

---

# PERLINDUNGAN PEMEGANG SAHAM MINORITI DI MALAYSIA DALAM KONTEKS PENGAMBILALIHAN KORPORAT

---

Suraiya Ishak  
Ahmad Raffis Che Omar  
*Universiti Kebangsaan Malaysia*

## ABSTRAK

Pengambilalihan (*acquisition*) korporat boleh memberi implikasi negatif kepada pemegang saham minoriti. Makalah ini telah meneliti isu perlindungan bagi pemegang saham minoriti dalam konteks pengambilalihan (*acquisition*) syarikat senaraian awam (*public listed companies*) di Malaysia. Penelitian dilaksanakan dengan melihat liputan peruntukan yang disediakan menerusi perundangan dan keperluan-keperluan tatacara bagi pemantauan pelaksanaan pengambilalihan korporat di Malaysia. Di samping itu, gerakan *shareholder activism* oleh Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG) bagi memelihara kepentingan pelaburan pemegang saham minoriti di Malaysia turut diteliti. Hasil penelitian merumuskan perlindungan pemegang saham minoriti di Malaysia wujud dalam bentuk *kaveat emptor* yang bergantung kepada peruntukan peraturan. Peruntukan undang-undang telah digunakan bagi menyediakan prasarana asas dalam menjaga kepentingan pelabur minoriti. Namun masih wujud peruntukan yang longgar dan dimanipulasi oleh pemegang saham majoriti dalam melaksanakan pengambilalihan aset dan liabiliti serta memudaratkan kepentingan pemegang saham minoriti.

*Kata kunci: Pengambilalihan, pemegang saham minoriti, perlindungan pelabur, kaveat-emptor, etika*

## ABSTRACT

*Corporate acquisition can give negative impact to minority shareholders. This paper investigates the issue of minority shareholders' protection within the context of public-listed corporations (PLCs) acquisition in Malaysia. This study evaluates relevant legislations and procedures that had monitored the execution of corporate acquisition in Malaysia. In addition, shareholder activism initiated by Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG) has also been observed. From the study, it is found that minority shareholders' protection in Malaysia has remain in the form of caveat-emptor which relies upon the specific legislation provisions. The legislation mechanism has been use widely to provide basic protection for the minority investors' interest. However, there is some loop holes which had been manipulated by majority shareholders which detriment to minority shareholders.*

*Keywords: Acquisition, minority shareholders, shareholders' protection, caveat-emptor, ethics*

## PENGENALAN

Pengambilalihan adalah satu bentuk penstrukturan semula korporat yang digunakan secara meluas bagi maksud mengembangkan perniagaan dan meningkatkan kecekapan operasi (Warf, 2003 dan Hitt et al., 2003). Ia melibatkan strategi di mana sebuah firma membeli kawalan kepentingan ke atas sesebuah entiti lain bagi maksud menjadikan perniagaan entiti yang diambilalih sebagai sebahagian portfolio perniagaannya. Implikasi pengambilalihan akan menyebabkan kuasa kawalan berpindah kepada syarikat yang mengambilalih (*acquirer*) dan balasan tertentu akan dibayar kepada pemegang-pemegang saham syarikat sasaran (*target company*) atas pengambilalihan ekuiti tersebut. Persoalan yang timbul ialah sejauh manakah para pelabur minoriti dilindungi daripada penindasan oleh kumpulan pengurusan dan/atau pemegang saham majoriti syarikat? Ini kerana dalam konteks pengambilalihan korporat, wujud kemungkinan aktiviti tersebut dilakukan secara menguntungkan pemegang saham majoriti atau pihak tertentu yang menguasai syarikat sahaja. Sehubungan itu, makalah ini bertujuan meneliti sejauh mana pemegang saham minoriti dilindungi di Malaysia dalam konteks transaksi pengambilalihan korporat.

## PERLINDUNGAN PEMEGANG SAHAM MINORITI DAN PENGAMBILALIHAN

Isu perlindungan ke atas pelabur menjadi penting kerana penindasan ke atas hak pemegang saham dan peminjam sering berlaku di kebanyakan negara (La Porta et. al, 2000:4). Dalam konteks kepenggunaan, pelabur boleh dianggap sebagai salah satu kumpulan pengguna tidak langsung kepada sebuah pasaran modal dan kewangan. Menurut Velasquez (2000:335) terdapat tiga teori etika yang relevan dalam membincangkan persoalan perlindungan pengguna iaitu Teori Kontraktual, Teori *Due Care* dan Teori Kos Sosial. Perhubungan pelabur dan firma serta pengurusan dalaman adalah perhubungan bersifat kontraktual. Hubungan kontraktual tersebut timbul disebabkan penerbitan instrumen tuntutan kewangan (*financial claim*) oleh pihak syarikat, yang kemudiannya dibeli secara sukarela oleh pelabur. Oleh itu urustadbir korporat adalah satu set mekanisme yang dibentuk khusus bagi membolehkan pelabur melindungi diri mereka daripada penindasan (*expropriation*) pihak dalaman (pemegang saham majoriti dan/atau kumpulan pengurusan) dan menjamin supaya kewajipan kontrak dipatuhi oleh pengurusan dalaman.

Namun begitu pada masa yang sama, pengguna (pelabur) dan pengeluar (pihak dalaman korporat) tidak berada dalam situasi maklumat simetri tentang hal ehwal syarikat. Oleh yang demikian, pihak syarikat atau pengurusan dalaman mempunyai peluang menindas pengguna (pelabur luar). Ini menjadikan aspek perlindungan pelabur minoriti sebagai sebahagian kewajipan pengurusan tertinggi syarikat. Teori *Due Care* menetapkan syarikat sebagai pihak yang bertanggungjawab untuk mengambil langkah perlu bagi memastikan pengguna tidak mendapat rugi atau mudarat daripada pilihan membeli ekuiti yang ditawarkan. Manakala Teori Kos Sosial melanjutkan kewajipan pengeluar sehingga perlu menanggung segala kerugian yang menimpa pengguna perkhidmatannya sekalipun langkah berjaga-jaga (*due care*) telah diambil syarikat.

Perampasan (*expropriation*) hak pemegang saham minoriti boleh berlaku dalam pelbagai bentuk (La Porta et al., 2000). Perampasan (*expropriation*) juga boleh berlaku dalam bentuk tindakan pemegang saham majoriti dan pengurusan menjual output, aset dan lain-lain sekuriti firma kepada firma lain yang dikuasai mereka pada harga

yang rendah daripada nilai pasaran. Tindakan pemindahan tersebut dalam banyak keadaan adalah sah di sisi undang-undang. Namun kesannya masih sama dengan keadaan “mencuri” secara langsung daripada firma. Perampasan juga boleh berlaku apabila pihak dalaman bertindak memberi memberi ganjaran berlebihan kepada eksekutif, menghalang atau mengambil peluang yang tersedia kepada firma serta meletakkan ahli keluarga yang tidak layak ke jawatan tertentu dalam pengurusan syarikat. Sehubungan itu, apa sahaja tindakan yang bersifat menggunakan untung firma oleh pihak dalaman bagi faedah diri sendiri berbanding kepentingan pelabur luar adalah dianggap perampasan (*expropriation*) yang menyalahi prinsip agensi.

Satu sumber penting bagi melindungi pelabur minoriti ialah menerusi mekanisme perundangan. Ini kerana sistem perundangan akan memberi jaminan sah ke atas hak dan keselamatan pelaburan para pemegang saham. Di samping itu menurut kajian La Porta (1998 dan 2000), undang-undang dan kualiti penguatkuasaan oleh pihak penguatkuasa dan mahkamah adalah elemen penting bagi menjayakan urustadbir korporat yang berkesan. Selain itu, *activism* pemegang saham (*shareholder activism*) merupakan satu alternatif kepada usaha memelihara hak pemegang saham minoriti. *Aktivism* pemegang saham (*shareholder activism*) merujuk kepada usaha memelihara hak pelabur minoriti melalui kuasa pemilikan ekuiti serta menghasilkan tindakan yang membawa kepada keuntungan kepada para pelabur (Rashid dan Rashidah, 2009: 67). Berdasarkan kajian Rashid dan Rashidah (2009) didapati bahawa gerakan aktivis pemegang saham berupaya memberi kesan kepada perlindungan pemegang saham minoriti menerusi langkah-langkah tertentu yang dapat meredakan jurang maklumat tidak simetri (*information asymmetries*) antara pelabur dan pihak dalaman firma (iaitu pemegang saham majoriti dan/atau pengurusan). *Aktivism* pemegang saham boleh dilakukan dalam bentuk seperti proses penilaian yang kerap, laporan tahunan, pekeliling dan resolusi, menghadiri mesyuarat syarikat dan menulis surat kepada pihak pengurusan mengenai aspek tertentu operasi firma atau polisi sosial (Kim and Nofsinger, 2005). Di Malaysia kegiatan *aktivism* pemegang saham telah dipelopori oleh Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG).

Terdapat dua kaedah utama dalam melaksanakan kawalan ke atas sesuatu entiti korporat iaitu samada pengambilalihan syer atau

pengambilalihan aset dan liabiliti syarikat keseluruhannya (Moyer et al, 2003:784). Pemilihan mana-mana satu teknik adalah bergantung kepada faktor tujuan di sebalik pengambilalihan, sumber dimiliki syarikat yang mengambilalih, keadaan kewangan syarikat sasaran dan faktor lain seperti pertimbangan cukai. Implikasi pengambilalihan akan menyebabkan kawalan berpindah kepada syarikat yang mengambilalih dan balasan tertentu dibayar kepada pemegang-pemegang saham syarikat sasaran (*target company*) atas pengambilalihan ekuiti mereka. Justeru wujud perundangan khusus bagi memantau pelaksanaan aktiviti berkaitan pengambilalihan korporat di Malaysia seperti diringkaskan dalam Jadual 1.

**Jadual 1:** Perundangan dan Peraturan Dalam Pengawasan Aktiviti Pengambilalihan dan Percantuman Syarikat Senaraian Awam di Malaysia

Bil.	Sumber	Institusi Penguatkuasaan
1.	Akta Syarikat 1965	Suruhanjaya Syarikat Malaysia (SSM)
2.	Securities Commission Act 1993 (Akta 498)	Suruhanjaya Sekuriti
3.	Kod Malaysia Mengenai Pengambilalihan dan Percantuman 1998 dan Pindaan 2004. ( <i>Malaysia Code on Take-Overs and Mergers</i> )	Suruhanjaya Sekuriti
4.	<i>Listing Requirement</i>	Bursa Malaysia

Berdasarkan perbincangan tersebut, makalah ini akan meneliti situasi perlindungan pemegang saham minoriti di Malaysia dengan menghalusi peruntukan perundangan dan kegiatan MSWG yang sedia ada.

## METODOLOGI

Bagi mencapai tujuan kajian makalah ini telah meneliti seksyen berkaitan dalam Akta Syarikat 1965 dan Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993 serta pemakaiannya dalam tiga kes berkaitan pengambilalihan yang berlaku. Penelitian kes bertujuan menilai impak pemakaian peruntukan ke atas pemuliharaan atau penindasan kepentingan hak dan kepentingan pemegang saham minoriti. Seksyen yang relevan adalah seksyen 132C dan 132E Akta Syarikat 1965; manakala Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993 adalah berkaitan dengan peruntukan seksyen 33 dan 34A(1)(b). Seksyen 132C Akta Syarikat menetapkan sebarang perolehan harta bernilai substantial atau pelupusan harta syarikat perlu mendapat kelulusan mesyuarat agung syarikat dalam bentuk majoriti mudah. Seksyen 132E(1) pula menetapkan supaya transaksi berkaitan perolehan atau pelupusan harta tidak dilakukan dengan entiti yang mana pengarah (atau pemegang saham utama) syarikat tersebut atau syarikat induknya atau seseorang berkaitan dengan pengarah (pemegang saham utama) syarikat itu turut memiliki kepentingan dalam syarikat pertama. Namun begitu Seksyen 132E(2) memperuntukan transaksi yang melibatkan larangan seperti seksyen 132E(1) adalah batal kecuali transaksi tersebut telah mendapat kelulusan resolusi syarikat dalam mesyuarat tahunan. Peruntukan seksyen 34A(1)(b) Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993 pula menetapkan sebarang pengambilalihan syer perlu mendapat kelulusan daripada sekurang-kurangnya 90 peratus pemegang saham syarikat sasaran. Penelitian peruntukan undang-undang adalah terhad bagi melihat pemakaiannya dalam konteks praktis dan tidak dalam bentuk membincangkan peruntukan secara khusus dan teknikal.

Perbincangan kes korporat juga terhad untuk memaparkan aplikasi peruntukan akta dan bukan ke atas aspek teknikal berkaitan keseluruhan proses pengambilalihan khusus bagi setiap kes. Hal ini sesuai dengan skop kertas kerja yang berkisar tentang perlindungan pemegang saham minoriti dalam kes pengambilalihan korporat di Malaysia, di mana penggunaan kes-kes tertentu bertujuan mengoperasikan pemerhatian ke atas aspek perlindungan pemegang saham minoriti. Di samping itu kertas kerja ini juga akan meneliti gerakan aktivis yang dijalankan oleh MSWG dalam mempertahankan hak pemegang saham minoriti secara umum. Justeru laman web rasmi MSWG akan diteliti bagi mengenalpasti bentuk respon yang diberikan oleh MSWG. Pemerhatian

laman web MSWG ialah bagi tempoh Januari 2010 sehingga 12 April 2010.

## **KEPUTUSAN KAJIAN**

Impak peruntukan undang-undang tersebut ke atas hak pemegang saham minoriti akan dinilai dalam konteks aplikasi dalam kes M&A yang berlaku di Malaysia pada sukuan pertama tahun 2010.

### **a) Aplikasi dalam kes NEO Cap**

NEO-Cap ialah sebuah perbankan berlesen yang menawarkan perkhidmatan perbankan di Malaysia. NEO-Cap adalah salah sebuah syarikat yang tersenarai di Papan Utama Bursa Malaysia semenjak tahun 2002. Kes cadangan pengambilalihan NEO Capital bermula dengan tawaran pengambilalihan oleh ABL Bhd (ABL) dengan tawaran berjumlah RM 4.92 bilion atau RM 7.10 sesaham. Namun tawaran tersebut telah ditolak dan tidak dibentangkan untuk undian pemegang saham oleh pengurusan NEO-Cap dengan alasan harga tawaran yang terlalu rendah. Keputusan Ahli Lembaga Pengarah (ALP) NEO-Cap itu telah dipengaruhi oleh pemegang saham terbesar iaitu Prima Ltd yang memegang 20.2 peratus. Menurut laporan Yvonne (2010), penolakan tawaran tersebut adalah disebabkan kos pelaburan Prima Ltd ke atas saham NEO-Cap adalah melebihi nilai tawaran RM 7.10 iaitu RM 9.55 sesaham.

Terdapat beberapa pemegang saham utama dalam NEO-Cap iaitu En. R memegang 15.4 peratus, Datuk T memegang 16.3 peratus, Khazanah Nasional Bhd memegang 10 peratus dan Kumpulan Wang Simpanan Pekerja memegang 12.8 peratus. Gabungan pegangan ekuiti pemegang saham utama tersebut telah membentuk majoriti mudah (*simple majority*) bagi syarikat iaitu 54.5 peratus. Pemegang saham majoriti yang tersebut dilaporkan sangat berminat dengan tawaran ABL (Yvonne 2010). Ini kerana meskipun dikatakan harga tawaran RM 7.10 sesaham sebagai rendah, namun tawaran tersebut adalah lebih tinggi daripada kos pelaburan pemegang saham majoriti tersebut, iaitu kos bagi En. R dan Datuk T adalah lebih kurang RM 2.00 sesaham, manakala kos bagi Khazanah dan KWSP adalah RM 6.00 sesaham.

Sebagai tindak balas kepada penolakan tawaran ABL oleh NEO-Cap. Salah seorang pemegang saham majoriti telah menggunakan peruntukan Seksyen 145 Akta Syarikat yang membenarkan pemegang saham yang memiliki sekurang-kurangnya 10 peratus hak mengundi dalam syarikat untuk memanggil mesyuarat agung luar biasa (*extraordinary general meeting*) bagi meluluskan resolusi khas. Justeru selaku pemegang saham yang memegang 15.4 peratus ekuiti NEO-Cap, beliau telah memanggil EGM bertujuan melantik lapan orang pengarah baru dalam ALP NEO-Cap. Akhirnya perlantikan lapan orang pengarah baru telah berjaya dilakukan dan akhirnya menyebabkan tawaran ABL dinilai semula. Menurut laporan Eliane (2010), tawaran semula bernilai RM 5.06 bilion atau RM 7.90 sesaham sedang dinilai oleh NEO-Cap.

Aplikasi Seksyen 145 dalam kes ini telah membolehkan pemegang saham majoriti memanggil mesyuarat luar biasa bagi perlantikan lembaga pengarah baru yang lebih memihak kepada kepentingan pemegang saham majoriti. Manakala aplikasi Seksyen 132C membolehkan pengambilalihan diteruskan mengikut kehendak pemegang saham majoriti.

#### **b) Aplikasi dalam kes XYZ Group Berhad**

XYZ ialah sebuah syarikat yang terlibat dalam pengeluaran kelengkapan proses dan unit pemprosesan industri minyak dan gas, kimia, petrokimia dan seumpamanya. XYZ juga adalah sebuah syarikat yang tersenarai di Papan Utama Bursa Malaysia. Kes pengambilalihan XYZ melibatkan tawaran pengambilalihan XYZ Group Berhad oleh BG Capital Group Ltd pada harga tawaran RM 0.90 sen sesaham atau RM 3.6 bilion. Isu yang berbangkit dalam pengambilalihan tersebut ialah pengambilalihan dilakukan oleh individu berkaitan yang mempunyai kepentingan dan tawaran harga dilaporkan sebagai tidak menggambarkan harga semasa dan kekuatan syarikat. W adalah pemegang saham majoriti XYZ melalui pegangan langsung dan tidak langsung yang keseluruhan berjumlah 23.74 peratus. Syarikat BG yang menawar untuk mengambilalih XYZ adalah di bawah kawalan W, yang juga merupakan pengasas dan Pengarah Urusan XYZ (Danny, 2010). Oleh yang demikian transaksi pengambilalihan sebuah



syarikat senaraian awam mungkin berlaku dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoriti dan sebagai usaha pemegang saham majoriti untuk menguasai keseluruhan aset dan untung syarikat melalui milikan sendiri.

Pengecualian ke atas larangan transaksi melibatkan pengarah atau pemegang saham majoriti yang terkandung dalam Seksyen 132E(1), telah dapat diredakan melalui peruntukan pengecualian seperti dalam Seksyen 132E(2) dalam kes ini. Pengecualian tersebut telah membenarkan individu yang mengawal syarikat untuk melakukan ambalalih perniagaan XYZ bagi maksud memindahkan keseluruhan aset dan keuntungan syarikat sasaran (*target company*) kepada entiti lain dibawah kawalan penuhnya tanpa perlu mendapat kelulusan pemegang saham minoriti syarikat sasaran terlebih dahulu.

**c) Aplikasi dalam kes RH Construction Co Bhd**

RH ialah syarikat yang terlibat dalam sektor pembinaan dan perkhidmatan berkaitan pembinaan di Malaysia. Syarikat ini telah tersenarai di Papan Utama Bursa Malaysia semenjak tahun 1991. Kes cadangan pengambilalihan RH telah melibatkan usaha untuk mengambalalih kawalan ke atas syarikat oleh individu C yang memiliki kawalan langsung ekuiti berjumlah 25 peratus saham dalam RH. C hendak menggantikan enam orang pengarah sedia ada termasuk Timbalan Pengerusi Eksekutif syarikat, V. V mempunyai kaitan dengan SBB iaitu sebuah syarikat yang memiliki kepentingan 27.95 peratus dalam RH. Konflik bermula apabila ALP RH sedia ada telah mengemukakan skim penstrukturan semula ekuiti manakala C mahukan skim penstrukturan yang berbeza yang lebih baik bagi pemegang saham (<http://thestar.com.my/news/story.asp?file=/2010/3/18/business/>). Justeru beliau telah menggunakan peruntukan Seksyen 145 untuk memanggil EGM bagi tujuan menggantikan enam pengarah sedia ada kepada enam pengarah baru yang dipilih beliau (Izwan, 2010). Meskipun V (melalui ESSM) cuba mendapatkan perintah mahkamah menghalang Mesyuarat Luar Biasa (EGM) namun Mahkamah Tinggi telah mengeluarkan arahan mengeneppikan perintah dan meneruskan EGM bagi pemilihan tersebut.

Aplikasi Seksyen 145 dalam kes ini telah membolehkan pemegang saham majoriti memanggil mesyuarat luar biasa bagi perlantikan lembaga pengarah baru.

### ***Aktivism Pemegang Saham – Minority Shareholders Watchdog Group (MSWG)***

Kajian ini telah meneliti aktiviti-aktiviti MSWG dalam usaha melindungi pemegang saham. Satu pendekatan penting yang digunakan oleh MSWG dalam melindungi pelabur ialah melalui penyebaran maklumat dan perkongsian ilmu secara meluas tentang sesuatu isu yang menyentuh kepentingan pemegang saham minoriti.

Contohnya dalam kes (1), MSWG telah mengambil langkah berikut:

- a. Menulis surat kepada Bank Negara menyuarakan pandangan berkaitan sifat “terburu-buru” dalam panggilan EGM bagi perlantikan pengarah baru syarikat. MSWG juga telah menulis surat kepada lembaga pengarah NEO-Cap meminta jaminan kebebasan pengarah baru daripada sebarang *bias* terhadap kepentingan pemegang saham majoriti (Gabriel, 2010);
- b. MSWG telah menerbitkan penulisan berkaitan isu tersebut pada 27 Januari 2010 dalam sekurang-nya-kurangnya dua akhbar tempatan;
- c. MSWG telah menyenaraikan perkara-perkara yang perlu diberi perhatian oleh semua pelabur (khususnya pelabur minoriti) semasa EGM yang bakal berlangsung seperti. Senarai tersebut telah dikeluarkan dalam akhbar *The Star* pada segmen “AGM/EGM weekly watched on 22<sup>nd</sup> to 26<sup>th</sup> February 2010” dan segmen “AGM/EGM weekly watched on 15<sup>th</sup> March 2010”.

Dalam kes (3), MSWG dikesan telah mengambil langkah berikut:

- a. MSWG telah menyenaraikan perkara-perkara yang perlu diberi perhatian oleh semua pelabur (khususnya pelabur minoriti) semasa EGM yang bakal berlangsung. Senarai tersebut telah dikeluarkan dalam akhbar *The Star* pada segmen “AGM/EGM weekly watched on 1<sup>st</sup> to 5<sup>th</sup> February 2010” dan segmen “AGM/EGM weekly watched on 15<sup>th</sup> March 2010”.

- b. Menulis laporan berkaitan konflik RH sekurang-kurangnya dalam dua akhbar tempatan. Begitu juga dalam kes (2), sekurang-kurangnya satu tulisan telah dikesan dalam sebuah akhbar pada 6 Februari 2010.

Jadual 2 menyenaraikan pemerhatian ke atas bilangan penerbitan oleh MSWG berkaitan usaha menjaga hak pemegang saham minoriti yang dibahagikan kepada empat bahagian iaitu isu Neo-Cap, XYZ dan RH dan lain-lain isu/perkara bersangkutan hak pemegang saham minoriti. Berita atau artikel tersebut adalah terkandung dalam laman web MSWG (<http://www.mswg.org.my.home>) dan tempoh pemerhatian ialah daripada Januari 2010 sehingga 12 April 2010. Semua tulisan tersebut boleh dicapai samada secara atas talian menerusi laman web MSWG atau dalam akhbar-akhbar yang berkenaan.

**Jadual 2:** Usaha MSWG Ke Arah Melindungi Pemegang Saham Minoriti

Menu web	NEO-Cap		RH		XYZ		Umum dan lain-lain isu relevan		Jumlah
	Jan	2	Jan	2	Jan	0	Jan	16	20 buah
Media releases/berita	Feb	4	Feb	3	Feb	1	Feb	6	14 buah
	Mac	2	Mac	2	Mac	0	Mac	10	12 buah
	April	0		0	April	0	April	3/3	3 buah
Penerbitan	1. Policy Statement on Corporate Governance and Voting Guidelines. 2. Malaysian Corporate Governance Index Report.								

### Situasi Perlindungan Kepentingan Pemegang Saham Minoriti

Hasil kajian mendapati perlindungan ke atas pemegang saham minoriti dalam isu pengambilalihan korporat adalah bersifat *kaveat-emptor* yang dilaksanakan melalui perundangan seperti Akta Syarikat, Akta Suruhanjaya Sekuriti dan Kod Penggabungan dan Pengambilalihan (*Malaysia Code on Take-Overs and Mergers*). Situasi maklumat tidak simetri antara pelabur dan pengurusan dalaman telah membolehkan

pemegang saham majoriti mahupun pengurusan mencari ruang daripada jurang perundangan bagi mempromosi atau melaksanakan kepentingan mereka. Seperti dalam Jadual 3, undang-undang yang baik berkemungkinan diaplikasi dalam keadaan memberi kesan negatif kepada pelaburan minoriti.

**Jadual 3:** Aplikasi Peruntukan Akta Syarikat dalam Kes

Pekara	Kes NEO-Cap	Kes XYZ	Kes RH
Aplikasi Akta Syarikat yang menjejaskan kepentingan pemegang saham minoriti	Seksyen 132C Seksyen 145	Seksyen 132E(2)	Seksyen 145

Contohnya dalam kes NEO Cap pemegang saham majoriti telah menggunakan Seksyen 145 Akta Syarikat bagi meneruskan kemahuannya ke arah menerima tawaran ABL melalui langkah menukar komposisi Ahli Lembaga Pengarah (ALP) terlebih dahulu. Implikasinya, ALP yang baru telah membawa tawaran ABL ke Mesyuarat Agung syarikat. Justeru ia membuka ruang ke arah penerimaan tawaran tersebut disebabkan gabungan beberapa pemegang saham majoriti sudah mampu membentuk majoriti mudah (54.5 peratus) dan mengatasi kemahuan pemegang saham lain. Begitu juga halnya dalam kes XYZ Berhad, sekiranya pemegang saham majoriti memperolehi resolusi yang mempersetujui pengambilalihan tersebut, maka urusan melibatkan pihak berkepentingan dalam syarikat itu boleh diteruskan seperti peruntukan seksyen 132E(2)(b) Akta Syarikat. Bagi situasi kes (2), adalah tidak mustahil bagi pemegang saham majoriti syarikat untuk memperolehi majoriti mudah bagi meneruskan pengambilalihan tersebut. Justeru, dalam konteks tersebut usaha “melarikan” aset dan untung syarikat daripada dikongsi bersama pemegang saham yang lain berpotensi untuk direalisasikan dengan mudah.

Persoalan yang berbangkit ialah di manakah pula kuasa Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993 khususnya peruntukan Seksyen 34A(1)(b) yang menetapkan pengambilalihan syer perlu mendapat persetujuan sekurang-kurangnya 90 peratus pemegang saham syarikat sasar? Berdasarkan kes yang telah dibincangkan, pengambilalihan yang melibatkan pengambilalihan aset dan liabiliti (keseluruhan perniagaan)

mewujudkan keadaan yang boleh dimanipulasikan. Ini kerana peruntukan Seksyen 132C Akta Syarikat 1965 telah digunakan oleh pemegang saham majoriti untuk memintas keperluan 90 peratus persetujuan yang ditetapkan Seksyen 34A(1) Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993. Sehubungan itu, kepentingan pemegang saham minoriti adalah lebih terjamin dalam situasi pengambilalihan syer berbanding pengambilalihan jenis aset dan liabiliti. Ini kerana selain Seksyen 34A(1)(b), peruntukan Seksyen 34B akta sama turut menetapkan selepas sesuatu ambilalih syer dipersetujui oleh sekurang-kurangnya 90 peratus pemegang saham, mahkamah, atas permohonan daripada pemegang saham yang membantah pengambilalihan tersebut (permohonan perlu dikemukakan dalam tempoh satu bulan daripada notis pihak *offeror* yang mengandungi arahan meminta pemegang saham yang tidak bersetuju menyerahkan syer-syer yang masih dipegang mereka) berpeluang mengambil tindakan berikut:

- a) Memutuskan *offeror* tidak layak dan tidak boleh mengambil syer-syer tersebut;
- b) Menetapkan terma pengambilalihan yang berbeza daripada terma tawaran pengambilalihan yang asal.

Begitu juga keperluan tatacara seperti seksyen 34(2) Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993 turut memberi ruang bertindak kepada pelabur minoriti yang tidak bersetuju dengan pengambilalihan tersebut. Pada masa yang sama, Akta Syarikat 1965 turut memberi ruang kepada pemegang saham minoriti untuk bertindak mempertahankan hak mereka. Seksyen 181 Akta Syarikat telah membenarkan pemegang saham yang merasakan diri ditindas untuk memanggil mesyuarat agung atau memohon tindakan mahkamah bagi mempertahankan hak mereka. Seksyen 20 Akta Syarikat juga memperuntukan peluang mempertahankan hak pemegang saham yang ditindas untuk mencabar resolusi yang diluluskan sebagai bertentangan dengan tujuan syarikat (*ultra vires*). Dalam perkembangan terkini kes Neo-Cap, Prima Ltd telah membawa isu pengambilalihan tersebut ke mahkamah.

Berdasarkan pemerhatian kajian juga didapati, langkah aktivis sangat berfaedah dalam membantu menonjolkan isu-isu yang menjejaskan kepentingan minoriti serta mendidik pelabur minoriti supaya lebih sedar dan memahami selok belok transaksi yang memberi kesan kepada kepentingan pelaburan mereka. Namun begitu, pada

akhirnya harus diwujudkan koordinasi dalam tindakan aktivism dan pihak berkuasa perundangan. Perundangan dan aktivis tidak harus bergerak secara isolasi, sebaliknya perlu bekerjasama dalam menyediakan prasarana perlindungan bagi pemegang saham minoriti. Justeru, entiti seperti MSWG akan bertindak sebagai pencetus yang membangkitkan isu hak pelabur minoriti yang terancam dan dimajukan kepada pihak perundangan untuk diinstitusikan khususnya sebagai usaha menambahbaik peraturan yang sedia ada.

### ***Implikasi***

Dengan mengambilkira penemuan situasi perlindungan pemegang saham minoriti dalam beberapa kes pengambilan di Malaysia, implikasi pertama yang dikenalpasti ialah wujud ketidaksempurnaan dalam mekanisme perundangan khususnya dalam konteks situasi transaksi yang kompleks. Sebagai contoh, terma “kelulusan majoriti” yang terkandung dalam Seksyen 132 perlu dinilai kesan praktikalnya ke atas kepentingan pemegang saham minoriti. Tindakan menjadikan mekanisme “kelulusan” sebagai bersifat lebih melindungi, memerlukan kepada penetapan peratus kelulusan majoriti tertentu yang lebih tinggi berbanding majoriti mudah. Sehubungan itu, Suruhanjaya Sekuriti dan Bursa Malaysia telah menghantar kertas cadangan bagi menambahbaik jurang dalam Akta Syarikat dengan mencadangkan supaya sebarang pelupusan aset perlu diluluskan oleh sekurang-kurangnya 75 peratus nilai pemegang saham dan pemegang saham yang menentang pelupusan aset tidak boleh melebihi 10 peratus (Risen dan Yvonne, 2010). Walau bagaimanapun, langkah mengetatkan peraturan sedia ada perlu dilakukan dengan teliti supaya tidak menyekat aktiviti M&A yang perlu bagi sesebuah ekonomi khususnya dalam konteks meningkatkan kecekapan operasi melalui faedah operasi skala besar.

Implikasi kedua ialah, dengan mengambil kira pelbagai peraturan dan institusi yang terlibat mengawal aktiviti M&A di Malaysia, perlu diwujudkan keselarasan antara setiap undang-undang, kod peraturan dan agensi penguatkuasaan supaya dapat memberi jaminan keselamatan pelaburan kepada pemegang saham minoriti. Seperti dinyatakan oleh La Porta (2000), pemegang saham minoriti tidak mempunyai banyak pilihan dalam mempertahankan hak berbanding pemegang saham majoriti dan kerana faktor tersebut perundangan perlu lebih memberi perhatian bagi melindungi kepentingan pemegang

saham minoriti. Justeru usaha berterusan perlu diambil bagi menutup jurang-jurang yang masih wujud dalam peruntukan perundangan bagi tujuan memelihara kepentingan minoriti.

Implikasi ketiga ialah, dalam jangka masa panjang perlu ada usaha ke arah mewujudkan konteks perlindungan secara doktrin *kaveat vendor* iaitu dengan meningkatkan galakan kepada pemegang saham majoriti untuk bertindak mewakili kepentingan semua pelabur termasuk pemegang saham minoriti. Pada peringkat awal gesaan tersebut boleh dikenakan dalam bentuk perundangan yang mengkhususkan kod etika pengurusan tertinggi sesebuah entiti. Ini merujuk kepada kajian Orin (2008) yang melihat peruntukan Seksyen 406 Sarbanes Oxley 2002 sebagai satu permulaan mengintegrasikan dimensi etika ke dalam akta melalui penspesifikasian kod etika pengurusan atasan.

### **Batasan kajian**

Batasan kajian ini ialah daripada segi kekurangan kupasan aspek teknikal perundangan yang mendalam. Ini kerana kertas kerja ini tidak bertujuan mengupas teknikaliti perundangan kerana ia adalah di luar skop kajian. Namun perbincangan ini tidak terjejas, kerana perkara *substance* dalam penulisan ini ialah sejauh mana persekitaran dan/atau mekanisme sedia ada mampu memelihara kepentingan pemegang saham minoriti khususnya dalam isu pengambilalihan aset dan liabiliti. Sehubungan itu, pengkaji akan datang disarankan mengkaji isu ini dengan melibatkan pendekatan multi-disiplin khususnya antara bidang pengurusan kewangan, etika dan perundangan. Perbincangan ini juga terhad kepada tiga kes pengambilalihan sahaja yang dikesan berlaku pada sukuan pertama tahun 2010 dan tidak meliputi kesemua kes pengambilalihan yang berlaku di sepanjang tempoh sukuan pertama di Malaysia. Kajian akan datang disaran mengkaji kes-kes pengambilalihan yang melibatkan lebih banyak syarikat dan kepelbagaian industri supaya satu generalisasi dapat dikemukakan mengenai perlindungan pemegang saham minoriti di Malaysia secara meluas. Di samping itu, perlindungan pemegang saham minoriti juga tidak terbatas untuk diperhatikan dalam skop pengambilalihan aset dan liabiliti semata-mata, sebaliknya boleh dilihat daripada pelbagai perspektif lain seperti hak bersuara dalam mesyuarat agung, tindakan memilik persendirian (*privatization*) entiti Public Limited Company (PLC) dan perlantikan proksi yang berkesan.

## KESIMPULAN

Perlindungan pemegang saham minoriti di Malaysia wujud dalam bentuk *kaveat emptor*. Penggunaan peruntukan undang-undang telah menyediakan prasarana asas bagi menjaga kepentingan pelabur minoriti. Namun masih wujud jurang yang perlu dibaiki dalam perundangan sedia ada khususnya dalam aspek yang masih longgar dan sering dimanipulasi oleh pemegang saham majoriti. Selain itu, undang-undang yang berkualiti harus diikuti dengan komitmen etika dan integriti di pihak yang terlibat dalam transaksi M&A, khususnya pelabur majoriti yang lebih berpengaruh dalam memilih sesuatu tindakan dan keputusan. Peranan entiti aktivis pemegang saham seperti MSWG berkesan dalam mewujudkan situasi *check and balance* dan memperkasakan pemegang saham minoriti di Malaysia.



## RUJUKAN

- Brigham, E.F., Gapenski, L.C., dan Ehrhardt, M.C. (1999). *Financial management theory and practice*. Edisi Ke-9. Fort worth: The Dryden Press.
- Companies Act. Edisi 2009. Malaysia.
- Danny Yap. (2010). Minority shareholders unhappy with takeovers. *The Star*: 6 February: sbw10.
- Elaine Ang. (2010). Eon Cap-HLB saga takes a new twist. *The Star*, 7 April: b3.
- \_\_\_\_\_. (2010). HLB-EON cap deal likely. *The Star*, 1 April: B3.
- Hitt, M.A., Ireland, R.D. dan Hoskisson, R.E. (2003). *Strategic management: competitivenss and globalization*. Australia: Thomson South-Western.
- Kim, K.A. and Nofsinger, J.R. (2007). *Corporate governance*. Upper Saddle, New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. dan Shleifer, A. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. dan Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Moyer, R.C., McGuigan, J.R. dan Kretlow. (2001). *Contemporary financial management*. Edisi ke-8. Australia: South-Western College Publishing Thomson Leraning.
- Orin, R.M. (2008). Ethical guidance and constraint under the Sarbanes – Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(1), 141-171.
- Rashid Ameer dan Rashidah Abdul Rahman. (2009). The impact of minority shareholder watchdog group activism on the performance of targeted firms in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 5(1), 67-92.
- Risen Jayaselan dan Yvonne Tan. (2010). Taking over companies. *The Star*, 20 Mac: sbw8.
- Suraya Ishak. (2009). Penerapan etika dalam kawalan korporat. *Akademika*, 76, 67-83

Suraiya Ishak, Wan Sabri Wan Husin dan Ahmad Rafli Che Omar. (2009). Pengislaman teori agensi: Alternatif ke arah keberkesanan kawalan entiti bisnes. Dalam. Ahmad Sunawari Long, Abdull Rahman Mahmood, Nur Farhana Abd. Rahman dan Wan Fariza Alyati Wan Zakaria (pnyt). *Issues and Challenges of Contemporary Islam and Muslims*. Bangi: Department of Theology and Philosophy, Faculty of Islamic Studies Universiti Kebangsaan Malaysia, 453- 465.

Velasquez, M.G. (2002). *Business ethics: Concepts and cases*. Edisi ke-5. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall

Warf, B. (2003). Mergers and acquisition in the telecommunication industry. *Growth and Change*, 34(3), 321-344.

Yvonne Tan. (2010). EON Cap-HLB saga continues. *The Star*, 6 February: sbw16.

#### Atas talian:

Izwan Idris. (2010). <http://bis.thestar.com.my/news/story.asp?file=2010/3/17/business/5876838&sec=busines>

<http://www.org.my/home>.

Farooqi. (2008). <http://www.i-epistemology.net/ismail-faruqi/16-defining-islamic-traditionalism-first-principle> (akses pada 12/5/2008).

MSWG. (<http://www.mswg.org.my/project/mswg/media/2008/12/23/184418-498.pdf>) (akses pada 20/2/2010)

Securities Commission Act 1993 (Act 498) <http://www.sc.com.my/eng/html/resources/guidelines/SCA2005.pdf> (akses pada 8/4/2010).

Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993. Kod Malaysia Mengenai Pengambilalihan dan Percantuman (pindaan) 2004. ([http://www.sc.com.my/eng/html/resources/guidelines/TOM\\_amendment2004bm.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/resources/guidelines/TOM_amendment2004bm.pdf))

<http://www.sc.com.my/main.asp?pageid=240&menuid=342&newsid=&linkid=&type>

<http://www.mswg.org.my/cms/about-us/history--milestones>

<http://www.mswg.org.my/media-releases>

<http://thestar.com.my/news/story.asp?file=/2010/3/18/business/>