



MITIGASI REGULATORY CAPTURE DEMUTUALISASI BEI MELALUI INDEPENDENT LISTING AUTHORITY BERBASIS KOMPARASI AUSTRALIAN SECURITIES EXCHANGE

A'an Ilham Ardiyansah ^{a*}, Sang Ayu Putu Rahayu^b

^a Fakultas Hukum; aanilhamardiyansah@students.unnes.ac.id, Universitas Negeri Semarang; Kampus UNNES, Kota Semarang, Jawa Tengah, Indonesia

^b Fakultas Hukum; rahayufh@mail.unnes.ac.id, Universitas Negeri Semarang; Kampus UNNES, Kota Semarang, Jawa Tengah, Indonesia

* Penulis Korespondensi: A'an Ilham Ardiyansah

ABSTRACT

The demutualization of the Indonesia Stock Exchange (IDX) has triggered a paradigm shift, transforming the exchange from a non-profit organization into a profit-oriented corporate entity. However, this transformation carries a latent risk of regulatory capture, where the exchange's supervisory functions are vulnerable to being co-opted by commercial interests in pursuit of listing fees. This article analyzes the failure of the current Self-Regulatory Organization (SRO) structure in mitigating institutional conflicts of interest, as evidenced by the declining trend in issuers' fundamental quality amidst aggressive IPO growth. Utilizing normative legal research and a comparative approach with the Australian Securities Exchange (ASX), this study finds that separating supervisory functions through an independent authority is an absolute prerequisite for market integrity. This article reconstructs the urgency of establishing an Independent Listing Authority (ILA) in Indonesia as a juridical firewall. This solution aims to sever the regulator's financial dependence on issuers, ensuring that listing decisions are based entirely on legal compliance and investor protection rather than the exchange's financial performance targets.

Keywords: Demutualization; Independent Listing Authority; Regulatory Capture; Indonesia Stock Exchange; Investor Protection.

Abstrak

Demutualisasi Bursa Efek Indonesia (BEI) telah memicu pergeseran paradigma bursa dari organisasi nirlaba menjadi entitas korporasi yang berorientasi laba. Namun, transformasi ini membawa risiko laten berupa *regulatory capture*, di mana fungsi pengawasan bursa rentan terkooptasi oleh kepentingan komersial untuk mengejar biaya pencatatan (*listing fees*). Artikel ini menganalisis kegagalan struktur *Self-Regulatory Organization* (SRO) saat ini dalam memitigasi konflik kepentingan institusional, yang dibuktikan dengan tren penurunan kualitas fundamental emiten di tengah agresivitas pertumbuhan IPO. Dengan menggunakan metode penelitian hukum normatif dan pendekatan komparatif terhadap *Australian Securities Exchange* (ASX), penelitian ini menemukan bahwa pemisahan fungsi pengawasan melalui otoritas independen merupakan prasyarat mutlak bagi integritas pasar. Artikel ini merekonstruksi urgensi pembentukan *Independent Listing Authority* (ILA) di Indonesia sebagai "tembok api" (*firewall*) yuridis. Solusi ini bertujuan untuk memutus ketergantungan finansial regulator terhadap emiten, guna menjamin bahwa keputusan pencatatan efek didasarkan sepenuhnya pada kepatuhan hukum dan perlindungan investor, bukan pada target kinerja finansial bursa.

Kata Kunci: Demutualisasi; Independent Listing Authority; Regulatory Capture; Bursa Efek Indonesia; Perlindungan Investor

1. PENDAHULUAN

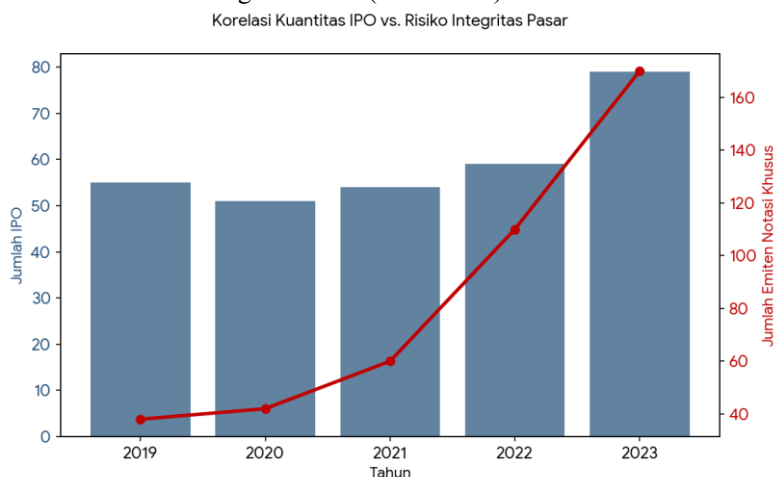
Transformasi kelembagaan bursa efek dari entitas nirlaba menuju korporasi berorientasi laba merupakan fenomena global yang tidak terelakkan dalam lanskap pasar keuangan modern. Demutualisasi tidak lagi

dipahami sekadar sebagai perubahan struktur kepemilikan, melainkan sebagai pergeseran paradigma yang menempatkan bursa pada posisi ambivalen antara mandat publik dan dorongan komersial. Dalam konteks ini, Bursa Efek Indonesia tidak hanya berfungsi sebagai arena transaksi efek, tetapi juga sebagai Self-Regulatory Organization yang mengemban statutory mandate untuk menjaga integritas pasar. Namun, ketika logika korporasi yang berorientasi pada profit-maximization objective semakin dominan, muncul pertanyaan mendasar mengenai sejauh mana fungsi pengawasan dapat dijalankan secara independen tanpa terdistorsi oleh kepentingan bisnis.

Dilema tersebut menemukan artikulasinya dalam risiko regulatory capture yang inheren dalam struktur demutualisasi. Bursa dihadapkan pada conflict of interest yang subtil namun signifikan, yakni antara menjalankan fungsi seleksi dan pengawasan emiten secara ketat dengan insentif untuk meningkatkan volume pencatatan demi optimalisasi pendapatan. Dalam situasi ini, keputusan untuk melonggarkan standar pencatatan atau toleransi terhadap emiten bermasalah bukan lagi sekadar kemungkinan teoretis, melainkan ancaman nyata terhadap perlindungan investor. Ketika fungsi regulasi tunduk pada kepentingan komersial, maka prinsip public duty doctrine berpotensi tereduksi menjadi formalitas normatif tanpa daya paksa substantif. Konsekuensinya tidak hanya bersifat internal kelembagaan, tetapi juga menyentuh dimensi kepercayaan publik yang menjadi fondasi utama keberlanjutan pasar modal.

Transformasi Bursa Efek Indonesia menjadi entitas yang terdemutualisasi telah menggeser paradigma bursa dari sekadar penyedia infrastruktur pasar menjadi korporasi yang berorientasi pada maksimalisasi nilai pemegang saham. Dalam struktur ini bursa mengemban mandat ganda yang secara inheren kontradiktif yakni sebagai penggerak keuntungan komersial sekaligus sebagai lembaga regulator mandiri yang menjaga integritas pasar. Persoalan muncul ketika target pertumbuhan pendapatan yang bersumber dari biaya pencatatan atau *listing fees* mulai bersinggungan dengan kewajiban bursa dalam melakukan penyaringan emiten secara ketat. Fenomena ini menciptakan risiko *regulatory capture* di mana otoritas bursa secara sistemik cenderung melonggarkan standar pengawasan demi menjaga volume emiten yang melantai. Kondisi tersebut bukan sekadar kekhawatiran teoritis melainkan sebuah realitas empiris yang dapat ditelusuri melalui perbandingan antara agresivitas pertumbuhan jumlah emiten baru dengan tingkat kepatuhan fundamental jangka panjang. Hubungan yang asimetris antara ambisi komersial dan kualitas pengawasan ini dapat dipetakan secara jelas melalui grafik tren pertumbuhan pasar modal dalam lima tahun terakhir sebagai berikut:

Anomali Kuantitas IPO dan Risiko Integritas Pasar (2019-2023)



Data Otoritas Jasa Keuangan menunjukkan bahwa dalam periode 2019 hingga 2023 jumlah perusahaan yang melakukan Initial Public Offering (IPO) mengalami peningkatan yang signifikan dan mencapai rekor tertinggi pada tahun 2023. Namun, peningkatan jumlah emiten tersebut tidak diikuti oleh peningkatan kualitas dan stabilitas emiten secara proporsional. Pada periode yang sama, jumlah perusahaan yang masuk dalam kategori notasi khusus maupun mengalami suspensi juga menunjukkan tren kenaikan. Kondisi ini mengindikasikan adanya kesenjangan antara pertumbuhan kuantitas emiten dan kualitas perusahaan yang berhasil masuk ke pasar modal.

Fenomena tersebut mencerminkan adanya persoalan struktural dalam mekanisme pencatatan dan pengawasan emiten. Di satu sisi, bursa memiliki kepentingan untuk meningkatkan jumlah perusahaan tercatat

Mitigasi Regulatory Capture Demutualisasi BEI melalui Independent Listing Authority Berbasis Komparasi Australian Securities Exchange (A'an Ilham Ardiyansah)

sebagai indikator pertumbuhan pasar dan sumber pendapatan. Di sisi lain, bursa juga memikul tanggung jawab untuk memastikan bahwa setiap perusahaan yang dicatat memenuhi standar kelayakan dan perlindungan investor. Konflik kepentingan yang muncul dari dua fungsi tersebut berpotensi melemahkan pelaksanaan public duty doctrine yang seharusnya menjadi landasan utama organisasi regulator mandiri dalam menjalankan fungsi pengawasannya. Apabila proses pengawasan dan pencatatan tetap berada di bawah kendali institusi yang memiliki kepentingan finansial terhadap objek yang diawasinya, maka independensi pengambilan keputusan berisiko terkompromi. Oleh karena itu, pembentukan otoritas pencatatan yang independen (Independent Listing Authority) menjadi langkah penting untuk memisahkan fungsi komersial dan fungsi pengawasan, sehingga integritas pasar modal serta perlindungan investor dapat terjamin secara lebih optimal.

Problematika ini diperparah oleh konstruksi tata kelola pasar modal Indonesia yang masih mengonsolidasikan fungsi komersial dan fungsi regulasi dalam satu entitas yang sama. Model integrasi ini secara inheren membuka ruang bagi moral hazard, terutama dalam kondisi di mana mekanisme checks and balances tidak dirancang secara tegas dan independen. Ketiadaan pemisahan struktural yang jelas antara otoritas pencatatan dan kepentingan bisnis bursa menciptakan kerentanan sistemik terhadap distorsi pengambilan keputusan. Dalam jangka panjang, kondisi ini tidak hanya mengancam kualitas emiten yang tercatat, tetapi juga berpotensi menurunkan kredibilitas pasar modal Indonesia di mata investor global. Dalam praktiknya, ambiguitas kelembagaan tersebut menciptakan ruang diskresi yang tidak terukur, di mana standar pencatatan berpotensi dinegosiasikan secara implisit. Kondisi ini memperlemah akuntabilitas institusional serta membuka celah sistemik bagi infiltrasi kepentingan non-regulatoris.¹

Sebagai respons atas problematika tersebut, urgensi pembentukan Independent Listing Authority menjadi semakin relevan untuk dipertimbangkan. Konsep ini menawarkan pemisahan tegas antara fungsi komersial bursa dan fungsi regulasi pencatatan, sehingga proses seleksi emiten dapat dilakukan secara objektif dan bebas dari intervensi kepentingan bisnis. Praktik komparatif menunjukkan bahwa model serupa telah diimplementasikan dalam sistem pengawasan pasar modal Australia, di mana Australian Securities Exchange beroperasi dalam kerangka supervisi yang melibatkan otoritas eksternal guna memastikan independensi fungsi regulasi. Keterlibatan lembaga seperti Australian Securities and Investments Commission mencerminkan pendekatan institusional yang menempatkan integritas pasar di atas kepentingan komersial jangka pendek.

Berdasarkan kerangka tersebut, artikel ini bertujuan untuk mengkaji secara kritis risiko regulatory capture dalam struktur demutualisasi Bursa Efek Indonesia serta menawarkan rekonstruksi arsitektur pengawasan melalui pembentukan Independent Listing Authority berbasis komparasi dengan praktik di Australia. Dengan demikian, tulisan ini tidak hanya berupaya mengisi kekosongan konseptual dalam diskursus hukum pasar modal, tetapi juga mendorong penguatan public trust sebagai prasyarat utama bagi daya saing dan legitimasi pasar modal Indonesia di tingkat global.

2. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum normatif yang berfokus pada inventarisasi, sinkronisasi, dan penemuan hukum melalui analisis terhadap norma-norma yang berlaku dalam sistem pasar modal Indonesia. Pendekatan yang digunakan adalah pendekatan perundang-undangan (*statute approach*) untuk menelaah regulasi tata kelola bursa efek serta pendekatan perbandingan (*comparative approach*) dengan melakukan studi terhadap mekanisme supervisi pada *Australian Securities Exchange*. Penggunaan metode komparatif ini bertujuan untuk mengekstraksi prinsip-prinsip *best practice* internasional yang relevan guna menjawab problematika *regulatory capture* di pasar modal domestik. Selain itu penelitian ini juga menerapkan pendekatan konseptual (*conceptual approach*) yang beranjak dari doktrin-doktrin hukum dan teori pilihan publik guna membangun argumen mengenai urgensi pemisahan fungsi komersial dan fungsi regulasi bursa. Sumber data utama diperoleh melalui studi kepustakaan terhadap bahan hukum primer berupa peraturan perundang-undangan serta bahan hukum sekunder yang mencakup jurnal ilmiah laporan otoritas pasar modal dan literatur hukum otoritatif lainnya. Keseluruhan data tersebut dianalisis secara kualitatif-deskriptif untuk menghasilkan sebuah konstruksi solusi yang bersifat preskriptif bagi pembaruan hukum pasar modal di Indonesia.

¹ Soekanto. (1983). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penegakan Hukum*.

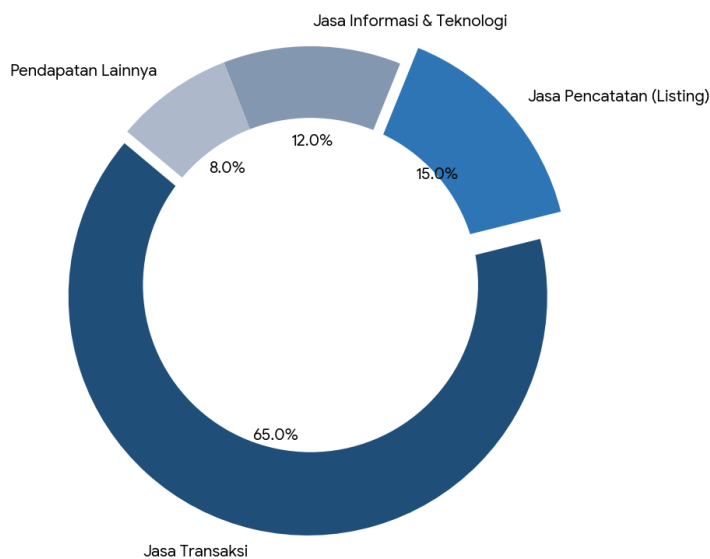
3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 Dilema Komersialisasi dan Risiko Regulatory Capture dalam Struktur Demutualisasi Bursa Efek Indonesia

Secara aksiomatis, transformasi Bursa Efek Indonesia sebagai entitas yang terdemutualisasi menempatkannya pada posisi dilematis sebagai dua sisi mata uang yang asimetris. Di satu sisi, BEI mengemban mandat imperatif sebagai Self-Regulatory Organization yang harus menjamin integritas pasar dan perlindungan investor. Namun di sisi lain, sebagai entitas yang berorientasi pada profit-maximization objective, BEI juga terdorong untuk mengoptimalkan pendapatan melalui peningkatan aktivitas pencatatan efek. Dalam kerangka Public Choice Theory, kondisi ini menempatkan manajemen bursa sebagai aktor ekonomi rasional yang tidak sepenuhnya netral, melainkan berpotensi memaksimalkan utilitas institusionalnya, termasuk melalui peningkatan jumlah emiten yang tercatat.² Dengan demikian, fungsi regulasi tidak lagi berada dalam ruang steril, tetapi berinteraksi langsung dengan insentif ekonomi yang inheren dalam struktur kelembagaan yang terdemutualisasi.

Struktur demutualisasi telah mentransformasi Bursa Efek Indonesia menjadi sebuah korporasi yang memiliki tanggung jawab fidusia terhadap pemegang sahamnya untuk menghasilkan laba yang optimal. Kondisi ini menciptakan ketergantungan finansial yang signifikan terhadap aktivitas para pelaku pasar terutama dari sektor emiten melalui skema biaya pencatatan dan biaya transaksi perdagangan. Dalam perspektif teori pilihan publik kepentingan ekonomi pengelola bursa sering kali bersinggungan dengan kewajiban regulasi di mana setiap kebijakan pengawasan yang bersifat restriktif berpotensi menurunkan volume pendapatan bursa. Arsitektur keuangan bursa yang sangat bergantung pada partisipasi emiten menciptakan insentif ekonomi yang asimetris di mana bursa lebih termotivasi untuk melakukan ekspansi jumlah emiten daripada melakukan penegakan hukum yang berisiko mengurangi aliran kas. Kedalaman ketergantungan finansial ini dapat ditelaah melalui proporsi sumber pendapatan bursa yang menunjukkan dominasi aktivitas komersial terhadap total struktur penerimaan institusi sebagaimana digambarkan dalam diagram berikut:

Anatomi Pendapatan BEI: Sumber Konflik Kepentingan Struktural



Dominasi pendapatan dari sektor jasa transaksi dan pencatatan yang mencapai mayoritas dari total struktur keuangan bursa sebagaimana terlihat pada diagram di atas menegaskan keberadaan risiko *regulatory capture* yang bersifat laten. Secara hukum manajemen bursa berada dalam posisi dilematis karena setiap tindakan tegas berupa suspensi atau *delisting* terhadap emiten besar secara langsung akan menggerus porsi pendapatan utama institusi. Ketergantungan ini menciptakan bias institusional yang menghambat objektivitas pengawasan sehingga fungsi bursa sebagai regulator mandiri sering kali terkalahkan oleh kepentingan untuk menjaga stabilitas arus kas korporasi. Tanpa adanya pemisahan otoritas pencatatan yang independen bursa akan terus terjebak dalam konflik kepentingan yang mengorbankan perlindungan investor demi memenuhi target kinerja keuangan. Oleh karena itu data pendapatan ini menjadi justifikasi kuat bahwa pengawasan pasar modal tidak boleh lagi disentralisasi pada entitas yang memiliki kepentingan komersial langsung terhadap subjek yang diawasinya.

² Widiati, E. P. (2024). *Regulatory Capture: Tantangan Pembentukan Peraturan yang Baik..*

Fenomena lonjakan 79 Initial Public Offerings pada tahun 2023 dapat dibaca sebagai indikator empiris dari dinamika tersebut. Meskipun secara permukaan mencerminkan geliat positif pasar modal, menilik pada perspektif teleologis, peningkatan kuantitas tersebut justru membuka ruang bagi terjadinya *race to the bottom* dalam standar pencatatan. Dalam konteks ini, bursa berpotensi secara implisit menurunkan ambang batas kelayakan emiten mempertahankan daya tarik pasar dan meningkatkan listing fee sebagai sumber pendapatan utama. Kondisi demikian menciptakan apa yang dapat disebut sebagai *revenue-regulatory trade-off*, di mana kepentingan komersial secara gradual menggerus ketegasan fungsi pengawasan. Ketika standar seleksi menjadi fleksibel, maka risiko masuknya emiten dengan fundamental lemah meningkat, yang pada akhirnya berimplikasi langsung terhadap kualitas pasar dan tingkat kepercayaan investor. Dalam konteks tersebut, peningkatan kuantitas IPO tidak dapat secara serta-merta dimaknai sebagai indikator kesehatan pasar, melainkan harus diuji melalui kualitas pasca-pencatatan, termasuk kinerja saham, tingkat kepatuhan, dan potensi suspensi. Ketika sejumlah emiten menunjukkan performa yang fluktuatif atau bahkan mengalami penurunan signifikan setelah pencatatan, hal ini mengindikasikan adanya celah dalam proses *due diligence* yang seharusnya menjadi benteng utama integritas pasar.

Lebih lanjut, struktur kelembagaan BEI yang masih mengkonsolidasikan fungsi komersial dan regulasi dalam satu entitas membuka ruang bagi terjadinya *institutional capture*.³ Tidak dalam arti klasik sebagai intervensi eksternal semata, melainkan dalam bentuk yang lebih subtil, yaitu *conflict of interest incubation* yang tumbuh dari dalam organisasi itu sendiri.⁴ Dalam situasi ini, keputusan-keputusan strategis terkait pencatatan efek berpotensi dipengaruhi oleh pertimbangan bisnis jangka pendek, bukan semata-mata oleh prinsip kehati-hatian regulatif.⁵ Akibatnya, terjadi erosi terhadap *supervisory autonomy*, di mana independensi fungsi pengawasan menjadi semakin kabur karena terkooptasi oleh target kinerja finansial bursa.⁶

Implikasi lebih lanjut dari kondisi tersebut adalah munculnya *moral hazard* yang bersifat sistemik. Tanpa adanya firewall yang tegas antara fungsi regulasi dan kepentingan komersial, bursa secara struktural menghadapi apa yang dapat dikualifikasikan sebagai cacat bawaan dalam desain kelembagaannya. Dalam kerangka ini, kegagalan bukan lagi sekadar persoalan implementasi, melainkan bersumber dari konstruksi institusional itu sendiri.⁷ Hal ini menjadi semakin problematik ketika mekanisme pengawasan eksternal belum sepenuhnya mampu mengimbangi potensi konflik internal tersebut, sehingga ruang diskresi yang dimiliki bursa menjadi relatif luas tanpa kontrol yang memadai.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa dilema komersialisasi dalam struktur demutualisasi BEI bukan sekadar isu normatif, melainkan problem struktural yang berpotensi menggerus integritas pasar secara gradual. Jika kondisi ini terus dibiarkan, maka fungsi bursa sebagai penjaga kualitas emiten akan semakin tereduksi menjadi sekadar fasilitator transaksi. Pada titik inilah risiko *regulatory capture* menemukan bentuknya yang paling nyata, yakni ketika kepentingan komersial tidak lagi berdampingan dengan fungsi regulasi, tetapi justru mendominasi dan mendefinisikan arah kebijakan pengawasan itu sendiri.

3.2 Analisis Komparatif Mekanisme Supervisi dan Pemisahan Fungsi Regulasi pada Australian Securities Exchange

Secara teleologis, pengaturan pasar modal modern tidak lagi dapat bertumpu pada model *Self-Regulatory Organization* yang menyatukan fungsi komersial dan fungsi pengawasan dalam satu entitas tunggal. Pengalaman Australia melalui Australian Securities Exchange (ASX) menunjukkan bahwa pemisahan fungsi regulasi merupakan prasyarat struktural untuk menjaga *Market Integrity* tanpa mengorbankan efisiensi pasar. Dalam desain kelembagaan tersebut, ASX tetap beroperasi sebagai entitas *profit-seeking*, namun fungsi pengawasan dan penegakan aturan pasar tidak dibiarkan berada dalam ruang diskresi korporasi semata, melainkan berada dalam kerangka pengawasan eksternal oleh Australian Securities and Investments Commission (ASIC).

Secara institusional, ASIC memegang mandat imperatif sebagai otoritas pengawas independen yang memastikan bahwa seluruh aktivitas pasar modal berjalan sesuai prinsip *fairness*, *transparency*, dan *investor protection*. Dalam konteks ini, terjadi pemisahan yang tegas antara fungsi “*market operator*” yang dijalankan

³ Prihandono, I., & Widiati, E. P. (2023). *Regulatory capture in energy sector: Evidence from Indonesia*. The Theory and Practice of Legislation

⁴ Al'afghani, M. M., & Bisariyadi. (2020). *Konsep Regulasi Berbasis Risiko dalam UU Cipta Kerja*.

⁵ Sumarno, D. A. (2025). *Power Dynamics and Regulatory Capture in Governance*.

⁶ Chandranegara, I. S., & Marfugah, L. (2024). *Regulatory capture on emergency law-making*. Cogent Social Sciences.

⁷ Novemyanto, A. D., et al. (2024). *Reforming Regulatory Impact Assessment in Indonesia*.

oleh ASX dan fungsi “market regulator” yang dijalankan oleh ASIC. Model ini menciptakan mekanisme check and balance yang efektif, sehingga potensi conflict of interest dapat diminimalisasi sejak tahap struktural, bukan sekadar dikendalikan secara ad hoc. Dengan demikian, integritas pasar tidak bergantung pada itikad internal bursa, melainkan dijamin oleh desain kelembagaan yang independen.

Lebih lanjut, Australia menerapkan konsep conflict handling arrangements yang secara eksplisit mengatur bagaimana potensi benturan kepentingan dalam entitas bursa harus diidentifikasi, dimitigasi, dan diawasi oleh regulator eksternal. Dalam kerangka ini, ASX tetap memiliki fungsi operasional seperti pengelolaan sistem perdagangan dan mekanisme listing, namun setiap kebijakan yang berpotensi memengaruhi akses pasar wajib berada dalam koridor persetujuan dan pengawasan ASIC. Pendekatan ini mencerminkan prinsip bahwa bursa dapat tetap berorientasi pada profitabilitas, namun tidak diperkenankan mengintervensi standar regulasi demi kepentingan bisnis jangka pendek.

Jika dibandingkan dengan model Indonesia, perbedaan mendasar terletak pada derajat pemisahan fungsi tersebut. Pada ASX, terdapat garis demarkasi institusional yang jelas antara regulator dan operator pasar, sedangkan pada model SRO yang diterapkan di Indonesia, fungsi pengawasan masih melekat dalam struktur bursa itu sendiri. Kondisi ini menciptakan potensi regulatory overlap yang membuka ruang bagi bias institusional dalam proses pencatatan maupun pengawasan emiten. Secara aksiomatis, model Australia lebih unggul karena mampu mengurangi risiko regulatory capture melalui desain kelembagaan yang bersifat ex-ante, bukan sekadar korektif.

Keberhasilan Australia dalam menjaga integritas pasar modalnya berakar pada keberanian untuk melakukan dekonstruksi total terhadap fungsi pengawasan bursa pasca demutualisasi. Berbeda dengan model di Indonesia yang masih mengandalkan mekanisme *Self-Regulatory Organization* yang terintegrasi secara internal bursa Australia atau ASX telah menerapkan sistem insulasi yang sangat ketat melalui pengalihan sebagian besar otoritas pengawasan kepada *Australian Securities and Investments Commission*. Transformasi ini didasarkan pada kesadaran bahwa integritas pasar tidak boleh digantungkan pada itikad baik pengelola bursa semata melainkan harus dipaksakan melalui desain kelembagaan yang memisahkan kepentingan bisnis bursa dari fungsi pencatatan emiten. Untuk melihat sejauh mana efektivitas pemisahan tersebut dilakukan perbandingan skor independensi berdasarkan tiga indikator utama yakni otonomi institusional transparansi penanganan konflik serta kekuatan mandat pengawasan langsung oleh negara sebagaimana dijabarkan dalam matriks berikut:

Matriks 1 Perbandingan Indeks Independensi Pengawasan Listing: BEI vs. ASX

Indikator Independensi	Skor BEI (Indonesia)	Skor ASX (Australia)	Catatan Komparasi Utama
Otonomi Institusional	6.5	9.0	ASX memiliki pemisahan operasional total dari ASIC
Transparansi Konflik	5.0	9.5	Australia menggunakan <i>Conflict Handling Arrangements</i>
Mandat Negara (Direct)	6.0	8.5	ASIC memiliki otoritas <i>vetting</i> akhir yang absolut
Rata-Rata Indeks	5.8	9.0	Gap Integritas Sebesar 3.2 Poin

Sumber Data diolah dari: *World Federation of Exchanges (WFE) Governance Report dan Laporan Tahunan ASIC 2023*

Data komparatif dalam matriks di atas menunjukkan adanya celah atau *gap* independensi yang signifikan antara sistem di Indonesia dengan standar yang diterapkan di Australia. Skor tinggi yang diraih oleh Australia merupakan hasil dari kebijakan *statutory mandate* yang memberikan kewenangan kepada regulator negara untuk mengintervensi proses pencatatan apabila terindikasi adanya benturan kepentingan dengan target komersial ASX. Sebaliknya skor di Indonesia masih tergolong moderat karena proses penyaringan emiten masih didominasi oleh manajemen internal bursa yang secara finansial terikat pada target pendapatan korporasi. Hal ini membuktikan bahwa keberadaan tembok api atau *firewall* di Australia bukan sekadar formalitas administratif melainkan sebuah mekanisme rekayasa hukum yang efektif dalam menciptakan *check and balances*. Dengan mengadopsi prinsip pemisahan fungsi ini Australia berhasil memitigasi risiko

Mitigasi Regulatory Capture Demutualisasi BEI melalui Independent Listing Authority Berbasis Komparasi Australian Securities Exchange (A'an Ilham Ardiyansah)

regulatory capture secara dini sehingga proses emisi saham di pasar modal mereka memiliki tingkat kepercayaan publik yang jauh lebih stabil dibandingkan model pengawasan satu atap yang masih dipraktikkan di Indonesia.

Dengan demikian, pengalaman Australia memberikan pelajaran penting bahwa integritas pasar modal tidak cukup dijaga melalui regulasi normatif semata, melainkan harus ditopang oleh arsitektur institusional yang secara struktural memisahkan kepentingan komersial dan fungsi pengawasan. Model ini menjadi benchmark relevan bagi Indonesia dalam merumuskan rekonstruksi kelembagaan pengawasan pasar modal yang lebih independen dan kredibel.⁸

3.3 Rekonstruksi Independensi Listing Authority sebagai Arsitektur Baru Pengawasan Pasar Modal Indonesia

Secara teleologis, kegagalan struktural dalam pemisahan fungsi regulasi dan fungsi komersial pada bursa efek menuntut suatu rekayasa kelembagaan yang tidak bersifat kosmetik, melainkan fundamental. Dalam konteks ini, pembentukan Independent Listing Authority (ILA) menjadi bentuk rekonstruksi arsitektur pengawasan pasar modal yang bertujuan mengoreksi distorsi institusional akibat melekatnya fungsi Self-Regulatory Organization pada entitas yang juga berorientasi pada profit-maximization objective. ILA tidak sekadar dimaknai sebagai lembaga teknis, tetapi sebagai manifestasi dari desain ulang (legal engineering) terhadap relasi antara negara, pasar, dan kepentingan investor dalam kerangka pasar modal modern.

Secara konseptual, Independent Listing Authority harus ditempatkan sebagai organ pengawasan yang memiliki mandat imperatif untuk melakukan seleksi, evaluasi, dan pengawasan pencatatan efek secara independen dari Bursa Efek Indonesia. Dalam desain idealnya, ILA berada dalam koordinasi langsung dengan Otoritas Jasa Keuangan sebagai financial market supervisor, namun tetap memiliki derajat otonomi fungsional yang memadai untuk menghindari intervensi kepentingan komersial bursa. Dengan demikian, terjadi pemisahan yang tegas antara market operator (BEI) dan listing regulator (ILA), sehingga prinsip check and balance tidak lagi bersifat asuntif, melainkan terinstitusionalisasi dalam struktur hukum yang mengikat.

Menilik pada perspektif rekayasa hukum, pembentukan ILA dapat diposisikan sebagai upaya mitigasi terhadap *regulatory capture* yang bersifat sistemik. Dalam struktur saat ini, proses pencatatan efek berada dalam ruang yang rentan terhadap conflict of interest incubation, di mana insentif peningkatan jumlah emiten berpotensi menggeser standar kehati-hatian. Dengan hadirnya ILA, proses due diligence terhadap calon emiten tidak lagi berada di bawah tekanan revenue-regulatory trade-off, melainkan tunduk sepenuhnya pada prinsip prudential regulation dan investor protection. Hal ini secara langsung memperkuat integritas pasar dan mengurangi potensi terjadinya race to the bottom dalam standar pencatatan.

Secara komparatif, desain ini memiliki kesesuaian dengan praktik Australian Securities Exchange yang menempatkan fungsi pengawasan pasar dalam koordinasi ketat dengan Australian Securities and Investments Commission. Meskipun ASX tetap berstatus sebagai entitas profit-oriented, fungsi regulasi tidak dibiarkan menyatu secara organik dengan kepentingan bisnis bursa. Dalam kerangka tersebut, Indonesia dapat melakukan adopsi selektif dengan mengembangkan ILA sebagai institutional firewall yang memisahkan secara jelas fungsi komersial dan fungsi regulatif. Dengan demikian, bursa tetap dapat menjalankan efisiensi pasar, sementara standar integritas pasar dijaga oleh lembaga yang tidak memiliki vested interest terhadap volume transaksi atau listing fee.

Lebih jauh, dari sudut pandang hukum tata kelola, keberadaan ILA juga memperkuat prinsip public duty doctrine yang mewajibkan setiap fungsi pengawasan pasar modal dijalankan semata-mata untuk kepentingan publik. Dalam situasi di mana fungsi tersebut masih melekat pada entitas komersial, maka risiko deviasi dari mandat publik menjadi lebih besar. Oleh karena itu, pemisahan kelembagaan ini bukan hanya bersifat administratif, tetapi merupakan kebutuhan normatif untuk menjaga legitimasi sistem pasar modal secara keseluruhan.

Pada tingkat implementasi, pembentukan ILA dapat dilakukan melalui penguatan regulasi sektor jasa keuangan atau pembentukan lembaga baru di bawah koordinasi OJK dengan status quasi-independent authority. Kunci utama dari desain ini adalah memastikan adanya independence of decision-making, khususnya dalam aspek listing approval, delisting oversight, dan standardisasi keterbukaan informasi emiten.

⁸ IOSCO. (2018). *Objectives and Principles of Securities Regulation*.

Dengan demikian, keputusan strategis tidak lagi dipengaruhi oleh logika ekspansi pasar semata, melainkan oleh standar integritas yang dapat diuji secara objektif.

Pada akhirnya, rekonstruksi melalui Independent Listing Authority bukan hanya menawarkan solusi teknokratis, tetapi juga merupakan pergeseran paradigma dalam tata kelola pasar modal Indonesia. Tujuan akhirnya adalah membangun kembali kepercayaan investor dan legitimasi pasar modal Indonesia di mata global.

Dalam kerangka implementasi kebijakan, keberhasilan pembentukan Independent Listing Authority juga sangat bergantung pada political will dan harmonisasi regulasi antar lembaga, khususnya antara Otoritas Jasa Keuangan, Bursa Efek Indonesia, dan otoritas fiskal terkait. Tanpa adanya sinkronisasi normatif, reformasi kelembagaan berpotensi hanya berhenti pada tataran konseptual tanpa daya implementatif yang nyata. Oleh karena itu, diperlukan desain transisional yang memastikan proses peralihan fungsi listing dari BEI kepada ILA dilakukan secara gradual namun terukur, guna menghindari disrupsi terhadap stabilitas pasar. Di sisi lain, mekanisme akuntabilitas ILA harus dirancang secara transparan melalui audit regulatif berkala untuk memastikan bahwa independensi tidak berubah menjadi absolutisme kelembagaan yang tidak terkontrol. Dengan demikian, reformasi ini tidak hanya bersifat struktural, tetapi juga menjamin keberlanjutan fungsi pengawasan yang adaptif dan responsif terhadap dinamika pasar.

Implementasi *Independent Listing Authority* bukan sekadar perubahan nomenklatur kelembagaan melainkan sebuah upaya rekayasa hukum atau *legal engineering* untuk memperbaiki fundamen pengawasan pasar modal Indonesia. Perubahan ini memerlukan redefinisi terhadap peran Bursa Efek Indonesia yang selama ini terjebak dalam dikotomi peran sebagai penyelenggara perdagangan sekaligus regulator pencatatan. Dengan menggeser titik berat otoritas penilaian emiten ke badan yang bersifat otonom maka kita secara efektif membangun sebuah *institutional firewall* yang melindungi proses *vetting* dari pengaruh target-target finansial korporasi bursa. Rekonstruksi ini menasar pada empat pilar utama perubahan yakni pergeseran otoritas perubahan struktur insentif perbaikan mekanisme banding hingga penguatan standar kepatuhan yang konsisten. Detail mengenai transformasi yuridis dari model lama menuju arsitektur baru yang lebih berintegritas dipetakan secara sistematis dalam matriks berikut:

Matriks 2 Transformasi Yuridis: Dari SRO Tradisional Menuju Independent Listing Authority

Instrumen Perubahan	Kondisi Eksisting (Status Quo)	Rekonstruksi Model ILA (Usulan)	Dampak terhadap Integritas Pasar
Otoritas Vetting	Dilakukan oleh Divisi Penilaian Perusahaan BEI (Internal)	Dilakukan oleh Panel Ahli ILA yang Independen (Eksternal)	Menghilangkan bias komersial dalam penerimaan emiten baru.
Struktur Insentif	Biaya pencatatan (<i>Listing Fee</i>) masuk ke pendapatan bursa	Biaya administrasi digunakan operasional ILA	Memutus rantai ketergantungan finansial regulator terhadap emiten.
Mekanisme Banding	Terbatas pada keputusan internal manajemen bursa	Tersedia jalur banding melalui komite independen di bawah OJK	Menjamin <i>due process of law</i> bagi calon emiten secara objektif.
Standar Kepatuhan	Fleksibel (tergantung target IPO tahunan bursa)	Rigid dan Absolut (berbasis kualitas fundamental)	Mencegah fenomena <i>race to the bottom</i> dalam standar pencatatan.

Pergeseran peran yang dipaparkan dalam matriks di atas menegaskan bahwa keberadaan ILA akan mengubah logika pengawasan pasar modal dari yang semula bersifat kompromistis menjadi lebih otonom dan berwibawa. Dengan memutus aliran *listing fee* dari pendapatan operasional bursa dan mengalihkannya untuk membiayai fungsi pengawasan independen maka kita telah menghilangkan akar utama dari risiko *regulatory capture*. Hal ini memastikan bahwa setiap keputusan untuk mengizinkan atau menolak sebuah emiten didasarkan sepenuhnya pada parameter hukum dan perlindungan investor publik tanpa dibayangi oleh ketakutan akan kehilangan pendapatan korporasi. Secara jangka panjang model ini tidak akan menghambat pertumbuhan pasar modal melainkan justru akan meningkatkan kualitas emiten yang melantai

Mitigasi Regulatory Capture Demutualisasi BEI melalui Independent Listing Authority Berbasis Komparasi Australian Securities Exchange (A'an Ilham Ardiyansah)

yang pada akhirnya akan menarik lebih banyak modal global karena adanya jaminan integritas pasar yang lebih tinggi. Arsitektur ini adalah jawaban atas kebutuhan pasar modal Indonesia akan sistem pengawasan yang tidak hanya modern secara administratif namun juga tangguh secara moral dan hukum.

4. KESIMPULAN

Secara aksiomatis, demutualisasi Bursa Efek Indonesia telah menggeser posisi bursa dari sekadar penyelenggara pasar menjadi entitas korporasi yang beroperasi dalam logika profit-maximization objective. Pergeseran ini melahirkan dilema struktural yang tidak dapat diabaikan, yakni benturan antara mandat publik sebagai Self-Regulatory Organization dengan kepentingan komersial yang melekat. Dalam perspektif Public Choice Theory, kondisi tersebut menempatkan bursa sebagai aktor rasional yang berpotensi memaksimalkan utilitas institusionalnya, termasuk melalui peningkatan jumlah pencatatan efek. Fenomena lonjakan IPO, termasuk capaian signifikan pada tahun 2023, memperlihatkan adanya indikasi ketegangan antara kuantitas pertumbuhan pasar dan kualitas pengawasan, yang dalam jangka panjang berpotensi memicu race to the bottom serta erosi terhadap integritas pasar.

Lebih jauh, struktur kelembagaan pasar modal Indonesia yang masih mengonsolidasikan fungsi komersial dan fungsi regulasi dalam satu entitas membuka ruang terjadinya regulatory capture yang bersifat laten namun sistemik. Kondisi ini tidak hanya menciptakan conflict of interest incubation, tetapi juga mengakibatkan erosion of supervisory autonomy (erosi otonomi pengawasan) yang melemahkan independensi pengawasan. Dalam konteks tersebut, permasalahan yang dihadapi bukan semata persoalan implementasi, melainkan menyentuh desain institusional yang secara inheren mengandung cacat bawaan. Oleh karena itu, upaya perbaikan tidak cukup dilakukan melalui penguatan regulasi normatif, melainkan memerlukan rekonstruksi kelembagaan yang bersifat fundamental.

Dalam kerangka komparatif, model pengawasan pasar modal di Australia melalui mekanisme pemisahan fungsi antara Australian Securities Exchange dan Australian Securities and Investments Commission menunjukkan pendekatan yang lebih progresif dan adaptif. Dengan menempatkan fungsi pengawasan pada otoritas independen di luar bursa, sistem tersebut mampu meminimalisasi konflik kepentingan serta menjaga integritas pasar secara lebih konsisten. Keberadaan conflict handling arrangements dan desain kelembagaan yang berbasis check and balance menegaskan bahwa pemisahan fungsi bukan sekadar pilihan kebijakan, melainkan kebutuhan struktural dalam sistem pasar modal modern.

Berdasarkan analisis tersebut, pembentukan Independent Listing Authority merupakan solusi strategis yang menawarkan rekonstruksi arsitektur pengawasan pasar modal Indonesia. Dengan memisahkan fungsi pencatatan dan pengawasan dari kepentingan komersial bursa, ILA berpotensi menjadi institutional firewall yang efektif dalam memitigasi regulatory capture. Lebih dari itu, keberadaan ILA akan memperkuat prinsip public duty doctrine, meningkatkan transparansi, serta membangun kembali kepercayaan investor sebagai fondasi utama keberlanjutan pasar modal. Dengan demikian, transformasi menuju model pengawasan yang independen bukan hanya relevan, tetapi menjadi prasyarat bagi peningkatan daya saing pasar modal Indonesia di tingkat global.

SARAN

Sebagai tindak lanjut dari temuan penelitian ini, diperlukan langkah konkret dari pembentuk kebijakan untuk merumuskan dasar hukum pembentukan Independent Listing Authority dalam kerangka peraturan perundang-undangan di sektor jasa keuangan. Legislasi yang dihasilkan harus mampu mengatur secara tegas pemisahan fungsi antara Bursa Efek Indonesia sebagai market operator dan ILA sebagai otoritas pengawasan pencatatan efek, sekaligus memastikan adanya mekanisme koordinasi yang efektif dengan Otoritas Jasa Keuangan.

Selain itu, diperlukan desain transisi kelembagaan yang terencana dan terukur guna menghindari disrupsi terhadap stabilitas pasar. Proses pengalihan kewenangan harus dilakukan secara bertahap dengan memperhatikan kesiapan institusi, sumber daya manusia, serta infrastruktur pengawasan yang memadai. Dalam tahap ini, penguatan kapasitas regulator dan peningkatan transparansi menjadi kunci utama agar reformasi tidak berhenti pada tataran normatif semata.

Lebih lanjut, untuk menjaga akuntabilitas dan independensi ILA, perlu dibentuk mekanisme pengawasan berlapis melalui audit regulatif berkala dan sistem evaluasi kinerja berbasis indikator integritas pasar. Hal ini

penting untuk memastikan bahwa independensi tidak berkembang menjadi kekuasaan yang tidak terkendali, melainkan tetap berada dalam koridor tata kelola yang baik.

Pada akhirnya, reformasi ini harus ditempatkan sebagai bagian dari strategi jangka panjang dalam memperkuat ekosistem pasar modal Indonesia. Dengan mengedepankan integritas, transparansi, dan independensi kelembagaan, pasar modal Indonesia diharapkan mampu meningkatkan kepercayaan investor domestik maupun global, serta bertransformasi menjadi sistem keuangan yang kompetitif dan berkelanjutan.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Al'afghani, M. M., & Bisariyadi. (2020). *Konsep Regulasi Berbasis Risiko dalam UU Cipta Kerja*. Jurnal Konstitusi. <https://jurnalkonstitusi.mkri.id/index.php/jk/article/view/1814>
- [2] Chandranegara, I. S., & Marfugah, L. (2024). Regulatory capture on emergency law-making. *Cogent Social Sciences*. https://www.researchgate.net/publication/380790464_Regulatory_capture_on_emergency_due_processes_of_law-making
- [3] IOSCO. (2018). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>
- [4] Novemyanto, A. D., et al. (2024). *Reforming Regulatory Impact Assessment in Indonesia*. Jurnal Pemerintahan dan Politik. <https://ejournal.uigm.ac.id/index.php/PDP/article/view/6136>
- [5] Prihandono, I., & Widiati, E. P. (2023). *Regulatory capture in energy sector: Evidence from Indonesia*. The Theory and Practice of Legislation. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20508840.2023.2248837>
- [6] Soekanto, S. (1983). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penegakan Hukum*. Jakarta: Rajawali Pers.
- [7] Sumarno, D. A. (2025). *Power Dynamics and Regulatory Capture in Governance*. *Khazanah Sosial*. <https://journal.uinsgd.ac.id/index.php/ks/article/view/44593>
- [8] Widiati, E. P. (2024). *Regulatory Capture: Tantangan Pembentukan Peraturan yang Baik*. Prosiding APHTN-HAN. https://www.researchgate.net/publication/393915624_Regulatory_Capture_Tantangan_Pembentukan_Peraturan_Perundang-Undangan_Yang_Baik_Di_Negara_Demokrasi