rekonstruksi tata kelola Bursa pasca-demutualisasi perlu dibangun secara integratif melalui ownership safeguard, board independence and specialization, functional ring-fencing, conflict-of-interest architecture, investor-protection safeguard, dan regulatory oversight oleh Otoritas Jasa Keuangan. Rekonstruksi tersebut menempatkan perlindungan investor sebagai bagian integral dari tata kelola sejak tahap pembentukan struktur kepemilikan, komposisi organ, dan pengambilan keputusan, bukan semata-mata sebagai mekanisme korektif setelah terjadi pelanggaran. Dalam kerangka tersebut, independensi Bursa harus dipahami sebagai kemampuan kelembagaan untuk menjalankan fungsi pengaturan dan pengawasan secara objektif, transparan, akuntabel, serta bebas dari pengaruh kepentingan ekonomi tertentu.

Saran

Otoritas Jasa Keuangan perlu memastikan bahwa implementasi POJK Nomor 13 Tahun 2026 tidak berhenti pada pemenuhan batas kepemilikan secara formal, tetapi disertai dengan mekanisme identifikasi dan agregasi beneficial ownership, pengawasan terhadap perubahan pengendalian, serta pengujian terhadap potensi konflik kepentingan. Bursa Efek Indonesia perlu memperkuat independensi dan kompetensi Direksi serta Dewan Komisaris, memperjelas pemisahan kewenangan antara fungsi komersial dan fungsi pengaturan, serta membangun mekanisme disclosure, recusal, dan independent review terhadap keputusan yang mengandung konflik kepentingan. Perlindungan investor juga perlu diperkuat melalui transparansi kepemilikan dan pengendalian, mekanisme pengaduan yang efektif, serta evaluasi berkala terhadap konsistensi penegakan aturan.

Dengan demikian, demutualisasi perlu ditempatkan sebagai reformasi kelembagaan pasar modal, bukan sekadar perubahan komposisi pemegang saham Bursa. Keberhasilan transformasi tersebut ditentukan oleh kemampuan hukum dan tata kelola untuk membangun keseimbangan antara kepentingan korporasi, independensi fungsi pengaturan, dan perlindungan investor. Kerangka hukum yang telah dibentuk pada 2025–2026 menjadi fondasi awal, sedangkan efektivitasnya bergantung pada penerjemahan norma tersebut ke dalam mekanisme tata kelola yang dapat diawasi, transparan, dan mampu bertahan terhadap konflik kepentingan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis menyampaikan terima kasih kepada seluruh pihak yang mendukung proses penyusunan artikel ini. Segala kekurangan yang masih terdapat dalam artikel menjadi tanggung jawab penulis.

DAFTAR PUSTAKA

Aggarwal, R. (2002). Demutualization and corporate governance of stock exchanges. Journal of Applied Corporate Finance, 15(1). https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2002.tb00345.x

Aggarwal, R., & Dahiya, S. (2006). Demutualization and public offerings of financial exchanges. Journal of Applied Corporate Finance, 18(3). https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00102.x

Ben Slimane, F., & Padilla Angulo, L. (2018). Board restructuring and successful demutualization: The stock exchanges. Journal of Organizational Change Management, 31(3). https://doi.org/10.1108/JOCM-06-2017-0212

Ben Slimane, F., & Padilla Angulo, L. (2019). Strategic change and corporate governance: Evidence from the stock exchange industry. Journal of Business Research, 103. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.045

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. The Journal of Law and Economics, 26(2). https://doi.org/10.1086/467037

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. Journal of Corporate Finance, 10(5). https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4

Krishnamurti, C., Sequeira, J. M., & Fangjian, F. (2003). Stock exchange governance and market quality. Journal of Banking & Finance, 27(9). https://doi.org/10.1016/S0378-4266(03)00105-5

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics, 58(1–2). https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9

Marzuki, P. M. (2021). Penelitian hukum (Edisi revisi). Kencana.

Otchere, I. (2006). Stock exchange self-listing and value effects. Journal of Corporate Finance, 12(5). https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.02.003

Otchere, I., & Abou-Zied, K. (2008). Stock exchange demutualization, self-listing and performance: The case of the Australian Stock Exchange. Journal of Banking & Finance, 32(4). https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.07.011

Reiffen, D., & Robe, M. (2011). Demutualization and customer protection at self-regulatory financial exchanges. Journal of Futures Markets, 31(2). https://doi.org/10.1002/fut.20467

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. The Journal of Finance, 52(2). https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x

Soekanto, S., & Mamudji, S. (2015). Penelitian hukum normatif: Suatu tinjauan singkat (Edisi 1, Cet. ke-17). Rajawali Pers.

Ubochioma, W. (2016). The new kid on the block: Demutualization of securities exchanges in Nigeria, conflicts of interest and the search for a regulatory model. Common Law World Review, 45(1). https://doi.org/10.1177/1473779515625022