

**PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP CALON INVESTOR
PASAR MODAL ATAS INFORMASI YANG TERCANTUM
DALAM PROSPEKTUS STUDI MENGENAI IPO PT.ADARO
ENERGY, Tbk.**

TESIS

Herlambang Agung Nugroho

0606006242

I
25716



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS HUKUM
PROGRAM PASCA SARJANA
JAKARTA
2008**

**PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS INDONESIA**

**PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP CALON INVESTOR
PASAR MODAL ATAS INFORMASI YANG TERCANTUM
DALAM PROSPEKTUS STUDI MENGENAI IPO PT.ADARO
ENERGY, Tbk.**

TESIS

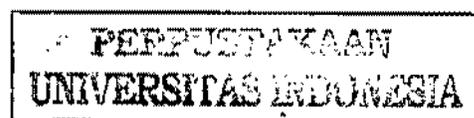
Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Hukum

Herlambang Agung Nugroho

0606006242



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS HUKUM
PROGRAM PASCA SARJANA
JAKARTA
2008**



UNIVERSITAS INDONESIA

Perlindungan Hukum..., Herlambang Agung Nugroho, FH UI, 2008

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Herlambang Agung Nugroho
NPM : 0606006242
Program Studi : Magister Ilmu Hukum
Judul Tesis : " Perlindungan Hukum Terhadap Calon Investor
Pasar Modal Atas Informasi Dalam Prospektus
Studi Mengenai IPO PT. Adaro Energy, Tbk."

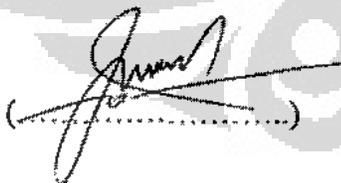
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Hukum pada Program Studi Hukum Ekonomi Fakultas Hukum, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof. Erman Rajagukguk, S.H., LL.M., Ph.D

(.....)

Penguji :

()

Penguji :

()

Ditetapkan di : Salemba, Jakarta

Tanggal :

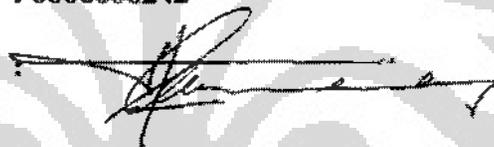
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Thesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan benar.**

Nama : Herlambang Agung Nugroho

NPM : 0606006242

Tanda Tangan



Tanggal : 03 Desember 2008

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Hukum Jurusan Hukum Ekonomi pada Fakultas Hukum Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada :

- (1) Prof. Erman Rajagukguk, S.H., LL.M., Ph.D, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini;
- (2) Corporate Secretary PT. Adaro Energy, Tbk., Andre Johannes Mamuaya, yang telah banyak membantu dalam usaha memperoleh data yang saya perlukan;
- (3) Partner Law Firm Hadiputranto, Hadinoto & Partners, Rambun Tjahyo, yang telah banyak memberikan dan memenuhi data yang saya perlukan;
- (4) Orang tua dan keluarga saya yang telah memberikan bantuan dukungan material dan moral;
- (5) Sahabat saya yang telah banyak membantu saya dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Salemba, 03 Desember 2008

Penulis,



Herlambang Agung Nugroho

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Herlambang Agung Nugroho

NPM : 0606006242

Program Studi : Hukum Ekonomi

Departemen : Magister Hukum

Fakultas : Hukum

Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalt-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**“Perlindungan Hukum Terhadap Calon Investor Pasar Modal Atas
Informasi Yang Tercantum Dalam Prospektus Studi Mengenai IPO PT.
Adaro Energy, Tbk.”**

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Salemba, Jakarta

Pada Tanggal : Desember 2008

Yang menyatakan,

(Herlambang Agung Nugroho)

ABSTRAK

Keuntungan yang ditawarkan oleh pasar modal menarik banyak pihak untuk ikut terlibat didalamnya. Baik dari individu maupun dari institusi. Hal ini seperti yang terjadi dengan PT. Adaro Energy Tbk, dimana mereka berkeinginan untuk masuk kedalam pasar modal dengan upaya mereka melakukan *Initial Public Offering* yang dilakukan pada pertengahan tahun 2008. Pada perkembangannya, proses IPO Adaro ini mengalami hambatan-hambatan, yang salah satu diantaranya adalah dengan tidak dikeluarkannya pernyataan efektif oleh Bapepam terhadap pernyataan pendaftaran yang dilakukan Adaro. Tindakan ini dilakukan karena ditemukannya kekurangan atas informasi yang dicantumkan didalam prospektus yang diajukan oleh Adaro. Dan seperti yang kita tahu bahwa mekanisme pasar modal sangat bergantung kepada tersediannya informasi, karena harga suatu saham yang diperdagangkan di pasar modal sangat bergantung kepada tersediannya informasi di pasar modal. Untuk menghindari kerugian yang akan dihadapi oleh calon investor yang akan berinvestasi terhadap saham Adaro, maka diperlukan pemahaman mengenai perlindungan hukum terhadap calon investor yang diberikan oleh pasar modal.

Herlambang Agung Nugroho

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
LEMBAR PENGESAHAN.....	ii
PERNYATAAN ORISINALITAS.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
ABSTRAK.....	vi
DAFTAR ISI.....	vii
BAB I. PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang.....	1
B. Perumusan Masalah.....	10
C. Kerangka Teori dan Konsep.....	10
D. Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian.....	19
E. Metode Penelitian.....	19
F. Sistematika Penulisan.....	20
BAB II. KETERBUKAAN SEBAGAI PRINSIP PASAR MODAL.....	22
A. Fungsi Prinsip Keterbukaan.....	28
A.1. Kepercayaan Masyarakat.....	28
A.2. Pasar Modal Efisien Dan Likuid.....	32
A.3. Perlindungan Investor.....	35
B. Keterbukaan Dalam Prospektus.....	41
B.1. Menyebutkan Fakta Material.....	43
B.2. Menghindarkan Pernyataan Menyesatkan.....	46
C. Calon Investor Harus Membaca Prospektus.....	49
BAB III. PERLINDUNGAN BAGI CALON INVESTOR.....	53
A. Penyusun Prospektus.....	56
A.1. Emiten.....	60
A.2. Akuntan Publik.....	62
A.3. Penjamin Emisi Efek.....	65
A.4. Konsultan Hukum.....	67
B. Pertanggung Jawaban Prospektus Tidak Benar.....	71
B.1. Pertanggung Jawaban Emiten.....	77
B.2. Pertanggung Jawaban Profesi Penunjang.....	80
C. Jenis Tanggung Jawab.....	81
BAB IV. STUDI MENGENAI PROSPEKTUS PT.ADARO ENERGY,Tbk.....	85
A. Fakta Material Dalam Prospektus Adaro.....	92
B. Legal Opinion Sebagai Fakta Material Prospektus Adaro.....	95
C. Pelanggaran Prinsip Keterbukaan.....	100
BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN.....	101
A. Kesimpulan.....	102
B. Saran.....	103
DAFTAR PUSTAKA.....	viii

BAB I

PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG

Terciptanya masyarakat yang adil dan makmur di seluruh wilayah Indonesia, merupakan tujuan filosofis yang terdapat dalam peraturan dasar negara Indonesia. Untuk mencapai tujuan tersebut diperlukan komitmen kuat dari seluruh komponen masyarakat baik dari pihak pemerintah maupun dari pihak swasta.

Salah satu komponen penting yang dapat mensinergikan antara peran aktif pemerintah dengan swasta untuk membangun perekonomian adalah pasar modal. Pasar modal merupakan salah satu media yang dapat dipergunakan berbagai pihak untuk dapat meningkatkan kondisi keuangannya. Pasar modal bertujuan menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan pemerataan, pertumbuhan, dan stabilitas ekonomi nasional kearah peningkatan kesejahteraan rakyat. Dalam rangka mencapai tujuan tersebut, pasar modal mempunyai peran strategis sebagai salah satu sumber pembiayaan dunia usaha, termasuk usaha menengah dan kecil untuk pembangunan usahanya, sedangkan disisi lain pasar modal juga merupakan wahana investasi bagi masyarakat, termasuk pemodal kecil dan menengah.¹

Pasar modal sendiri menurut para ahli mempunyai berbagai pengertian. Pengertian pasar modal dapat dibagi menjadi² :

1. Pengertian luas

Kebutuhan sistem keuangan yang terorganisir, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara dibidang keuangan, serta surat-surat kertas berharga atau klaim jangka panjang dan jangka pendek, primer langsung dan tidak langsung.

¹ Indonesia, "Penjelasan Undang-Undang tentang Pasar Modal, bagian umum," *UU No.8 Tahun 1995*, (Jakarta : LN No.64 tahun 1995), paragraf 4.

² Kloang Klode Jaya, *Sejarah Perkembangan Pasar Modal di Indonesia*, (Jakarta : 1989), halaman 306.

2. Pengertian menengah

Semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit termasuk saham-saham, obligasi-obligasi, pinjaman berjangka hipotik dan tabungan serta deposito berjangka.

3. Pengertian sempit

Tempat pasar terorganisir yang memperdagangkan saham-saham dan obligasi-obligasi dengan memakai jasa makelar, komisioner dan *underwriter*.

Sedangkan pengertian pasar modal menurut UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 angka 13 :

"Kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek".

Kunci pokok dari keberhasilan pembangunan nasional adalah dengan berpartisipasi masyarakat luas untuk turut berperan aktif dalam peningkatan pertumbuhan ekonomi dan salah satu fungsi dari pasar modal adalah, dapat mengajak masyarakat luas agar berperan aktif dalam perekonomian dengan ikut dalam proses pengerahan dan penghimpunan dana. Fungsi lain dari pasar modal adalah menciptakan perusahaan-perusahaan yang *transparan* dan berstandar Internasional. Pasar modal atau yang lebih dikenal dengan Bursa Efek¹, dapat juga difungsikan menjadi media *social control* masyarakat terhadap kinerja perusahaan tersebut.

Dengan fungsi-fungsinya, pasar modal pada akhirnya dapat mendorong terciptanya *Good Corporate Governance (GCG)* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk menghadapi globalisasi ekonomi dunia sehingga mempunyai daya saing usaha. Pasar modal juga dapat mengolah ekonomi potensial menjadi ekonomi riil dengan menggunakan dana baik dari dalam negeri maupun luar negeri yang akhirnya dapat menciptakan lapangan kerja sehingga dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi nasional yang berkelanjutan yang mengarah pada kesejahteraan rakyat.²

¹ Umran Mansur, *Teknik Perdagangan Efek di Bursa Efek Indonesia*, (Jakarta : PT.Elex Media Komputindo, 2002), hal 76.

² Indonesia, *Undang-Undang tentang Penanaman Modal*, UU No.25 Tahun 2007, (Jakarta : LN No.67 Tahun 2007), pasal 3 (2).

Istilah pasar modal sendiri merupakan terjemahan dari kata *capital market*, artinya suatu tempat atau sistem bagaimana cara dipenuhinya kebutuhan-kebutuhan dana modal (*capital*) untuk suatu perusahaan, dan merupakan tempat orang membeli dan menjual (*market*) surat efek yang baru dikeluarkan.³

Jadi seperti halnya dengan pengertian pasar lainnya, pasar modal juga tempat berkumpulnya orang-orang untuk melakukan atau membantu melakukan perdagangan, misalnya dengan melakukan jual beli efek. Dengan demikian, pasar modal berarti suatu tempat dimana dana-dana jangka panjang baik utang maupun modal diperdagangkan. Dana-dana jangka pendek yang merupakan utang biasanya berbentuk obligasi, sedangkan dana jangka panjang yang merupakan modal biasanya berbentuk saham.⁴

Dari semua penjelasan, baik dari pengertian pasar modal, fungsi dari pasar modal, dan tujuan dari pasar modal, maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal merupakan instrumen penting untuk menunjang proses pembangunan nasional yang merata. Pasar modal bila difungsikan dengan baik, dana yang diinvestasikan akan mendatangkan keuntungan *finansial* bagi perusahaan yang melakukannya. Perusahaan itu tidak perlu lagi menutup diri, melainkan memandang pasar modal sebagai suatu wadah tempat berkumpulnya dana umum yang dapat dipergunakan jika diperlukan, dan masyarakat investor dapat menggunakannya sebagai tempat untuk berinvestasi.

Suatu perusahaan yang ingin masuk kedalam pasar modal harus memenuhi beberapa persyaratan. Persyaratan yang paling mendasar adalah harus sudah memenuhi syarat sebagai perseroan terbatas yang telah berbadan hukum.

Perseroan terbatas adalah badan hukum yang merupakan persekutuan modal, didirikan berdasarkan perjanjian, melakukan kegiatan usaha dengan modal dasar yang seluruhnya terbagi dalam saham dan memenuhi persyaratan yang ditetapkan dalam undang-undang perseroan terbatas serta peraturan pelaksanaannya.⁵

³ Abdurrahman, A., *Ensiklopedia Ekonomi Keuangan dan Perdagangan*, (Jakarta : PT. Pradnya Paramitra, 1991), halaman 169.

⁴ Yayasan Mitra Dana, *Pemantauan Pelaku Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta : 1991), halaman 33.

⁵ Indonesia, "Undang-Undang tentang Perseroan Terbatas," *UU No.40 tahun 2007*, (Jakarta : LN No.13 Tahun 1995), pasal 1 angka (1).

Ada makna penting dengan diharuskannya suatu perusahaan yang ingin masuk ke pasar modal atau bursa efek harus berbentuk sebuah perseroan terbatas, dikarenakan dalam mekanismenya, bukti kepemilikan yang diwujudkan dalam bentuk saham, nantinya yang akan dijadikan objek yang diperdagangkan dalam bursa efek. Saham kepemilikan ini akan dilepas di bursa efek dan sebagai gantinya akan mendapatkan modal baru dari masyarakat.

Mengingat pasar modal merupakan salah satu sumber pembiayaan dunia usaha dan sebagai wahana investasi bagi para pemodal, serta memiliki peranan strategis untuk menunjang pembangunan nasional, kegiatan pasar modal perlu mendapatkan pengawasan agar pasar modal dapat berjalan dengan baik.

Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, merupakan lembaga yang dibentuk oleh pemerintah untuk melakukan pembinaan, pengaturan dan pengawasan sehari-hari terhadap pasar modal di Indonesia.⁶

Pembinaan, pengaturan, dan pengawasan dilakukan Bapepam dengan tujuan untuk terciptanya kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat.⁷ Bila disimpulkan, semua perkembangan dan karakteristik dari pasar modal Indonesia, sangat bergantung pada kinerja dari Bapepam-LK.

Untuk itu Bapepam diberi kewenangan luar biasa dimana meliputi kewenangan untuk membuat peraturan, melakukan pemeriksaan dan penyidikan, menjatuhkan sanksi administratif dan denda. Secara garis besar fungsi-fungsi yang dimiliki Bapepam adalah fungsi pembuatan peraturan (*rule making*), pemeriksaan dan penyidikan, dan penegakan hukum (*law enforcement*). Fungsi *rule making* bersifat *quasi legislative*, karena Bapepam bukanlah badan yang dibentuk Negara untuk membuat peraturan perundang-undangan, tetapi diberikan kewenangan oleh undang-undang untuk membuat peraturan khusus dibidang pasar modal. Undang-undang pasar modal memberikan kewenangan kepada Bapepam untuk melakukan penegakan hukum dengan memberikan kewenangan untuk melakukan pemeriksaan, penyidikan, sampai menjatuhkan sanksi atas setiap pelanggaran dan kejahatan dibidang pasar modal fungsi ini disebut juga

⁶ Indonesia, Undang-Undang tentang Pasar Modal, *Op.cit*, pasal 3 angka 1

⁷ *Ibid*, pasal 4.

dengan fungsi kekuasaan *quasi judicial*. Untuk kejahatan dibidang pasar modal, fungsi penuntutan ada pada lembaga kejaksaan.

Bapepam juga mempunyai kewajiban untuk membina, mengatur, dan mengawasi setiap pihak yang melakukan kegiatan di pasar modal. Pengawasan tersebut dapat dilakukan dengan menempuh upaya-upaya, baik yang bersifat *preventif* dalam bentuk aturan, pedoman, bimbingan, dan arahan maupun secara *represif* dalam bentuk pemeriksaan, penyidikan, dan pengenaan sanksi. Fungsi Bapepam tersebut sudah sesuai dengan fungsi-fungsi yang juga dimiliki oleh otoritas-otoritas pasar modal di negara-negara lain di dunia.

Melihat dari perkembangan dari dunia usaha sekarang ini, dimana suku bunga bank yang tinggi, inflasi yang meningkat tajam akibat harga minyak yang melonjak, sudah sekiranya banyak perusahaan yang berlomba-lomba mencari sumber dana baru selain dari lembaga keuangan perbankan. Pasar modal yang menawarkan pembiayaan modal langsung dari masyarakat, dibanjiri oleh minat dari para perusahaan yang ingin mendapatkan modal (*capital*).

Atas dasar dari tekanan diatas maka banyak emiten yang beritikad ingin mendapatkan modal baru tanpa memperhatikan aspek lain, seperti perlindungan hukum terhadap kepentingan dari investor. Perusahaan yang ingin masuk ke pasar modal berprinsip mencari modal yang sebesar-besarnya. Sedangkan investor yang ingin menanamkan modalnya di pasar modal berprinsip mencari keuntungan yang sebesar-besarnya. Akibatnya terjadilah benturan kepentingan antara emiten dan calon investor di pasar modal dengan tujuan untuk melindungi kepentingan masing-masing tanpa memperhatikan kepentingan pihak lain. Disinilah tugas dan fungsi dari Bapepam berperan. Bapepam selaku otoritas tertinggi harus menjalankan fungsinya untuk melakukan pengawasan terhadap dunia pasar modal.

Perusahaan yang ingin masuk kedalam bursa efek biasa disebut emiten, selain harus sudah berbentuk perseroan terbatas juga harus melakukan beberapa prosedural penting. Penawaran umum merupakan salah satu langkah yang harus dilakukan. Penawaran umum menurut perundang-undangannya, kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang ini dan

peraturan pelaksanaannya.⁸ Proses penawaran umum ini biasa disebut proses *Go Publik*.

Untuk dapat melakukan penawaran umum, emiten harus menempuh berbagai tahap dan persyaratan yang harus dilakukan. Tahap-tahap itu dapat dibagi menjadi tiga bagian, yaitu⁹:

1. Tahap Pra-emisi
2. Tahap Emisi efek
3. Tahap setelah emisi.

Pada tahap pra-emisi atau tahap persiapan, perusahaan emiten harus terlebih dahulu melengkapi beberapa persyaratan. Persyaratan tersebut antara lain dengan tercukupinya setoran minimal modal awal, laporan keuangan yang menunjukkan keuntungan selama dua tahun pembukuan, dokumen *legal opinion*, *legal audit*, dan masih banyak lagi. Setelah semua persyaratan tersebut terpenuhi kemudian emiten mengajukan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam.

Terpenuhinya syarat-syarat awal sangat penting, dikarenakan semua persyaratan akan berfungsi sebagai alat untuk perlindungan hukum bagi calon investor setelah proses Penawaran Umum telah berjalan.

Proses pra-emisi pada penawaran umum ini bukanlah perkara yang mudah, setelah memenuhi beberapa persyaratan diatas kemudian harus memenuhi prosedur yang sudah ditentukan dalam Keputusan Menteri Keuangan No.695/KMK.011/1985 tentang emisi efek melalui pasar modal, yaitu¹⁰ :

- Tahap konsultasi kepada Bapepam;
- Tahap Rapat Umum Pemegang Saham;
- Mengajukan *Letter of Intent*;
- Penunjukan lembaga-lembaga Penunjang Emisi Efek;
- Mengajukan Pernyataan Pendaftaran;
- Tahap evaluasi dan penilaian terhadap kemampuan calon perusahaan emiten;
- Dengar pendapat akhir;
- Tahap dikeluarkannya surat izin emisi efek;

⁸ *Ibid*, pasal 1 ayat (15).

⁹ Irsan Nasarudin, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta : Kencana Prenada, 2004), halaman 216-219.

¹⁰ Pieter Tedu Beinaoa, *Mengenal Pasar Modal dan Anuran Perdagangan Efek serta Bentuk-bentuk Perusahaan di Indonesia*, (Jakarta : Nusa Indah, 1994), halaman 34.

– Tahap Emisi efek.

Pada setiap tahap diatas, baik emiten maupun Bapepam harus selalu mencermati agar tidak terjadi kesalahan.

Pada proses Pernyataan Pendaftaran, emiten harus membuat surat dokumen tentang pernyataan pendaftaran dilengkapi dokumen-dokumen lain.¹¹ Surat Keputusan Ketua Bapepam Kep-42/PM/2000 disebutkan bahwa Pernyataan Pendaftaran untuk penawaran umum sekurang-kurangnya mencakup :

- Surat pengantar pernyataan pendaftaran;
- Prospektus;
- Prospektus ringkas yang akan digunakan dalam penawaran umum;
- Prospektus awal yang akan digunakan dalam rangka penawaran awal;
- Dokumen lain yang diwajibkan sebagai bagian dari pernyataan pendaftaran.

Prospektus sebagai syarat dari pernyataan pendaftaran harus mencakup semua rincian dan fakta material mengenai penawaran umum dari emiten yang dapat mempengaruhi keputusan pemodal, yang diketahui atau layak diketahui oleh emiten dan Pejamin Pelaksana Emisi Efek.¹² Apabila terjadi kesalahan atas isi dari prospektus tersebut maka menjadi tanggung jawab dari emiten dan penjamin emisi efek. Calon investor yang merasa dirugikan dengan kesalahan atau kekurangan dari isi prospektus dapat memperkarakan emiten dan penjamin emisi efek dengan menggunakan prospektus sebagai bukti hukum.

Salah satu perusahaan di Indonesia yang ingin masuk kedalam pasar modal adalah PT.Adaro Energy,Tbk. PT.Adaro Energy,Tbk adalah anak perusahaan dari PT. Adaro Indonesia, merupakan salah satu perusahaan batu bara terbesar kedua di Indonesia. PT.Adaro Energy,Tbk yang selanjutnya disebut Adaro, berkeinginan melakukan penawaran umum (*Initial Public Offering / IPO*) terhadap sahamnya di pasar modal. Adaro akan melepas saham baru sebesar 11.139 lembar dengan kisaran harga Rp.1050 – Rp.1125. Dengan aksi IPO ini pihak manajemen Adaro mengharapkan mendapatkan dana baru sebesar Rp.12 triliun.¹³

¹¹ Sawidji Widodoarjo, *Jurus Jitu Go Publik*, (Jakarta : PT.Elec Media Komputindo, 2004), hal.126.

¹² Munir Fussy, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)*, (Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, 2001), halaman 48.

¹³ Kompas, *Adaro IPO Selasa*, (Jakarta : Kompas Group, 2008)

Adaro ini sangat berpotensi menjadikan sahamnya yang terbesar di bursa efek Indonesia. Ini disebabkan likuiditas saham yang ditawarkan sangat besar yang dapat memicu volume perdagangan yang sangat besar. Akibatnya banyak pihak yang memperhatikan dan sangat berhati-hati dengan proses IPO Adaro ini. Dalam prosesnya, IPO Adaro ini mengalami banyak hambatan. Hambatan ini salah satunya adalah dengan tidak dikeluarkannya Pernyataan Efektif IPO oleh Bapepam.

Tindakan ini dilakukan Bapepam semata-mata hanya untuk melindungi kepentingan dari investor terkait dengan tugas dan wewenangnya di pasar modal. Seperti yang sudah tertera jelas dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 pasal 4 :

“Pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sebagaimana yang dimaksud dalam pasal 3 dilaksanakan oleh Bapepam dengan tujuan mewujudkan terciptanya kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat.”

Tetapi penundaan pernyataan tidak efektif ini mengundang banyak kontroversi dari masyarakat, baik dari calon investor maupun dari badan legislatif.

Bapepam melakukan penundaan Pernyataan Efektif dikarenakan masih adanya permasalahan dalam penyajian informasi dalam prospektus yang akan berpotensi menimbulkan kerugian kepada calon investor dan masyarakat umum.

Prospektus yang menjadi media perlindungan hukum bagi investor, sangat diperhatikan oleh Bapepam. Pada prospektus awal yang telah dikeluarkan oleh Adaro terdapat kekurangan informasi atau kesalahan informasi terkait dengan permasalahan hukum yang sedang dihadapi oleh Adaro.

Prospektus merupakan syarat terpenting dalam kelengkapan dari suatu Pernyataan Pendaftaran yang merupakan bagian dari proses penawaran umum. Calon investor yang akan membeli saham suatu emiten yang akan melakukan IPO sangat bergantung dari isi Prospektus tersebut, oleh karenanya isi dari Prospektus harus sesuai dengan keadaan dan kondisi dari emiten.

Dalam membuat Prospektus, emiten harus mengikuti aturan yang ditetapkan Pemerintah, yaitu Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995,

Keputusan Ketua Bapepam No.51/PM/1996 peraturan nomor IX.C.2 dan peraturan IX.C.3. Kesalahan dalam membuat Prospektus, dikemudian hari akan mengakibatkan kerugian yang sangat besar bagi kedua pihak, baik emiten yang melakukan Penawaran Umum maupun investor yang menanamkan modalnya.

Jika dalam Prospektus terdapat informasi yang tidak benar mengenai fakta material atau tidak memuat fakta material, maka pihak emiten wajib bertanggung jawab atas kerugian yang timbul akibat perbuatannya berikut dengan pihak-pihak yang ikut menandatangani dan memberikan keterangan dalam prospektus tersebut. Ketentuan ini diatur dalam pasal 81 angka (1) Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995, yang isinya :

"Setiap pihak yang menawarkan atau menjual efek dengan menggunakan Prospektus atau dengan cara lain, baik tertulis maupun lisan, yang memuat informasi yang tidak benar tentang fakta material atau tidak memuat informasi tentang fakta material dan pihak tersebut mengetahui atau sepatutnya mengetahui mengenai hal tersebut wajib bertanggung jawab atas kerugian yang timbul akibat perbuatan dimaksud."

Prospektus ini harus dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif. Fakta-fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal Prospektus. Urutan penyampaian fakta pada prospektus ditentukan relevansi fakta tersebut terhadap masalah tertentu.

Emiten yang melakukan penawaran umum harus berhati-hati dalam membuat prospektus, terutama untuk bahan-bahan yang dapat memberikan kesan yang menyesatkan kepada masyarakat.¹⁴ Emiten harus menjaga agar penyampaian informasi penting tidak dikaburkan dengan informasi yang kurang penting yang mengakibatkan informasi penting tersebut lepas dari perhatian pembaca.

Pendapat hukum (*legal opinion*) sebagai salah satu fakta materil yang terdapat didalam Prospektus sangat berperan penting dalam memberikan perlindungan hukum terhadap calon investor. Dalam memberikan sebuah pendapat hukum, sebuah konsultan hukum harus independen dan mandiri.

¹⁴ Bapepam, "Pedoman Mengenai Isi dan Bentuk Prospektus Dalam Rangka Penawaran Umum," *Keputusan Ketua Bapepam No. 51/PM/1996*, (Jakarta : Bapepam, 1996), paragraf 1.

Mandiri disini berarti tidak mempunyai hubungan tertentu dengan pihak yang mengajukan penawaran umum.

Selain pendapat hukum (*legal opinion*) dalam suatu prospektus juga mengharuskan dicantumkan keterangan-keterangan lain seperti audit data keuangan, hasil penilaian lembaga penilai, anggaran dasar perseroan, dll. Semua keterangan yang dibuat oleh pihak-pihak yang berkepentingan dengan dokumen-dokumen diatas harus bertanggung jawab atas semua informasi yang telah diungkapkan didalam prospektus tersebut. Dan dalam memberikan keterangan, semua profesi atau lembaga harus mengikuti ketentuan yang berlaku dimasing-masing bidang.

Untuk itu, penulis mencoba untuk melakukan penelitian terhadap apa dan bagaimana sebuah perlindungan hukum diberikan oleh mekanisme dari pasar modal, terutama untuk informasi yang disajikan dalam prospektus.

B. Perumusan Masalah

Berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap calon investor pada informasi dalam prospektus proses IPO Adaro ini, maka permasalahan yang akan dicoba diangkat dalam penulisan tesis ini antara lain :

1. Bagaimana prinsip keterbukaan pada pasar modal memberi perlindungan hukum bagi calon investor?
2. Bagaimana perlindungan hukum bagi calon investor atas informasi dalam Prospektus?
3. Bagaimana pelanggaran ketentuan Undang-Undang Pasar Modal pada proses IPO PT.Adaro Energy, Tbk?

C. Kerangka Teori dan Konsep

Prinsip keterbukaan menjadi persoalan inti di pasar modal dan sekaligus merupakan jiwa pasar modal itu sendiri. Keterbukaan tentang fakta material sebagai jiwa pasar modal didasarkan pada keberadaan prinsip keterbukaan yang memungkinkan tersedianya bahan pertimbangan bagi investor,

sehingga ia secara rasional dapat mengambil keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan saham.¹⁵

Karena prinsip keterbukaan adalah jiwa pasar modal itu sendiri, maka perlu dilakukan pengkajian mendalam tentang bagaimana sesungguhnya fungsi prinsip keterbukaan serta penentuan fakta material di Indonesia. Fungsi prinsip keterbukaan dalam pasar modal Indonesia¹⁶:

1. Untuk memelihara kepercayaan publik terhadap pasar;

Tidak adanya keterbukaan dalam pasar modal membuat investor tidak percaya terhadap mekanisme pasar. Sebab prinsip keterbukaan mempunyai peranan penting bagi investor sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi karena melalui keterbukaan bisa terbentuk suatu penilaian (*judgeman*) terhadap investasi,¹⁷ sehingga investor secara optimal dapat menentukan pilihan terhadap portfolio mereka.

2. Untuk menciptakan mekanisme pasar yang efisien;

Filosofi ini didasarkan pada konstruksi pemberian informasi secara penuh sehingga pasar modal yang efisien, yaitu harga yang sepenuhnya merupakan refleksi dari seluruh informasi yang tersedia. Dengan demikian prinsip keterbukaan dapat berperan dalam meningkatkan suplai informasi yang benar, agar ditetapkan harga pasar yang akurat.

3. Untuk mencegah penipuan (*fraud*).

Dalam pasar keuangan banyak tergantung informasi apa yang harus diungkapkan dan kepada siapa informasi itu disampaikan.¹⁸

Keterbukaan informasi dalam penyajian keterangan dan fakta material dalam proses penawaran umum di pasar modal sangat berperan penting untuk upaya perlindungan hukum bagi investor. Suatu informasi dapat dikategorikan sebagai fakta material apabila telah memenuhi¹⁹ :

- Suatu informasi dikatakan sebagai fakta material apabila informasi yang sifatnya tidak publik tersebut menurut pemegang saham yang berakal sehat, adalah penting bagi para pemegang saham, bukan semata-mata apa yang ingin

¹⁵ Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, (Jakarta : Fakultas Hukum Universitas Indonesia, 2001), halaman 1.

¹⁶ *Ibid*, halaman 9-11

¹⁷ *Ibid*, halaman 9

¹⁸ *Ibid*, halaman 11.

¹⁹ *Ibid*, halaman 13-15.

mereka ketahui. Bila fakta yang dihilangkan atau pernyataan yang tidak benar itu secara substantif mungkin berarti mengubah informasi yang menjadi milik masyarakat, maka fakta tersebut adalah fakta material.

- Terpenuhinya unsur *firm-specific* suatu standar informasi yang berisi informasi yang spesifik tentang perusahaan yang bersangkutan.
- Semua informasi yang dapat menentukan naik turunnya harga saham.²⁰

Keterbukaan atau *transparansi* merupakan terminologi sangat penting dan prinsip yang *fundamental* dalam pasar modal. *Transparansi*, berlaku secara universal, dalam pasar modal internasional merupakan suatu hal yang sangat mutlak untuk dapat dilakukan oleh semua pihak. Berbeda dengan sektor perbankan dimana prinsip kerahasiaan bank adalah hal yang mutlak untuk ditaati, sektor pasar modal menerapkan hal sebaliknya, *disclosure* atau keterbukaan adalah mutlak.²¹

Dalam mewujudkan transparansi ini, perusahaan harus menyediakan informasi yang cukup, akurat dan tepat waktu kepada berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan tersebut. Setiap perusahaan diharapkan pula dapat mempublikasikan informasi keuangan serta informasi lainnya yang material dan berdampak signifikan pada kinerja perusahaan secara akurat dan tepat waktu. Investor harus dapat mengakses informasi penting perusahaan secara mudah pada saat diperlukan.²² Emiten, perusahaan publik dan pihak lain yang terkait wajib menyampaikan informasi penting yang berkaitan untuk tunduk pada Undang-Undang Pasar Modal dan menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh informasi material mengenai usahanya atau efek yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek dimaksud dan atau harga dari efek tersebut.²³

Emiten wajib menyampaikan informasi secara lengkap dan akurat. Dikatakan lengkap kalau informasi yang disampaikan itu utuh, tidak ada yang tertinggal atau disembunyikan, disamarkan, atau tidak menyampaikan apa-apa atas fakta material. Dikatakan akurat jika informasi yang disampaikan

²⁰ Hasan Zein Mahmud, *Catatan Kolom Zein Buku Pertama*, (Jakarta : Go Global Book, 1998), halaman 198-200.

²¹ M. Irsan Nasarudin & Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta : Prenada Media, 2004), halaman 2-3.

²² Daniri, Mas Achmad, *Good Corporate : Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia*, (Jakarta : Ray Indonesia, 2005), halaman 9.

²³ Indonesia, *Op cit*, UU No.8 Tahun 1995, pasal 86 ayat (1).

mengandung kebenaran dan ketepatan. Kalau tidak memenuhi syarat tersebut, informasi dikatakan sebagai informasi yang tidak benar atau menyesatkan.²⁴

Informasi material adalah informasi atau fakta penting yang relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa dan atau keputusan pemodal atau calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.²⁵ Informasi atau fakta material mempunyai arti yang sangat penting bagi masyarakat sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi. Oleh karena itu, dalam Undang-Undang Pasar Modal diatur mengenai adanya ketentuan yang mewajibkan pihak yang melakukan penawaran umum dan memperdagangkan efeknya di pasar modal untuk memenuhi prinsip keterbukaan.²⁶

Informasi yang salah (*misrepresentation*) yang masuk ke pasar modal secara cepat dapat mengubah harga suatu saham. Akan tetapi, informasi tersebut harus dapat mempengaruhi orang-orang yang mempunyai kapasitas yang dapat mempengaruhi harga saham yang diperdagangkan (*investor profesional*).

Pentingnya prinsip keterbukaan dalam pasar modal didasarkan kepada beberapa teori yang saling berkaitan, artinya teori yang belakangan merupakan reaksi atau perbaikan dari teori sebelumnya. Teori pertama yang berkaitan dengan informasi yang mempengaruhi harga saham adalah hipotesis pasar modal yang efisien (*efficient capital market hypothesis*). Pada umumnya *efficient capital market hypothesis* (ECMH) tersebut muncul dalam literatur ekonomi dan kemudian menjadi alat bagi ahli hukum serta menjadi bahan untuk membuat opini hukum. Karena tidak ada penjelasan yang sama mengenai pasar yang efisien, hal itu menjadi persoalan serius bagi para hakim, ahli hukum dan pembuat peraturan, yang akan memakai pendekatan ECMH sebagai dasar kebijakan dalam pengaturan.²⁷

Pendekatan ECMH sama dengan teori pasar efisien, yaitu informasi yang dapat dipercaya direfleksikan ke harga dari suatu harga saham secara cepat

²⁴ *Ibid*, pasal 80 ayat (1).

²⁵ *Ibid*, pasal 1 angka (7).

²⁶ M. Irsan Nasarudin & Indra Surya, *Op cit*, halaman 225-226.

²⁷ Hasan Zein Mahmud, *Op cit*, halaman 198-200.

dan mempengaruhi suatu kesempatan yang tidak bisa dieksploitasi secara sistematis.²⁸

Suatu harga saham harus didasarkan pada pernyataan yang akurat dari manajemen perusahaan. Artinya informasi itu tidak merupakan pernyataan menyesatkan. Penyampaian yang tidak akurat dapat mengakibatkan pasar modal tidak efisien. Maka dalam hal ini keterbukaan artinya, suatu informasi yang tidak mengandung *misrepresentation* dan *misleading*.

Melalui pendekatan ECMH ini kemudian melahirkan teori lain, yaitu *fraud on the market theory*. Adapun pengertian dari teori tersebut²⁹ :

“ The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open end developed securities market, the price of a company’s stock is determined by the available material information regarding the company and its business... Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatement..... ”

Pada teori ini penipuan pasar modal terjadi akibat dari *misrepresentation* dan *misleading*, informasi itu masuk ke pasar modal yang secara cepat merubah harga suatu saham.

Inti suatu gugatan dalam penipuan pasar modal berdasarkan *fraud on the market theory* adalah apabila terjadi *misrepresentation* dan informasi itu masuk ke pasar yang secara cepat merubah harga suatu saham. Untuk merubah harga saham tersebut, informasi yang salah tersebut harus mempengaruhi orang-orang yang mempunyai kapasitas yang dapat mempengaruhi harga saham yang diperdagangkan. Orang-orang yang mempunyai kapasitas ini menjadi ukuran dalam penentuan adanya penipuan, sebab dalam pasar modal modern harga saham tidak ditentukan oleh investor-investor amatir tetapi ditentukan oleh investor profesional.

Selain kedua teori tersebut, untuk mendukung keduanya ada baiknya dipahami juga teori tentang sistem keterbukaan wajib. Dimana Coffee sebagai penggagas dari teori ini menyebutkan bahwa untuk membenarkan prinsip keterbukaan maka suatu perusahaan harus juga menerapkan keterbukaan wajib

²⁸ Bismar Nasution, *Op.cit*, halaman 15-17.

²⁹ *Ibid*, halaman 17.

bagi informasi atas sahamnya. Keterbukaan wajib menuntut perusahaan tersebut untuk melakukan beberapa tuntutan, yaitu³⁰ :

- Sistem keterbukaan wajib dapat dilihat sebagai suatu strategi pengurangan biaya dengan konsekuensi masyarakat mensubsidi biaya pencarian guna menjamin adanya informasi dalam jumlah besar dan pengujian akurasi yang lebih baik;
- Ada dasar substansial untuk dipercaya bahwa ketidakefisienan yang lebih besar akan terjadi tanpa sistem keterbukaan yang wajib karena biaya sosial yang berlebih akan dikeluarkan investor untuk mengejar laba perdagangan;
- Teori *self induced disclosure*, teori yang menyebutkan bahwa keterbukaan yang dilakukan manajemen perusahaan sendiri untuk mencapai keuntungan perdagangan;
- Perlunya diungkapkan informasi lain untuk mengoptimalkan portfolio saham.

Oleh karena itu, penekanan prinsip keterbukaan dalam kaitannya dengan *efficient capital market hypothesis* dan *fraud on the market theory*, perlu didekati dengan teori keterbukaan wajib. Keterbukaan wajib ini dilakukan dengan memperhatikan unsur-unsur dari prinsip keterbukaan, yang diantaranya dengan mengungkapkan semua informasi yang bersifat fakta material. Suatu informasi dapat dikategorikan sebagai fakta yang bersifat material apabila, dengan fakta tersebut investor membeli, menjual atau menahan saham yang dimilikinya.

Dengan demikian, tampak pengaturan mengenai keterbukaan atau *transparansi* ini merupakan syarat mutlak yang bersifat *universal* yang ditemukan didalam dunia pasar modal. Mengingat pasar modal merupakan tempat bertemunya permintaan dan penawaran dana dalam jumlah yang sangat besar dan datang darimana saja untuk kegiatan bisnis, sudah seharusnya keterbukaan menjadi prinsip yang amat diperlukan oleh investor untuk meyakinkan dirinya mendapatkan informasi yang benar dan lengkap.

Pelanggaran terhadap pelaksanaan prinsip keterbukaan ini akan dikenakan sanksi pidana, perdata dan administratif dan oleh Bapepam. Pengenaan sanksi yang termuat dalam Undang-Undang Pasar Modal serta penegakan hukum atas setiap pelanggaran terhadap ketentuan keterbukaan atau *transparansi* ini

³⁰ John C. Coffee, Jr., "Market Failure and The Economic Case for A Mandatory System," *Virginia Law Review*, (Vol.79, 1964), halaman 721-722.

menjadikan pemegang saham atau investor terlindungi secara hukum dari praktek manipulasi dalam dunia pasar modal.

Tindakan memberikan informasi yang salah dan setengah benar berkaitan dengan kualitas informasi. Artinya, informasi yang disampaikan tidak akurat atau tidak benar atau menyesatkan, yang semata-mata ditujukan sebagai *window dressing* untuk menarik investor, dengan demikian tergolong sebagai kejahatan korporasi.³¹ Informasi demikian tidak akan memberikan gambaran dan penilaian yang memadai bagi investor untuk mengambil, melakukan pembelian atau penjualan saham. Informasi yang tidak lengkap tidak dapat dijadikan pedoman bagi investor untuk mengambil keputusan jual atau beli. Sementara itu, sikap tidak menyampaikan informasi apa-apa atau fakta material merupakan sikap yang tidak *informative* dari emiten.

Prinsip *full disclosure* ini dianut di pasar modal di seluruh dunia. Prinsip *full disclosure* bermakna sebagai kewajiban emiten, perusahaan publik, atau siapa pun yang terkait untuk mengungkapkan informasi sejelas, seakurat dan selengkap mungkin mengenai fakta material yang berkaitan dengan tindakan perusahaan atau efeknya yang berpotensi kuat mempengaruhi keputusan pemegang saham atau calon investor terhadap saham, karena informasi itu berpengaruh pada efek atau harga efeknya. Pada masa penyampaian pendaftaran, sebelum efek ditawarkan kepada publik, emiten dan penjamin pelaksana emisi harus menerapkan prinsip keterbukaan.

Untuk menghindarkan perbedaan pengertian mengenai istilah yang digunakan dalam penulisan tesis ini, maka berikut disampaikan definisi operasional dan istilah-istilah tersebut, yaitu :

Bapepam adalah otoritas tertinggi di pasar modal yang bertugas untuk melakukan pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari kegiatan pasar modal. Bapepam ini bertanggung jawab kepada Menteri Keuangan.

Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.³²

³¹ M. Irsan Nasarudin, Indra Surya, *Op.cit*, halaman 227

³² Indonesia, Undang-undang tentang Pasar Modal, *Op.cit*, pasal 1 angka (13).

Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan antara penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan untuk memperdagangkan efek diantara mereka.³³

Perseroan Terbatas adalah badan hukum yang merupakan persekutuan modal, didirikan berdasarkan perjanjian, melakukan kegiatan usaha dengan modal dasar yang seluruhnya terbagi dalam saham dan memenuhi persyaratan yang ditetapkan dalam Undang-undang Perseroan Terbatas dan peraturan pelaksanaannya.³⁴

Direksi adalah organ perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan, baik didalam maupun diluar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar.³⁵

Dewan komisaris adalah organ perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasehat kepada direksi.³⁶

Perseroan Terbuka adalah perseroan publik atau perseroan yang melakukan penawaran umum saham, sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan dibidang pasar modal.³⁷

Perseroan Publik adalah perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp.3.000.000.000,00 (tiga miliar rupiah) atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah.³⁸

Penjamin Emisi Efek adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.³⁹

Emiten adalah pihak yang melakukan penawaran umum.⁴⁰

³³ *Ibid*, pasal 1 angka (4).

³⁴ Indonesia, Undang-undang tentang Perseroan Terbatas, *Op.cit*, pasal 1 angka (1).

³⁵ *Ibid*, pasal 1 angka (5).

³⁶ *Ibid*, pasal 1 angka (6).

³⁷ *Ibid*, pasal 1 angka (7).

³⁸ Indonesia, Undang-undang tentang Pasar Modal, *Op.cit*, pasal 1 angka (22).

³⁹ *Ibid*, pasal 1 angka 17

⁴⁰ *Ibid*, pasal 1 angka 6.

Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyeteroran kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.⁴¹

Penawaran Umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tatacara yang diatur dalam undang-undang pasar modal dan peraturan pelaksanaannya.⁴²

Pernyataan Pendaftaran adalah dokumen yang wajib disampaikan kepada Badan Pengawas Pasar Modal oleh emiten dalam rangka penawaran umum atau perusahaan publik.⁴³

Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.⁴⁴

Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.⁴⁵

Prinsip keterbukaan adalah pedoman umum yang mensyaratkan emiten, perusahaan publik, dan pihak lain yang tunduk pada undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh informasi material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek dimaksud dan atau harga dari efek tersebut.⁴⁶

D. Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian

Penelitian yang dilakukan untuk mengkaji perlindungan hukum bagi calon investor atas informasi yang disajikan didalam prospektus, bertujuan untuk:

1. Untuk mengetahui bagaimana prinsip keterbukaan dapat memberikan perlindungan hukum terhadap calon investor pasar modal.

⁴¹ *Ibid*, pasal 1 angka 5.

⁴² *Ibid*, pasal 1 angka 15.

⁴³ *Ibid*, pasal 1 angka 19.

⁴⁴ *Ibid*, pasal 1 angka 26.

⁴⁵ *Ibid*, pasal 1 angka 7.

⁴⁶ *Ibid*, pasal 1 angka 25.

2. Untuk mengetahui perlindungan hukum yang diberikan kepada calon investor pasar modal atas informasi yang tercantum di prospektus.
3. Untuk mengetahui pelanggaran prinsip keterbukaan pada proses penawaran umum pada IPO PT. Adaro Energy, Tbk..

Adapun manfaat yang dapat diambil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan antara lain :

1. Sebagai tambahan literature dan bahan bacaan yang berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap calon investor pasar modal, yang diharapkan dapat berguna bagi pihak-pihak yang akan melakukan penelitian lebih lanjut.
2. Sebagai bahan kajian dan masukan bagi pemerintah dan otoritas pasar modal serta pihak-pihak terkait lainnya, terutama dalam hal membuat kebijakan-kebijakan dan peraturan-peraturan yang berguna untuk meningkatkan perlindungan hukum bagi calon investor pasar modal.
3. Sebagai penambah wawasan, pengetahuan dan bahan kajian bagi pelaku pasar modal, terutama calon investor yang ingin masuk pasar modal, sehingga diharapkan para calon investor mengetahui upaya-upaya yang dapat ditempuh dalam menghadapi pelanggaran terhadap ketentuan perlindungan hukum calon investor.

D. Metode Penelitian

Metode penelitian ialah cara atau jalan atau proses pemeriksaan atau penyelidikan yang menggunakan cara penalaran dan berpikir yang logis analitis (Logika), berdasarkan dalil-dalil, rumus-rumus dan teori-teori suatu ilmu (atau beberapa cabang ilmu) tertentu, untuk menguji kebenaran (atau mengadakan verifikasi) suatu hipotesis atau teori tentang gejala-gejala atau peristiwa alamiah, peristiwa sosial atau peristiwa hukum tertentu⁴⁷.

Metode penelitian yang dipakai dalam penyusunan tesis ini adalah metode penelitian *yuridis normatif*. Penelitian mengacu kepada norma-norma hukum yang terdapat dalam peraturan perundang-undangan, putusan otoritas

⁴⁷ C.F.G. Sunaryati Hartono, *Penelitian Hukum di Indonesia Pada Akhir Abad ke-20*, (Bandung : Penerbit Alumni, 1994) halaman 105.

pasar modal dan putusan pengadilan yang berkaitan dengan perlindungan hukum bagi calon investor pasar modal.

Dalam penelitian digunakan pendekatan kualitatif agar analisis data dapat dilakukan secara mendalam. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini berasal dari data sekunder. Data sekunder terdiri dari bahan hukum primer berupa perundang-undangan, khususnya Undang-Undang Pasar Modal dan Peraturan Bapepam, bahan hukum sekunder berupa kepustakaan, berupa bahan hukum lain yang dipublikasikan, berupa buku, majalah, jurnal, makalah, putusan-putusan dari otoritas pasar modal serta putusan-putusan pengadilan, serta bahan hukum tersier berupa kamus.⁴⁸

E. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan yang dituangkan dalam tesis ini disusun dan dibagi kedalam 5 bab, sebagai berikut :

Bab I.

Memuat pendahuluan yang memaparkan secara singkat isi keseluruhan dari tesis ini guna memberikan informasi yang bersifat umum dan menyeluruh. Secara sistematis pendahuluan terdiri dari latar belakang, perumusan masalah, kerangka teori dan konsep, tujuan penelitian dan manfaat penelitian, metode penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II.

Membahas bagaimana prinsip keterbukaan sebagai prinsip dasar dalam pasar modal. Pada bab ini dibagi menjadi tiga bagian, yaitu pengertian dari fungsi keterbukaan itu sendiri, keterbukaan dalam penyajian prospektus, dan pemahaman bagaimana calon investor harus membaca isi dari prospektus sebelum berinvestasi di pasar modal.

Bab III.

Membahas apa saja yang dapat dijadikan perlindungan hukum pada isi dari prospektus. Bab ini terbagi menjadi tiga bagian, yaitu siapa saja yang melakukan penyusunan dari prospektus, siapa saja yang bertanggung jawab kalau isi dari

⁴⁸ Soerjono Soekanto, *Pengantar Penelitian Hukum*, (Jakarta : UI Press, 1986), halaman 12.

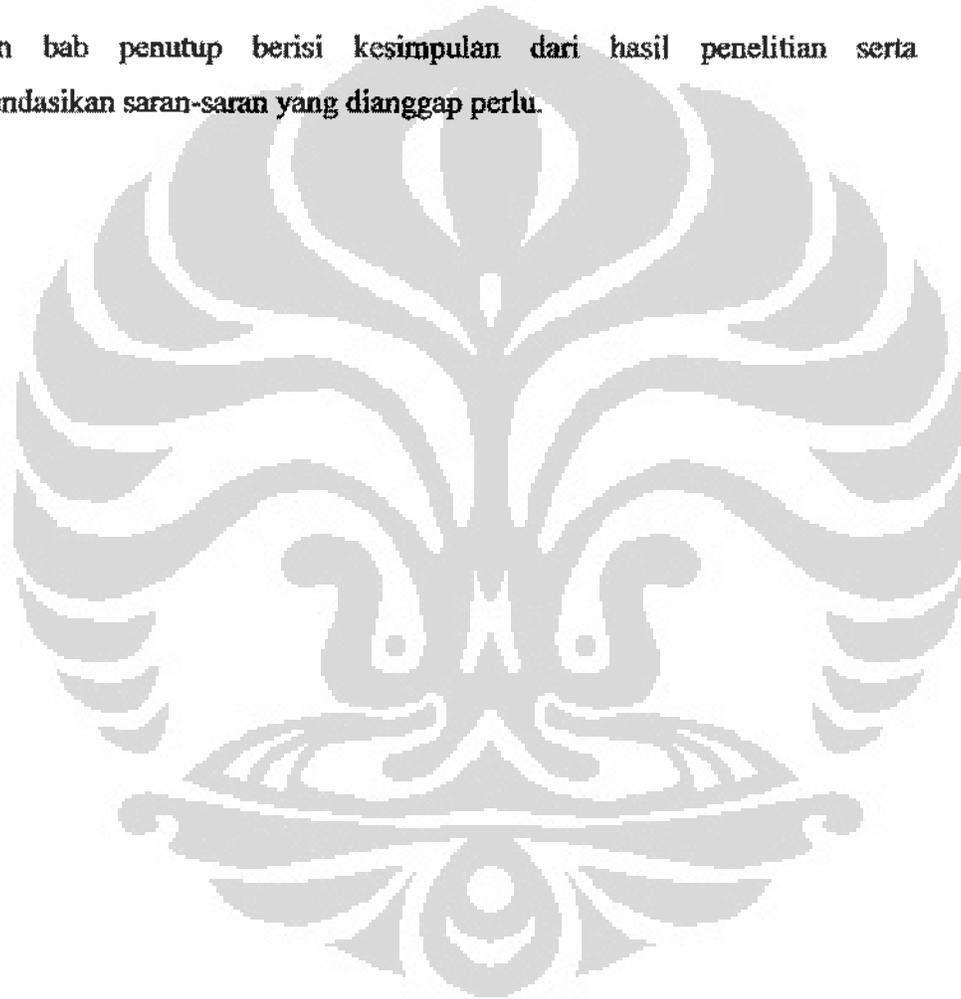
prospektus tidak benar dan jenis-jenis tanggung jawab apa saja yang harus dilakukan.

Bab IV.

Berisi analisa dan pembahasan mengenai prospektus dari penawaran umum PT.Adaro Energy, Tbk. Bab ini mengurai fakta material apa saja yang disajikan dalam prospektus Adaro, pendapat hukum yang dikeluarkan dalam prospektus Adaro.

Bab V.

Merupakan bab penutup berisi kesimpulan dari hasil penelitian serta merekomendasikan saran-saran yang dianggap perlu.



BAB II

KETERBUKAAN SEBAGAI PRINSIP PASAR MODAL

Tuntutan globalisasi dunia dan kemajuan teknologi membentuk karakter dari berbagai pasar modal dunia, dimana dalam era-globalisasi ini dapat memburamkan batas-batas negara sehingga perpindahan modal dari satu negara akan dengan cepat berpindah ke negara lain. Persamaan ketentuan-ketentuan hukum berbagai negara bisa juga terjadi disebabkan karena suatu negara mengikuti model negara lain berkaitan dengan institusi-institusi hukum baru untuk mendapatkan akumulasi modal. Sebagai contoh peraturan pasar modal berbagai negara dari “civil law” maupun dari “common law” berisikan substansi yang serupa atau tidak banyak berbeda antara satu dengan yang lain. Hal ini disebabkan karena dana yang mengalir ke pasar-pasar tersebut tidak lagi terikat dengan waktu dan batas-batas negara.¹

Globalisasi memberi pengaruh yang sangat besar terhadap kehidupan manusia, tak terkecuali dengan dunia pasar modal. Semakin terintegrasinya nilai-nilai globalisasi disuatu negara akan semakin membawa pengaruh yang besar terhadap konsep-konsep hukum di negara tersebut. Seperti yang dapat kita lihat pada pasar modal.

Globalisasi terutama globalisasi ekonomi juga menyebabkan terbentuknya globalisasi hukum, antara lain disebabkan melalui perjanjian-perjanjian internasional yang diratifikasi oleh negara-negara didunia, seperti perjanjian *General Agreement on Tariff and Trade* (GATT) yang telah diratifikasi hampir oleh seluruh negara didunia. Ketentuan-ketentuan yang terdapat di GATT tersebut kemudian diadopsi didalam kontrak-kontrak kerja yang dilakukan antara pengusaha-pengusaha lintas negara yang pada akhirnya mempengaruhi sistem hukum di negara tersebut.

¹ Ernan Rajagukguk, *Peranan Hukum Dalam Pembangunan Pada Era Globalisasi : Implikasinya Bagi Pendidikan Hukum di Indonesia*, disampaikan pada pengukuhan jabatan Guru Besar dalam bidang hukum pada Fakultas Hukum UI, Jakarta : 4 Januari 1997, halaman 14.

Globalisasi akhirnya akan memaksa semua sendi kehidupan bergerak menuju era-globalisasi. Dibantu dengan kemajuan teknologi yang sangat pesat, semakin membuat globalisasi tidak terhindarkan. Dalam kaitannya dengan pasar modal, para investor dapat memiliki akses ke pasar mana saja dan setiap saat dimana saja, dengan munculnya teknologi dibidang komputer dan telekomunikasi, sehingga memungkinkan terjadinya perdagangan global terus-menerus. Meningkatnya partisipasi global di pasar sekunder, membuat dunia usaha yang mencari modal dapat memperoleh sumber keuangan diberbagai negara dibandingkan dengan keadaan sebelumnya.¹

Perkembangan globalisasi dan teknologi tidak semata-mata dapat memberikan keuntungan tapi juga dapat membawa dampak yang merugikan, seperti diantaranya dengan semakin maraknya kejahatan yang melewati batas negara (*cross border*). Ini sesuai dengan yang terjadi pada perekonomian dunia saat ini. Perlambatan ekonomi di tahun 2008 ini dipicu oleh permasalahan penyaluran kredit kualitas rendah di negara Amerika Serikat, tetapi dikarenakan kemajuan teknologi dan perkembangan globalisasi melalui pasar modal, kemudian dapat berimbas ke berbagai pasar modal di negara lain di dunia. *Hedge Fund* yang mengelola surat berharga yang berbasis *mortgage* kualitas rendah menerbitkan obligasi ke pasar modal-pasar modal dibelahan dunia lain hingga ke pasar modal di Asia. Akibatnya ketika kredit pinjaman kualitas rendah di Amerika Serikat macet, kemudian akan menyeret harga surat berharga tersebut yang kemudian menarik kebawah indeks harga saham di pasar modal tempat dimana surat berharga diterbitkan.

Kejadian sekarang ini hanya sebagian dari sekian banyak dampak buruk akibat proses globalisasi dunia saat ini. Dan apabila diperhatikan lebih seksama lagi maka dapat dilihat bahwa globalisasi dan kemajuan teknologi secara tidak langsung dapat mempengaruhi kehidupan manusia yang tidak berkaitan langsung dengan pasar modal. Akibatnya penurunan pertumbuhan ekonomi dari terguncangnya pasar modal, memaksa pemerintah-pemerintah negara yang terimbas mengeluarkan kebijakan-kebijakan yang menekan tingkat kesejahteraan

¹ Bismar Nusution, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*, (Jakarta : Fakultas Hukum Universitas Indonesia, 2001), halaman 2.

terutama ekonomi masyarakat. Pemutusan hubungan kerja, tingginya harga kebutuhan pokok, pinjaman bank yang tinggi adalah sebagian kecil contoh.

Melihat dari berbagai permasalahan yang dapat ditimbulkan dari kejahatan lintas batas negara tersebut akibat dari kemajuan teknologi dan globalisasi, maka sangat diperlukan struktur mekanisme pasar modal yang likuid dan efisien, yang dapat menarik investor dari berbagai negara untuk menanamkan dananya dan sekaligus melindungi berbagai kepentingan yang terdapat didalamnya. Untuk mewujudkan kondisi tersebut banyak pasar modal di dunia menempuh cara-cara yang antara lain dengan² :

- Meningkatkan keterbukaan;
- Meningkatkan infrastruktur pasar;
- Memperbaiki proses kliring dan penyelesaian transaksi;
- Mendiwersifikasi jenis instrumen yang diperdagangkan;
- Meningkatkan pelayanan nasabah dan teknologi.

Dari semua cara tersebut, banyak pasar modal di dunia lebih memfokuskan kepada peningkatan penerapan prinsip keterbukaan guna menarik kepercayaan masyarakat agar melakukan investasi di pasar modal mereka. Untuk maksud tersebut beberapa negara telah mengadakan pembaharuan terhadap undang-undang pasar modal mereka. Misalnya, "*Federal Securities Exchange*" dan "*Securities Trading Act*" (*SEA*) yang berlaku di negara Swiss telah mengalami perubahan penting yang mulai efektif berlaku 1 januari 1995. Tujuan perubahan peraturan ini adalah untuk membuat pasar modal efisien, fair, dan jujur dengan cara melakukan keterbukaan agar dapat memberi jaminan perlindungan investor.³ Negara Jerman juga melakukan perubahan terhadap regulasi mereka untuk menunjang prinsip keterbukaannya, "*The German Securities Trading Act*" tahun 1994. Perubahan peraturan ini dititikberatkan pada menciptakan efisiensi peraturan pasar modalnya dengan memberikan penekanan pengaturan pada prinsip keterbukaan.⁴ Begitu juga dengan negara Belanda, mereka juga melakukan perubahan terhadap regulasi pasar modal. Belanda mengeluarkan "*Wet Toezicht*

² Bapepam, *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004*, (Jakarta : Bapepam, 1999), halaman 17.

³ Bismar Nasution, *Op.cit*, halaman 3-4

⁴ Bismar Nasution, *Loc.cit*.

Effectenverkeer" pada 7 maret 1991 dan mulai berlaku 15 juni 1992.⁵ Brazil selaku negara yang berasal dari wilayah Amerika Selatan juga melakukan perubahan terhadap regulasi pasar modal untuk menunjang prinsip dari keterbukaan ini.⁶ Jepang salah satu negara dari Asia juga melakukan perubahan terhadap regulasi pasar modalnya.⁷

Pada beberapa negara, mereka melakukan perubahan yang berpedoman kepada regulasi yang terdapat di negara Amerika Serikat. Hal ini disebabkan karena pasar modal Amerika Serikat mempunyai pengalaman yang jauh lebih lama dibandingkan dengan pasar modal-pasar modal yang ada di negara lainnya. "*Securities Act 1933*" dan "*Securities Exchange Act 1934*" merupakan salah satu regulasi yang mengatur pasar modal tertua didunia. Kedua regulasi di Amerika ini juga telah teruji dengan sudah melewati berbagai resesi,⁸ oleh sebab itu dijadikan pedoman oleh beberapa negara termasuk diantaranya dengan Indonesia. Regulasi pasar modal di Indoensia sendiri dituangkan dalam Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995.

Substansi undang-undang pasar modal di Indonesia dalam banyak hal mirip dengan "*Securities Act 1933*" dan "*Securities Exchange Act 1934*." Kemiripan tersebut bukan saja dalam beberapa elemennya, tetapi terdapat persamaan dalam beberapa istilah. Istilah-istilah yang ada dalam "*Securities Act 1933*" dan "*Securities Exchange Act 1934*" yang diterjemahkan ke dalam bahasa indonesia dalam Undang-Undang Pasar Modal Indonesia, misalnya antara lain istilah "*disclosure*" diterjemahkan menjadi "keterbukaan", "*prospectus*" diterjemahkan menjadi "prospektus", "*insider trading*" diterjemahkan menjadi "perdagangan orang dalam", "*insider*" diterjemahkan menjadi "orang dalam", "*material fact*" diterjemahkan menjadi "fakta material", dan "*misleading*" diterjemahkan menjadi "menyesatkan".⁹

Pada mulanya sebelum keluarnya UUPM No.8 Tahun 1995, peraturan yang mengatur tentang kegiatan pasar modal diatur dengan Undang-Undang Nomor 15 tahun 1952 tentang penetapan undang-undang darurat tentang bursa

⁵ *Loc.cit.*

⁶ *Loc.cit.*

⁷ *Loc.cit.*

⁸ *Ibid*, halaman 5-8.

⁹ *Ibid*, halaman 12.

(LN Tahun 1951 Nomor 79). Seiring berjalannya waktu, ketentuan yang mengatur tentang bursa tersebut dirasakan sudah tidak relevan lagi mengikuti perkembangan teknologi dan globalisasi, yang disebabkan karena tidak mengatur hal-hal yang sangat penting dalam kegiatan pasar modal, sebagai contoh yaitu kewajiban pihak-pihak dalam suatu penawaran umum untuk memenuhi prinsip keterbukaan, serta terutama ketentuan-ketentuan yang mengatur tentang perlindungan kepada masyarakat umum. Oleh karenanya sudah seharusnya ketentuan-ketentuan tentang kegiatan di pasar modal diatur dalam suatu undang-undang yang baru, dengan tetap mengacu pada Pancasila dan Undang-Undang Dasar 1945, yaitu Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995.¹⁰

Pada akhirnya dapat disimpulkan bahwa negara-negara didunia baik langsung ataupun tidak langsung dipaksa untuk menyesuaikan diri untuk melakukan perubahan terhadap regulasi mereka terutama pada bidang pasar modal, yang diakibatkan oleh globalisasi dunia, dan semuanya bermuara pada prinsip keterbukaan atau transparansi. Mengatasi masalah prinsip keterbukaan tersebut bertujuan untuk memfungsikan arus informasi ke pasar dan menciptakan informasi yang akurat. Dengan ini pelaku pasar dapat melakukan *market discipline* berdasarkan keterbukaan informasi.¹¹

Mekanisme pasar modal sangat bergantung kepada keterbukaan informasi yang disajikan oleh emiten untuk sahamnya. Informasi yang tersedia tersebut kemudian akan secara otomatis membentuk harga pasar (*market value*) terhadap saham yang bersangkutan. Oleh karenanya prinsip keterbukaan dalam pasar modal akan sangat penting dan berpengaruh.

Prinsip keterbukaan telah menjadi fokus sentral dari pasar modal,¹² undang-undang pasar modal di Indonesia juga mengatur tentang prinsip keterbukaan sehingga investor dan pelaku-pelaku bursa lainnya mempunyai informasi yang cukup dan akurat untuk mengambil keputusan.¹³

Namun, jika diperhatikan secara mendalam ternyata beberapa peraturan yang terdapat dalam Undang-Undang Pasar Modal Indonesia Nomor 8

¹⁰ Indonesia, "Penjelasan Undang-Undang Tentang Pasar Modal," *UU No.8 Tahun 1995*, (Jakarta : LN No.64 Tahun 1995) bagian umum paragraph 5.

¹¹ Linda Allen, *Capital Markets and Institutions: A Global View*, (New York, Singapore, Toronto : John Wiley & Sons, Inc, 1977), halaman 38.

¹² Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law, Second edition*, (New York : Matthew Bender & Co, inc, 1997), halaman 1.

¹³ *Ibid*, halaman 1239.

tahun 1995 masih bersifat sumir atau tidak cukup terperinci. Undang-undang Pasar Modal Indonesia yang demikian itu membuka celah yang bisa dimanfaatkan oleh mereka yang tidak beritikad baik. Dengan kata lain, karena tidak terperincinya standar penentuan fakta material sangat berpotensi terhadap pelanggaran prinsip keterbukaan yang pada akhirnya dapat menimbulkan perbuatan curang dalam penjualan saham dengan merugikan investor. Ketentuan standar penentuan fakta material dan ketentuan perbuatan curang adalah napas hukum pasar modal.¹⁴

Apabila suatu kejadian sulit untuk ditentukan sebagai suatu informasi atau fakta material, maka konsep kewajiban untuk menyampaikan informasi itu menjadi terhambat. Suatu informasi termasuk kedalam fakta materil tergantung dari beberapa faktor berikut¹⁵ :

1. Suatu informasi dianggap fakta material, apabila informasi tersebut dianggap penting oleh para pemegang saham. Bukan semata-mata apa yang ingin mereka ketahui. Bila fakta yang dihilangkan atau pernyataan yang tidak benar itu secara substantif mungkin berarti mengubah informasi yang menjadi milik masyarakat, maka fakta tersebut adalah fakta material;
2. Segala bentuk informasi yang spesifik tentang emiten (*firm-specific*). Standar informasi yang bersifat *firm-specific* ini merupakan standar baru, suatu terobosan terhadap standar fakta material sebagaimana yang diatur oleh *federal securities laws*. Berdasarkan standar baru ini, kewajiban penyampaian informasi tidak lahir berdasarkan *federal securities laws*, tetapi berdasarkan adanya informasi yang bersifat *firm-specific*. Suatu informasi itu tidak dapat menjadi material, kecuali informasi tersebut memiliki *firm-specific*;¹⁶
3. Suatu informasi termasuk kedalam fakta material apabila informasi tersebut dapat merubah harga saham.

Pengungkapan fakta material yang sesuai dengan ketentuan yang berlaku akan mendukung prinsip keterbukaan yang sudah menjadi elemen dasar dalam pasar modal.

¹⁴ Peter D.Santori, "Leveling Investment Company Share Via an of the Page Prospectus : Leveling the Playing Field or Diminishing Investor Protection," *The Journal of Corporation*, (Winter, 1995), halaman 248.

¹⁵ Bismar Nasution, *Op.cit*, halaman 13-15.

¹⁶ Lawrence A.Cunningham, "Firm Specific Information and Federal Securities Laws : A Doctrinal, Etymological, and Theoretical Critique," *Tulane Law Review*, (Vol 68, 1994), halaman 1410-1411.

Penekanan untuk mencermati pelaksanaan prinsip keterbukaan dalam pasar modal Indonesia adalah langkah yang tepat dilakukan, mengingat terdapatnya berbagai masalah yang timbul dalam pelaksanaan prinsip keterbukaan tersebut. Tanpa upaya pembenahan prinsip keterbukaan terhadap masalah-masalah yang timbul menyebabkan tujuan prinsip keterbukaan tidak tercapai, dan pada akhirnya mengakibatkan pasar modal mengalami *distorsi* atau tidak menjadi efisien.

A. Fungsi Prinsip Keterbukaan

Pengungkapan informasi tentang fakta material secara akurat dan penuh tanggung jawab, diperkirakan dapat merealisasikan fungsi prinsip keterbukaan dan mengantisipasi timbulnya pernyataan menyesatkan (*misleading*) bagi investor. Sedikitnya terdapat 3 fungsi dari ditegakannya prinsip keterbukaan, yaitu¹⁷ :

1. Memelihara kepercayaan masyarakat terhadap pasar modal;
2. Menciptakan pasar modal yang efisien dan likuid;
3. Untuk mencegah terjadinya penipuan yang dapat merugikan investor pasar modal.

Ketiga fungsi ini akan tercipta dengan sendirinya seandainya setiap unsur dari pasar modal memahami dan menerapkan prinsip keterbukaan pada kegiatan mereka sehari-hari.

A.1. Kepercayaan Masyarakat

Kepercayaan masyarakat merupakan kunci penting yang dapat mensukseskan terselenggaranya pasar modal yang efisien dan likuid. Tanpa ada kepercayaan masyarakat, tidak mungkin terjadi investasi dalam pasar modal. Secara harfiah pengertian pasar modal adalah pertemuan antara penawaran dan permintaan, apabila kepercayaan masyarakat tidak dapat dibangun maka sudah barang tentu tidak adanya permintaan, tidak adanya permintaan maka penawaran

¹⁷ Bismar Nasution, *Op.cit.*, halaman 31

tidak akan muncul. Untuk itu semua unsur pasar modal harus bersama-sama membangun kepercayaan masyarakat. Karena apabila terjadi krisis “kepercayaan” atau “ketidakpercayaan” investor kepada pasar modal dan perekonomian, maka investor menarik modal mereka dari pasar yang akibatnya pasar dan perekonomian akan rusak keseluruhan.

Salah satu fungsi prinsip keterbukaan, disamping menciptakan pasar yang efisien dan perlindungan investor adalah menjaga kepercayaan investor. Fungsi penegakan prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor sangat relevan ketika munculnya ketidakpercayaan publik terhadap pasar modal, yang pada gilirannya mengakibatkan pelarian modal (*capital flight*) secara besar-besaran dan seterusnya dapat mengakibatkan kehancuran pasar modal (bursa saham). Sebab ketiadaan keterbukaan atau ketertutupan informasi akan menimbulkan ketidakpastian bagi investor. Akibatnya investor sulit mengambil keputusannya untuk berinvestasi melalui pasar modal. Hal ini sesuai dengan pendapat, bahwa apabila makin jelas informasi perusahaan, maka keinginan investor untuk berinvestasi semakin tinggi. Sebaliknya ketiadaan atau ketertutupan informasi dapat menimbulkan keragu-raguan investor untuk berinvestasi. Oleh karena itu, tujuan prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor dalam pasar modal merupakan suatu hal yang penting.

Keadaan ketidakpercayaan investor terhadap pasar modal pernah terjadi di Amerika Serikat, tepatnya pada tahun 1929 – 1934, yang mengakibatkan investor melarikan modalnya dari pasar modal Amerika Serikat. Beberapa tahun yang lalu ketidakpercayaan investor tersebut muncul lagi setelah kejadian-kejadian dalam skandal akuntansi perusahaan publik di pasar modal Amerika Serikat, seperti yang terjadi pada kasus Enron, Xerox, WorldCom dan Merck.¹⁸

Krisis kepercayaan terhadap pasar modal juga sering terjadi di Indonesia. Pada tahun 2005 sebagai contoh, pernah terjadi penurunan tajam terhadap pasar modal Indonesia (*crash*) dimana indeks harga saham gabungan di Indonesia mengalami penurunan tajam hampir 40 persen dari total likuiditas pasar modal, hal ini disebabkan karena berkembangnya rumor bahwa Bank Global tidak dapat melunasi kewajibannya kepada nasabah akibat dari penyalahgunaan fungsi

¹⁸ Bismar Nasution, “Napas Pelaksanaan Prinsip Keterbukaan”, *Majalah Ombudsman*, (Jakarta : Edisi 31 Maret 2002).

dan wewenang direksi Bank Global. Seperti diketahui akhirnya pada waktu itu Bank Indonesia menutup izin usaha bank Global melalui Surat Keputusan Gubernur BI nomor 7/2/KEP-GBI/2005 mulai 13 Januari 2005 setelah berbagai upaya penyelamatan dilakukan. Bank Global mengalami masalah kecukupan modal karena adanya kredit dan surat berharga fiktif. Rasio kecukupan modal (CAR) bank terakhir mencapai negatif 39,11 persen.¹⁹ Tetapi sebelum dilakukan pembekuan, pasar modal waktu itu mengalami penurunan yang sangat tajam sebagai akibat ketidakpercayaan masyarakat terhadap kinerja pasar modal.

Contoh berikutnya yang terjadi pada agustus 2007. Pada akhir bulan juli salah satu lembaga keuangan terbesar di Amerika "Citigroup" mengumumkan bahwa mereka telah mengalami penurunan keuntungan pada kuartal kedua, hal ini memicu rumor di pasar modal bahwa kemungkinan akan terjadi resesi di Amerika yang nanti akan berpengaruh ke pasar modal dunia. Rumor ini kemudian mengguncang pasar modal di seluruh dunia tidak terkecuali dengan pasar modal Indonesia. Awal bulan agustus satu persatu pasar modal di dunia mengalami penurunan indeks, diawali dari pasar modal yang terdapat di eropa, kemudian berimbas ke pasar modal yang terdapat di jepang, hongkong, India dan masuk ke Indonesia. Semua imbas ini haya terjadi dalam hitungan jam, dan puncak penurunan terjadi pada tanggal 16 agustus 2007, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Indonesia mengalami penurunan yang tertajam dalam 10 tahun terakhir sebesar 20 persen.

Untuk mengatasi keadaan yang demikian itu maka peraturan prinsip keterbukaan harus ditegakkan. Karena peraturan prinsip keterbukaan secara substansial dapat memberikan informasi pada saat-saat yang telah ditentukan, dan yang lebih penting peraturan prinsip keterbukaan mengatur tentang pengawasan, waktu, tempat, dan dengan cara bagaimana perusahaan melakukan keterbukaan.²⁰

Pembenaran prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia, yaitu agar kualitas informasi semakin terpercaya dan semakin tepat waktu, akses investor terhadap

¹⁹ Koran Tempo, *Global Bermasalah*, (Jakarta : Tempo Group, 2007).

²⁰ Frank H.Easterbrook dan Daniel R.Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, (Cambridge, Massachusetts, London : Harvard University Press, 1996) halaman 296.

informasi semakin terbuka luas dan biaya untuk memperoleh informasi semakin murah.²¹

Penegakan prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor sebagai faktor fundamental, bukan satu-satunya pendekatan untuk menjaga kepercayaan masyarakat terhadap kondisi pasar modal. Faktor lain yang dapat mempengaruhi kepercayaan masyarakat terhadap pasar modal yang direfleksikan dengan banyaknya permintaan, kaitannya banyak permintaan akan secara otomatis akan menarik harga suatu saham, tetapi harga saham juga dipengaruhi oleh faktor teknis. Faktor teknis, seperti psikologis dan emosi juga mempengaruhi harga saham.²² Misalnya berkenaan dengan keadaan ekonomi, keadaan politik, kebijakan pemerintah dan rumor. Pendekatan teknis sebagai aliran kedua setelah pendekatan fundamental, menyatakan bahwa investor adalah makhluk yang irrasional. Bursa pada dasarnya adalah cerminan *mass behavior*. Seorang individu yang bergabung dalam suatu massa, bukan hanya kehilangan rasionalitasnya, tetapi juga seringkali melebur identitas pribadi kedalam identitas kolektif. Harga saham sebagai komoditas perdagangan dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran. Pada gilirannya permintaan dan penawaran merupakan manifestasi dari kondisi psikologis investor.²³

Menjaga kesinambungan berjalannya prinsip keterbukaan di pasar modal dan menjaga faktor teknis seperti psikologis dan emosi investor, kemudian akan mengantar kita ke fungsi prinsip keterbukaan berikutnya, yaitu menciptakan pasar modal yang efisien dan likuid.

A.2. Pasar Modal Likuid dan Efisien

Penerapan prinsip keterbukaan yang konsisten dari unsur-unsur pasar modal akan memunculkan kepercayaan masyarakat terhadap pasar modal. Kepercayaan masyarakat ini harus dijaga secara berkesinambungan.

Menurut Coffee, pasar yang efisien berkaitan dengan sistem keterbukaan wajib. Sistem keterbukaan wajib berusaha menyediakan informasi

²¹ Hasan Zein, "CMS dan Pengembangan Pasar Modal Indonesia," dalam Indra Safitri, ed, *Catatan Kolum Zein Buku Pertama*, (Jakarta : Go Global Book Publishing Division Safitri & Co), halaman 30.

²² Sjahrir, *Analisis Bursa Efek*, (Jakarta : PT.Gramedia Pustaka Utama, 1995), halaman 16-17.

²³ Sjahrir, *Tinjauan Pasar Modal*, (Jakarta : PT.Gramedia Pustaka Utama, 1995), halaman 229.

teknis bagi analisis saham dan profesional pasar. Hal ini wajar karena mereka merupakan penggerak pasar yang efisien. Disamping untuk menyediakan informasi teknis bagi analisis saham dan profesional pasar, Coffee mengatakan bahwa sistem keterbukaan wajib berkaitan dengan kepentingan individu. Menurutnya, keterbukaan yang dilakukan secara terperinci bagi investor individu mempengaruhi analisis fundamental terhadap penilaian suatu tingkat risiko portfolio.

Dalam suatu pasar yang efisien seluruh informasi publik yang disampaikan secara cepat dan penuh direfleksikan terhadap harga saham. Sebagai contoh, pengumuman tentang keuntungan merupakan suatu informasi yang sangat bernilai. Apabila pasar suatu saham tidak efisien maka pengumuman keuntungan tidak serta merta merefleksikan harga saham. Mengukur efisiensi harga saham suatu perusahaan dapat dilakukan melalui menganalisa reaksi terhadap harga saham setelah pengumuman keuntungan tersebut.

Tingkat efisiensi harga suatu saham adalah hasil kompetisi dalam pasar modal terhadap saham tersebut. Penggerak efisiensi adalah berkaitan dengan faktor-faktor yang mencerminkan dan memfasilitasi kompetisi tersebut, seperti kesediaannya informasi terhadap saham, biaya transaksi, jumlah pedagang dan volume perdagangan. Beberapa penggerak efisiensi, telah disebutkan oleh beberapa pengadilan di negara Amerika Serikat, bergantung kepada beberapa faktor yang bila disimpulkan²⁴ :

1. Volume perdagangan saham bersangkutan (*volume trade*);
2. Jumlah pembentuk saham (*number of market makers*);
3. Besarnya perusahaan penerbit saham (*firm size*);
4. Penyebaran penawaran-permintaan dan variabilitas pendapatan (*bid-ask spread and return variability*);
5. Tingkat harga saham tersebut (*price level*);
6. Jumlah analisis yang mengikuti perkembangan saham (*number of analysts following the stock*);
7. Investor institusional (*institutional investor*);

²⁴ Bismar Nasution, *Op.cit*, halaman 58-62.

Untuk lebih memahami secara keseluruhan informasi-informasi yang dapat menciptakan pasar yang efisien dapat dilakukan melalui pendekatan *efficient capital market hypothesis (ECMH)*.

Menurut pendekatan ECMH, pasar saham selalu dalam keadaan ekuilibrium dan harga-harga saham pada setiap saat mencerminkan sepenuhnya informasi yang dapat dipantau dan dengan sekejap dan tanpa bias bereaksi secara random pada nilai-nilai ekuilibrium. Harga saham tercipta dari nilai-nilai informasi yang fundamental atau analisis fundamental. Artinya harga diestimasi dari nilai intrinsik suatu saham yang dicerminkan dari fakta-fakta fundamental perusahaan. Sedangkan nilai-nilai intrinsik ditentukan dari laba per saham, deviden, per saham, struktur permodalan dan potensi pertumbuhan.

Analisis fundamental tersebut bertolak belakang dari anggapan dasar bahwa setiap investor adalah makhluk rasional. Karena itu seorang fundamentalis mencoba mempelajari hubungan antara saham dengan kondisi perusahaan.²⁵ Maka investor yang melakukan analisis fundamental dapat melihat prospek perusahaan dengan mengkaji nilai yang akan datang dan menganalisis nilai itu apakah mengakibatkan harga bereaksi.

Aliran pendekatan fundamental yang melakukan perhitungan secara akuntansi ini termasuk dalam teori pasar yang efisien (*the efficient market theory*) dalam kategori bentuk semi kuat (*the semistrong efficient market hypothesis*), yang menyatakan bahwa ekuilibrium harga saham di pasar secara sederhana direfleksikan oleh seluruh informasi publik yang tersedia. Dari sudut analisis fundamental, untuk memperoleh gambaran kondisi perusahaan, para pelaku bursa harus memperoleh informasi yang bersifat fundamental, yaitu informasi yang menggambarkan keadaan suatu perusahaan dan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi perusahaan. Informasi-informasi tersebut antara lain :

- Kemampuan manajemen perusahaan;
- Prospek perusahaan;
- Prospek pemasaran;
- Perkembangan teknologi;
- Kemampuan menghasilkan keuntungan;

²⁵ Marzuki Usman, Djoko Koesnadi, Arys Liyas, Hasan Zein, et al, *AEC Pasar Modal Indonesia*. (Jakarta : Lembaga Pengembangan Perbankan dan Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia Cabang Jakarta, 1990), halaman 172.

- Manfaat terhadap perekonomian nasional;
- Kebijakan pemerintah;
- Hak dan kewajiban investor.

Suatu informasi dapat diperoleh dengan mudah oleh investor, berarti informasi tersebut masuk ke pasar dengan nilai kebenaran yang sangat akurat. Dalam kaitannya dengan cara memperoleh informasi oleh para pelaku pasar dan mekanisme penciptaan harga yang akurat, harus mempertimbangkan teori dari ECMH, dimana sebuah pembenaran dari prinsip keterbukaan adalah berdasarkan pertimbangan terciptanya efisiensi. Dan berdasarkan pertimbangan efisiensi tersebut akan membatasi perhatian terhadap persoalan-persoalan yang berkaitan dengan sistem keterbukaan wajib dari pemilik informasi. Dalam hal ini, yang menjadi fokus dari keterbukaan wajib adalah *fairness* dan efisiensi karena pendukung sistem keterbukaan wajib secara historis membuat penekanan terhadap *fairness* dan efisiensi.

Keterbukaan wajib yang menghasilkan informasi-informasi yang dapat membentuk pasar modal yang efisien akan secara tidak langsung melahirkan pasar modal yang likuid. Pasar modal efisien akan memancing investor-investor baru yang kemudian akan menambah volume perdagangan dari pasar modal tersebut, sehingga likuiditas dari pasar modal akan menjadi lebih besar dan terjaga.

Setelah prinsip keterbukaan berjalan berkesinambungan dan akhirnya menciptakan pasar modal yang efisien dan likuid, maka diperlukan suatu cara agar proses ini berjalan secara terus menerus tanpa harus mengurangi makna dari kedua fungsi tersebut. Untuk itu diperlukan suatu tindakan yang dapat melindungi kepentingan dari investor, tidak hanya untuk investor pemula tetapi perlindungan untuk investor secara keseluruhan. Hal ini kemudian mengarahkan setiap unsur dari pasar modal untuk menjaga kepentingan investor, yaitu dengan mencegah terjadinya penipuan. Dan salah satu fungsi dari prinsip keterbukaan adalah pencegahan penipuan untuk menciptakan perlindungan bagi investor.

A.3. Perlindungan Investor

Setiap pasar modal di dunia merubah regulasi tentang pasar modalnya sebagai reaksi atas dukungan terhadap prinsip keterbukaan. Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, dimana setiap negara didunia telah melakukan perubahan terhadap regulasi pasar modalnya terutama yang berkaitan dengan prinsip keterbukaan tidak terkecuali dengan Indonesia.

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, telah mengatur dengan jelas bahwa didalam pasar modal Indonesia terdapat ketentuan tentang perlindungan terhadap investor, yang satu diantaranya adalah ketentuan yang mewajibkan emiten untuk memberikan semua informasi yang dapat merubah harga suatu saham dan keputusan investor.²⁶

Sebelum disahkannya Undang-undang Pasar Modal Nomor 8 tahun 1995, ketentuan yang mengatur tentang keterbukaan informasi di pasar modal didasarkan pada ketentuan yang terdapat di KUHP dan KUHPer. KUHP sendiri tidak secara eksplisit mengatur tentang keterbukaan informasi di pasar modal, sehingga tidak menjamin dapat memberikan jaminan hukum bagi investor di pasar modal. Begitu juga dengan di KUH Perdata, tidak mengatur secara eksplisit tentang keterbukaan informasi tetapi hanya mengatur ketentuan-ketentuan tentang pembatalan perjanjian saja, akibatnya sangat tidak relevan untuk diterapkan di pasar modal.

Dalam transaksi di pasar modal, sebuah transaksi didasarkan dari informasi yang didapat dari pasar modal itu sendiri dan informasi yang disajikan tersebut tidak hanya informasi-informasi yang diumumkan dari pihak perusahaan tapi juga informasi-informasi yang dikeluarkan bukan oleh pihak yang terkait dengan perusahaan tersebut, akibatnya informasi yang didapat oleh investor belum tentu informasi yang bersifat material. Untuk kejadian ini, ada kemungkinan terbentuknya *misrepresentation* dari informasi yang diterima oleh investor.

Didalam KUHPerdata ketentuan yang mengatur tentang *misrepresentation* hanya sebatas membatalkan perikatan perjanjiannya saja, tetapi

²⁶ Indonesia, *Undang-Undang tentang Pasar Modal*, UU No.8 Tahun 1995, I.N No.64 tahun 1995, pasal 1 angka 25.

tidak dapat mencegah tindakan *misrepresentation* tersebut. Perlindungan investor yang didapat, hanya dilihat dari sisi ketentuan perjanjian saja, perjanjian itu dikaitkan dengan ketentuan unsur kesepakatan sebagai salah satu syarat sahnya suatu perjanjian. Untuk sahnya suatu perjanjian diperlukan empat syarat²⁷ :

1. Sepakat mereka yang mengikatkan dirinya;
2. Kecakapan untuk membuat suatu perikatan;
3. Suatu hal tertentu;
4. Suatu sebab yang halal.

Bila dikaitkan dengan transaksi yang terdapat di pasar modal, pada saat investor membuat kesepakatan telah terdapat penipuan yang pada akhirnya menimbulkan kesesatan. Artinya penipuan yang dilakukan salah satu pihak menimbulkan kesesatan pihak lainnya dalam pemberian kesepakatan perjanjian, sehingga dapat mengakibatkan pembatalan perjanjian.²⁸ Apabila perjanjian diperoleh disertai dengan penipuan, maka perjanjian itu mempunyai "cacat kehendak," dan hal ini yang membuat perjanjian itu dapat dibatalkan.²⁹

Misrepresentation ini kemudian dapat dipergunakan menjadi media untuk tindakan penipuan, sekalipun penipuan ini tidak dilakukan langsung kepada investor tetapi hanya disebarakan di pasar modal. Untuk itu diperlukannya sebuah ketentuan yang mengatur tentang *anti fraud* di pasar modal.

Oleh karenanya, dibentuklah suatu peraturan dalam pasar modal yang isinya terdapat ketentuan yang mengatur tentang perlunya prinsip keterbukaan informasi. Salah satu bagian dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal yang mendukung prinsip keterbukaan antara lain adalah :

- Pasal 1, dimana dalam pasal ini diberikan definisi yang sangat jelas tentang istilah-istilah yang terdapat di undang-undang pasar modal ini, hal ini dilakukan untuk mencegah terjadinya perbedaan pandangan. Sebagai contoh yang terkait dengan prinsip keterbukaan, seperti yang tercantum pada angka 7:

"Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai suatu peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan

²⁷ Belanda, "Terjemahan Kitab Undang-Undang Hukum Perdata oleh Prof. R.Subekti,S.H.," *Burgerlijk Wetboek*, (Jakarta : PT.Pradnya Paramita, 1999), pasal 1320.

²⁸ Belanda, *Ibid*, pasal 1328.

²⁹ LS Adiwimarta, *Pengantar Hukum Perdata*, (Jakarta : CV.Rajawali, 1984), halaman 150.

pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut."

angka 25 :

"Prinsip keterbukaan adalah pedoman umum yang mensyaratkan emiten, perusahaan public, dan pihak lain yang tunduk pada undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh informasi material mengenai usahanya atau efek-efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek dimaksud dan atau harga dari efek tersebut"

Prospektus juga dapat dikategorikan sebuah media untuk memberikan perlindungan terhadap investor, untuk itu didalam pasal 1 juga dijelaskan definisi dari prospektus yang tertuang dalam angka 26 :

"Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek"

- Pasal 78, pasal yang mengatur tentang aturan pembuatan prospektus yang mendukung juga prinsip-prinsip dari keterbukaan. Seperti yang tertera pada angka 1 yaitu :

"Setiap prospektus dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material atau tidak memuat keterangan yang benar tentang fakta material yang diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan."

Angka 2 :

"Setiap pihak dilarang menyatakan, baik langsung maupun tidak langsung, bahwa Bapepam telah menyetujui, mengizinkan, atau mengesahkan suatu efek, atau telah melakukan penelitian atas berbagai segi keunggulan atau kelemahan dari suatu efek."

- Pasal 79, juga salah satu ketentuan dalam Undang-Undang Pasar Modal Indonesia yang mendukung prinsip keterbukaan yang isinya berbunyi :

"Setiap pengumuman dalam media massa yang berhubungan dengan suatu penawaran umum dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material dan atau tidak memuat pernyataan tentang fakta material yang diperlukan, agar keterangan yang dimuat didalam pengumuman tersebut tidak memebrikan gamabaran yang menyesatkan."

- Pasal 89, ketentuan yang mengatur tentang kewajiban menyampaikan informasi untuk umum sebagai pendukung teori keterbukaan wajib Coffee, yang isinya (angka 1) :

"Informasi yang wajib disampaikan oleh setiap pihak kepada Bapepam berdasarkan ketentuan undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya tersedia untuk umum."

Dalam peraturan perundang-undangan pasar modal Indonesia terdapat juga ketentuan yang secara tegas melarang tindakan penipuan yang merugikan investor. Hal ini sesuai dengan fungsi dari prinsip keterbukaan. Ketentuan ini diwakili dengan pasal-pasal berikut :

- Pasal 90, berisi ketentuan yang harus diterapkan seluruh dari unsure pasar modal. Isinya :

"Dalam kegiatan perdagangan efek, setiap pihak dilarang secara langsung atau tidak langsung :

- a. Menipu atau mengelabui pihak lain dengan menggunakan sarana dan atau cara apapun;*
- b. Turut serta menipu atau mengelabui pihak lain, dan*
- c. Membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta yang material atau tidak mengungkapkan fakta yang material agar pernyataan yang dibuat tidak menyesatkan mengenai keadaan yang terjadi pada saat pernyataan dibuat dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau pihak lain atau dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli atau menjual efek."*

- Pasal 91, berisi ketentuan yang melarang segala bentuk pernyataan yang menyesatkan, yang isinya :

"Setiap pihak dilarang melakukan tindakan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek di bursa efek."

- Pasal 92,

"Setiap pihak, baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama dengan pihak lain, dilarang melakukan 2 transaksi efek atau lebih, baik langsung maupun tidak langsung, sehingga menyebabkan harga efek di bursa efek tetap naik, atau turun dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual, atau menahan efek."

- Pasal 93,

"Setiap pihak dilarang, dengan cara apapun, membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga efek di bursa efek apabila pada saat pernyataan dibuat atau keterangan diberikan :

- a. Pihak yang bersangkutan mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pernyataan atau keterangan tersebut secara material tidak benar atau menyesatkan; atau*
- b. Pihak yang bersangkutan tidak cukup berhati-hati dalam menentukan kebenaran material dari pernyataan atau keterangan tersebut."*

Dilain hal, bila suatu negara walaupun telah mempunyai peraturan *anti fraud*, tetapi tidak mempunyai peraturan keterbukaan wajib bagi perusahaan publik akan dapat merugikan investor. Dalam keadaan seperti itu perusahaan dapat memberikan informasi sepanjang ia bersedia atau ia dapat diam tanpa adanya suatu informasi atau memberikan informasi tidak tepat waktu. Apabila ketentuan prinsip keterbukaan ini tidak ada maka kecenderungan untuk penipuan tersebut sulit dihindari.

Perlu ditetapkan ketentuan yang spesifik mengenai *anti fraud* dalam transaksi saham yang pada dasarnya merupakan alat pelindung hukum dan untuk mencegah tindakan semena-mena kepada investor publik, atau melindungi investor dari praktek-praktek perbuatan curang. Ketentuan spesifik untuk *anti fraud* tersebut adalah dengan menetapkan ketentuan pelaksanaan prinsip keterbukaan, yang memberikan akses yang sama dan menyederhanakan penyampaian informasi, sehingga semua dapat memahaminya dan menyelesaikan masalah.

Cara penyamaan akses terhadap informasi diantara investor akan dapat mencegah terjadinya penipuan. Penyamaan akses terhadap informasi tersebut adalah suatu yang dibutuhkan investor. Apabila hukum yang mewajibkan prinsip keterbukaan ditegakkan secara fair dan mengandung unsur *credibility* serta *accountability*, maka penipuan dalam bentuk pernyataan menyesatkan dapat diatasi. Sebab dengan pelaksanaan prinsip keterbukaan ini membuat kegiatan yang dilakukan manajemen sangat mudah terdeteksi.

Tetapi akan terasa tidak fair apabila kewajiban melaksanakan prinsip keterbukaan ini berlaku hanya pada pihak yang bertransaksi. Pihak-pihak

penyelenggara dari pasar modal juga diharuskan melaksanakan prinsip-prinsip keterbukaan. Seperti penjamin emisi efek (*underwriter*), profesi penunjang pasar modal, pialang, dan semua pihak yang baik secara langsung maupun tidak langsung memperoleh informasi melalui pasar modal, harus menegakkan prinsip keterbukaan dengan menerapkan konsep *fiduciary duty* untuk mendukung *Shingle Theory* (Teori Papan Nama).³⁰

Fiduciary duty ini merupakan teori yang mengharuskan para pemegang keputusan di pasar modal untuk selalu mendasarkan keputusannya dengan kepercayaan dan kerahasiaan (*trust and confidence*) yang dalam peran ini meliputi, ketelitian (*scrupulous*), itikad baik (*good faith*), dan keterusterangan (*candor*).³¹ Dikarenakan *fiduciary duty* ini merupakan hal yang penting maka diperlukannya penerapan standar yang tinggi dalam penerapan *fiduciary duty* di pasar modal. Sedangkan *shingle Theory* adalah, larangan untuk meraih atau memperoleh keuntungan yang tidak wajar dari pengetahuan yang lebih unggul.³²

Penerapan *fiduciary duty* untuk menunjang teori papan nama, harus diterapkan pada seluruh pelaku pasar modal tanpa terkecuali, mengingat mereka ini mempunyai kewajiban yang sama sebagai orang yang memegang kepercayaan dari investor. Mereka yang memegang kepercayaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan investor, mempunyai kewajiban kepada investor untuk menjalankan tugas tersebut dengan sebaik-baiknya, termasuk melaksanakan prinsip keterbukaan secara penuh. Hal ini dimaksudkan untuk menciptakan kondisi pemberian informasi yang tidak bias bagi investor, melalui penyediaan data yang akurat mengenai emiten, dan selanjutnya dapat meminimalisasi risiko penyimpangan informasi yang tidak akurat (*unaccurate information*) oleh pelaku pasar modal yang memegang kepercayaan investor. Maka dapat dipahami bahwa pelaksanaan prinsip keterbukaan secara penuh dapat mencegah penipuan.

³⁰ Roberts S. Karmel, "Is the Shingle Theory Dead?", *Washington & Lee Law Review*, (52, 1995), halaman 1273.

³¹ Bismar Nasution, *Op cit*, halaman 72.

³² Roberts S. Karmel, *Loc cit*, halaman 1275.

B. Keterbukaan Dalam Prospektus

Seperti yang sudah dijelaskan pada bab sebelumnya, bahwa perusahaan yang ingin berpartisipasi didalam pasar modal harus melakukan proses penawaran umum. Dalam proses penawaran umum, suatu perusahaan (emiten) harus melakukan beberapa proses awal sebagai persyaratan, yang salah satunya dengan mengajukan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam. Proses pengajuan pernyataan ini sudah diatur dalam peraturan perundang-undangan di Indonesia, yaitu diatur dalam UU No.8 Tahun 1995 tentang pasar modal dan Keputusan Ketua Bapepam No. 44/PM/2000 tentang perubahan peraturan nomor IX.A.2 tentang tata cara pendaftaran dalam rangka penawaran umum.

Dalam UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal pasal 1 angka 19 disebutkan bahwa :

“Pernyataan Pendaftaran adalah dokumen yang wajib disampaikan kepada Badan Pengawas Pasar Modal oleh emiten dalam rangka penawaran umum atau perusahaan publik”

Disini disebutkan bahwa pernyataan pendaftaran ini harus mengajukan dengan melampirkan beberapa dokumen, yang menurut peraturan pelaksanaanya Keputusan Ketua Bapepam No.50/PM/1996 angka 2, adalah sebagai berikut :

“Pernyataan pendaftaran untuk penawaran umum sebagaimana dimaksud dalam angka (1) peraturan ini harus sekurang-kurangnya mencakup :

- a. Surat pengantar pernyataan pendaftaran;*
- b. Prospektus;*
- c. Prospektus ringkas yang akan digunakan dalam penawaran umum (jika dipersyaratkan dalam peraturan nomor IX.A.2); dan*
- d. Dokumen lain yang diwajibkan sebagai bagian dari pernyataan pendaftaran.”*

Dalam ketentuan dari peraturan pelaksana yang mengatur tentang proses pernyataan pendaftaran, mewajibkan emiten untuk melampirkan prospektus sebagai syarat sahnya penawaran umum. Untuk itu perlu dipahami tentang pengertian Prospektus.

Prospektus merupakan syarat penting dari kelengkapan surat pernyataan pendaftaran. Suatu prospektus harus mencakup semua rincian dan fakta material mengenai penawaran umum dari emiten, yang dapat mempengaruhi keputusan pemodal, yang diketahui atau layak diketahui oleh emiten dan Penjamin Pelaksana Emisi Efek.³³ Prospektus ini harus dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif. Fakta-fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal prospektus. Urutan penyampaian fakta pada prospektus ditentukan oleh relevansi fakta tersebut terhadap masalah tertentu.

Seperti yang dijelaskan dalam Keputusan Ketua Bapepam Nomor 51/PM/1996, emiten yang melakukan penawaran umum harus berhati-hati dalam membuat prospektus terutama yang akan menggunakan foto, table, atau diagram, karena bahan-bahan tersebut dapat memberikan kesan yang menyesatkan kepada masyarakat. Selain itu emiten harus menjaga agar penyampaian informasi penting tidak dikaburkan dengan informasi yang tidak penting yang mengakibatkan informasi penting itu menjadi tidak terbaca oleh pembaca.

Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.³⁴ Informasi-informasi yang disajikan dalam prospektus harus merupakan informasi-informasi material yang termasuk kedalam fakta material dari emiten. Hal ini diperkuat dengan ketentuan yang terdapat di UU No.8 Tahun 1995 pasal 8 yang isinya adalah :

- (1) *Setiap Prospektus dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material atau tidak memuat keterangan yang benar tentang fakta material yang diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambar yang menyesatkan.*
- (2) *Setiap pihak dilarang menyatakan baik langsung maupun tidak langsung bahwa Bapepam telah menyetujui, mengizinkan, atau mengesahkan suatu efek, atau telah melakukan penelitian atas berbagai segi keunggulan atau kelemahan dari suatu efek.*
- (3) *Ketentuan mengenai prospektus diatur lebih lanjut oleh Bapepam."*

³³ Bapepam, "Pedoman Mengenai Isi dan Bentuk dari Prospektus Dalam Rangka Penawaran Umum," *Keputusan Ketua Bapepam No.51/PM/1996*, (Jakarta : Bapepam, 1996), paragraf 2.

³⁴ Indonesia, *Undang-Undang tentang Pasar Modal. Op cit*, pasal 1 angka 25.

B.1. Menyebutkan Fakta Material

Segala bentuk informasi yang akan diungkapkan dalam prospektus haruslah informasi-informasi penting yang terkait dengan kondisi perusahaan. Informasi-informasi ini harus disajikan dengan memperhatikan prinsip-prinsip keterbukaan, dimana suatu informasi merupakan fakta material dari emiten yang bersangkutan.

Ketentuan yang mengatur tentang bentuk dan isi dari prospektus diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam No.51/PM/1996 Nomor IX.C.2 tentang pedoman mengenai bentuk dan isi prospektus dalam rangka penawaran umum dan Keputusan Ketua Bapepam No.43/PM/2000 Nomor IX.C.3 tentang pedoman mengenai bentuk dan isi prospektus ringkas dalam rangka penawaran umum.

Adapun informasi-informasi yang terdapat di dalam prospektus dan termasuk kedalam fakta material, menurut Bismar Nasution dapat dilihat dari beberapa sudut pandang yaitu suatu informasi dapat dikategorikan sebagai fakta material apabila telah memenuhi³⁵ :

- Suatu informasi dikatakan sebagai fakta material apabila informasi yang sifatnya tidak publik tersebut menurut pemegang saham yang berakal sehat, adalah penting bagi para pemegang saham, bukan semata-mata apa yang ingin mereka ketahui. Bila fakta yang dihilangkan atau pernyataan yang tidak benar itu secara substantif mungkin berarti mengubah informasi yang menjadi milik masyarakat, maka fakta tersebut adalah fakta material.
- Informasi yang memenuhi unsur *firm-specific*, yaitu suatu standar informasi yang berisi informasi yang spesifik tentang perusahaan yang bersangkutan.
- Semua informasi yang dapat menentukan naik turunnya harga saham.³⁶

Penafsiran tentang fakta material berkembang kepada apa yang dimaksud dengan informasi *firm-specific*. Standarnya adalah informasi yang spesifik untuk perusahaan yang bersangkutan. Standar informasi yang bersifat *firm specific* ini merupakan standar baru, suatu terobosan terhadap standar fakta material sebagaimana lazimnya diatur oleh *federal securities laws*. Berdasarkan standar baru ini, kewajiban penyampaian informasi tidak lahir berdasarkan

³⁵ Bismar Nasution, *Op cit*, halaman 13-15.

³⁶ Hasan Zein Mahmud, *Catatan Kolom Zein Buku Pertama*, (Jakarta : Go Global Bank, 1998), halaman 198-200.

federal securities laws, tetapi berdasarkan atas informasi yang bersifat *firm specific*. Suatu informasi tidak dapat bersifat material kecuali informasi tersebut memiliki *firm specific*.

Pengadilan pada negara yang menganut *common laws* juga menghindarkan pendekatan yang konvensional, yaitu apakah informasi tersebut penting untuk investor yang berakal sehat dalam membuat keputusan investasi. Pendekatan ini juga digunakan oleh Frank H. Easterbrook sebagai suatu cara untuk menentukan fakta material, dengan alasan formulasi yang dipakai selama ini dalam beberapa hal tidak cukup.³⁷

Sedangkan untuk pemahaman bahwa suatu informasi termasuk kedalam bentuk fakta material apabila dapat merubah harga suatu saham, dapat kita pahami bila kita melihat dari sudut pandang investor. Para investor, khususnya investor profesional dan investor institutional selalu aktif mengumpulkan berbagai informasi dan memanfaatkannya untuk memahami harga-harga saham yang ditawarkan dalam pasar perdana atau pasar sekunder. Informasi yang dikumpulkan adalah informasi yang mengandung fakta material. Pasal 1 angka 7 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal menyatakan :

"Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut."

Selanjutnya dalam Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-86/PM/1996 dan peraturan Nomor X.K1 menyatakan :

"Informasi atau fakta material yang diperkirakan dapat mempengaruhi efek atau keputusan investasi pemodal, antara lain hal-hal sebagai berikut :

- a. Penggabungan usaha, pembelian saham, peleburan usaha, atau pembentukan usaha patungan;*
- b. Pemecahan saham atau pembagian dividen saham;*
- c. Pendapatan dari deviden yang luar biasa sifatnya;*
- d. Perolehan atau kehilangan kontrak penting;*

³⁷ Lawrence A. Cunningham, I, "Firm Specific Information and The Federal Securities Laws: A doctrinal, Etymological, and Theoretical Critique", *Tulane Law Review*, (Vol 68, 1994), halaman 1410-1411.

- e. Produk atau penemuan baru yang berarti;
- f. Perubahan dalam pengendalian atau perubahan penting dalam manajemen;
- g. Pengumuman pembelian kembali atau pembayaran efek yang bersifat utang;
- h. Penjualan tambahan efek kepada masyarakat atau secara terbatas yang material jumlahnya;
- i. Pembelian, atau kerugian penjualan aktiva yang material;
- j. Perselisihan tenaga kerja yang relatif penting;
- k. Tuntutan hukum yang penting terhadap perusahaan, dan atau direktur dan komisaris perusahaan;
- l. Pengajuan tawaran untuk pembelian efek perusahaan lain;
- m. Penggantian akuntan yang mengaudit perusahaan;
- n. Penggantian wali amanat;
- o. Perubahan tahun fiskal.”

Selain dengan ketentuan yang terdapat di Keputusan Ketua Bapepam diatas, tidak tertutup kemungkinan ada suatu informasi lain yang dapat dikategorikan kedalam fakta material. Sehingga perlu dipahami bagaimana mengkategorikan suatu informasi sebagai fakta material, maka dapat dibandingkan pemahaman tentang informasi yang termasuk ke dalam fakta material yang diformulasikan di Amerika Serikat.

Perkembangan penentuan fakta material di Amerika Serikat tersebut dapat dilihat dari penentuan pada tiga pendapat pengadilan yang berbeda dan tidak saling berkaitan di Amerika. Ketiga Pendapat tersebut³⁸ :

1. Kasus SEC vs. Texas Gulf Sulfur.

Pada pengadilan yang memutus sengketa ini diputuskan, bahwa standar penentuan fakta material adalah dengan didasarkan pada tes atau kemungkinan/ukuran (*probability/magnitude*). Fakta material atas informasi yang bisa berpengaruh kuat pada kemungkinan perusahaan di masa datang. Dalam hal ini faktor kemungkinan merupakan satu elemen dari penentuan fakta material tersebut.

2. Kasus TSC Industries vs. Northway.

Penentuan fakta material dalam kasus ini menggunakan metode “*standard reasonable shareholder*” sejalan dengan pendapat bahwa sesuatu yang menentukan fakta material sangat tergantung dari tanggapan investor potensial atau pemegang saham institusional yang rasional. Menguji sesuatu yang

³⁸ Dismar Nasution, *Op cit*, halaman 77-79.

menjadi penentuan fakta material adalah ditentukan oleh pertimbangan yang matang untuk kepentingan pemegang saham yang rasional.

3. Kasus *Basic vs. Levinson*.

Standar penentuan fakta material ditetapkan berdasarkan *fact-specific-case by case* yang bersumber dari keputusan pengadilan.

B.2. Menghindarkan Pernyataan Menyesatkan

Masalah yang paling utama dalam pelaksanaan keterbukaan adalah sulitnya menentukan standar fakta material, sebab UUPM tidak cukup menentukan apa yang menjadi standar fakta material dalam prinsip keterbukaan. Apabila standar fakta material telah cukup dan dapat dipahami, maka akan mudah pula memahami hal-hal yang berkaitan dengan pelanggaran prinsip keterbukaan. Selanjutnya, aparat penegak hukum dapat dengan mudah mengatasi pelanggaran prinsip keterbukaan.

Salah satu bentuk pelanggaran prinsip keterbukaan adalah pernyataan menyesatkan, karena adanya pernyataan fakta material yang salah, atau penghilangan informasi material. Dengan perkataan lain, pelanggaran prinsip keterbukaan juga dapat terjadi disebabkan pernyataan yang salah atau pernyataan dengan membuat penghilangan fakta material, baik dalam transaksi saham maupun dalam dokumen-dokumen penawaran umum lainnya.³⁹ Bentuk pernyataan-pernyataan yang demikian itu dapat menciptakan gambaran yang salah dari kualitas emiten, manajemen, potensi ekonominya, saham-saham yang ditawarkan atau fakta-fakta material lainnya yang ditawarkan.⁴⁰

Hal tersebut perlu menjadi perhatian, sebab pelanggaran prinsip keterbukaan merupakan inti (*essence*) kejahatan di pasar modal.⁴¹ Tindakan kejahatan seperti ini secara substansi merugikan investor dalam membuat keputusan atas investasinya. Alasan inilah sesungguhnya yang membuat dasar gugatan dalam tindakan kejahatan tersebut, dan salah satu dasar gugatan tersebut

³⁹ Ben D. Orlanski, "Whose Representations are these anyway? Attorney Prospectus Liability After Central Bank," *UCLA Law Review*, (vol. 42, 1995), halaman 895.

⁴⁰ *Ibid*, halaman 895.

⁴¹ *Ibid*, halaman 886.

dapat dilihat dari teori *Fraud-on-the-Market*⁴² dengan dasar suatu ukuran sifatnya material.⁴³ Oleh karena itu, peraturan pelaksanaan prinsip keterbukaan yang membuat larangan pada masalah tersebut umumnya terdiri dari perbuatan mengeluarkan pernyataan fakta material yang salah (*materielly false statement*) atau penyampaian pernyataan itu tidak lengkap (*omissions*) dalam dokumen-dokumen penawaran umum.⁴⁴

Peraturan pelaksanaan prinsip keterbukaan dalam UUPM telah membuat ketentuan-ketentuan mengenai larangan terhadap pernyataan yang salah dan *omission*, baik pada prospektus⁴⁵ maupun pada pengumuman dalam media massa yang berhubungan dengan suatu penawaran umum.⁴⁶ Ketentuan larangan tersebut juga secara tegas telah membuat ketentuan-ketentuan mengenai perbuatan-perbuatan yang termasuk dalam kategori penipuan dan manipulasi pasar⁴⁷ serta telah menetapkan sanksi berupa ancaman pidana penjara paling lama sepuluh tahun dan denda paling banyak lima belas miliar rupiah terhadap pelanggaran atas perbuatan-perbuatan tersebut.⁴⁸

Dengan demikian pemahaman penentuan standar fakta material tersebut sangat berkaitan dengan pembenaran perlunya kewajiban prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor.⁴⁹ Kejadian yang menimpa beberapa perusahaan publik dan dunia akuntan di pasar modal Amerika Serikat, yang pada mulanya dipicu dengan indikasi *misrepresentation* dalam laporan keuangan, seperti yang terjadi pada kasus *Enron Corporation*, *Xerox*, *WordCom* dan *Merc*, perlu dicermati. Oleh karena, setelah kejadian-kejadian tersebut telah munculkan berbagai pendapat yang mengarah pada perlunya ditinjau kembali standar pemeriksaan keuangan oleh akuntan, yang pada gilirannya lahir *Sarbanes-Oxley Act* 2002 yang ditujukan untuk mengambil alih fungsi pengawasan atas auditor yang selama ini dilakukan oleh *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA). Pengaturan pengawasan atas auditor oleh *Sarbanes-Oxley*

⁴² Zachary Shulman, *Fraud - On - The - Market Theory After Basic Inc. v. Levinson*, *Cornel Law Review*, (vol. 74:964 1989), halaman 964.

⁴³ *Loc.cit.*

⁴⁴ *Loc.cit.*

⁴⁵ Indonesia, *Undang-Undang tentang Pasar Modal*, UU No.8 Tahun 1995, LN No.64 tahun 1995. pasal 78 angka 1.

⁴⁶ *Ibid*, pasal 79 angka 1.

⁴⁷ *Ibid*, pasal 90, 91, 92, 93.

⁴⁸ *Ibid*, pasal 104.

⁴⁹ Frank H. Easterbrook dan Daniel R. Fischel, 1, *The Economic Structure of Corporate Law*. (Cambridge, Massachusetts, London: Harvard University Press, 1996), halaman 296.

Act tersebut sejalan dengan proposal Arthur Levitt Jr bekas pimpinan *Securities & Exchange Commission* yang disampaikan tahun 2000, dimana melalui proposal tersebut ingin mengendalikan praktek konsultasi menguntungkan atas perusahaan yang juga diaudit oleh akuntan.⁵⁰

Walaupun selama ini di pasar modal Amerika Serikat dianggap telah mempunyai standar yang ketat, namun tuntutan lebih memperketat standar tersebut telah menjadi wacana. Memang, masalah standar itu telah lama dibicarakan dalam pasar modal di Amerika Serikat, dimana disebutkan bahwa Akuntan sebagai Profesi Penunjang Pasar Modal tidak bebas bekerja tanpa suatu standar. Menurut Marc I. Steinberg, para akuntan tetap dituntut bekerja dengan sangat hati-hati untuk melihat informasi yang diberikan emiten pada waktu *due diligence* sesuai dengan yang telah dalam "penelitian yang cukup" ("*reasonable investigation*"). Standar *reasonable investigation* didasarkan pada standar berakal sehat dan bijaksana dalam mengurus harta milik pribadi (*prudent man in the management of his own property*). Steinberg menyebutkan pula, bahwa standar *prudent man* tidak hanya didasarkan kepada investigasi yang wajar, tetapi juga kepada kepercayaan yang wajar.

Setelah munculnya kasus kegagalan audit skala besar seperti *Enron*, maka kritik bermunculan lagi pada profesi akuntan dan membuat perhatian yang lebih luas terhadap akuntansi. Jika diperhatikan dari kasus *Enron*, maka terdapat 5 (lima) kegagalannya yang patut dapat perhatian⁵¹ :

1. Enron gagal untuk mengungkapkan secara memadai investasi pada *special purpose entities* (SPEs), dimana kewajibannya tidak secara benar terungkap.
2. Tidak benar pengakuannya mengenai pendapatan bersih yang dilaporkannya.
3. Pengakuan pernyataan kembali atas investasi yang menggunakan *fair-value accounting*.
4. Tidak menggunakan akuntansi terhadap saham yang dikeluarkan dan dimiliki oleh SPEs.

⁵⁰ *BusinessWeek*, No. 3311/20 Januari 2003, hal. 44

⁵¹ George Benston, Michael Bromwich, Robert E. Litan, Alfred Wagenhofer, *Following the Money The Enron Failure and the State of Corporate Disclosure*, (Washington, DC: AEI-Brookings Joint Center For Regulatory Studies, 2003), hal. 24.

5. Tidak memadainya keterbukaan dan akuntansi atas transaksi dengan pihak terkait, *conflicts of interest*, dan biaya yang harus dipikul *stockholders*.

Di Indonesia, standar pemeriksaan keuangan perusahaan di pasar modal sebagai dasar penerapan pertanggungjawaban akuntan yang melakukan pemeriksaan keuangan perusahaan masih belum cukup. Sedangkan permasalahan berkenaan dengan standar akuntansi tersebut paling perlu untuk mendapat perhatian. Penekanan terhadap permasalahan standar akuntansi itu sesuai dengan adanya pertanyaan yang berkembang pada sekitar pemberlakuan standar akuntansi bagi perusahaan yang akan *go public*. Peraturan pelaksanaan prinsip keterbukaan yang mengatur mengenai kewajiban emiten untuk melakukan keterbukaan kondisi keuangan emiten kepada publik yang berlaku di Indonesia masih perlu diperinci secara cukup. Masalah tersebut perlu diatasi, mengingat standar akuntansi sangat menentukan dalam penentuan telah terjadi pernyataan menyesatkan dalam laporan keuangan. Di samping itu masalah laporan keuangan tersebut berkaitan pula dengan standar fakta material sebagai penentuan telah terjadi peruyataan menyesatkan.

Selain dari kewajiban untuk tidak memberikan pernyataan menyesatkan oleh akuntan dalam penulisan audit keuangan, setiap pihak yang berpartisipasi dalam memberikan keterangan dalam prospektus harus memberikan keterangan yang tidak menyesatkan. Ini berlaku untuk semua profesi yang menunjang isi dari prospektus tersebut.

Pernyataan menyesatkan harus dihindari dalam pembuatan prospektus, karena selain untuk melindungi kepentingan dari investor juga untuk kepentingan emiten sendiri. Semua informasi yang diungkapkan oleh emiten, nantinya yang akan merefleksikan harga saham emiten tersebut. Pergerakan harga saham adalah refleksi dari reaksi pasar terhadap informasi yang beredar tentang saham-saham terkait. Menghindari pernyataan menyesatkan merupakan kewajiban seluruh komponen pasar modal guna mendukung prinsip keterbukaan.

C. Calon Investor Harus Membaca Prospektus

Ketentuan tentang penegakan dari prinsip-prinsip keterbukaan telah terakomodir dalam UU No.8 Tahun 1995 tentang pasar modal. Dalam ketentuan peraturan pasar modal ini, secara sistematis mendukung terhadap prinsip keterbukaan, melihat dari sudah diaturnya ketentuan yang mengatur tentang informasi-informasi yang termasuk fakta material, tindakan-tindakan yang harus dilakukan oleh unsur-unsur pasar modal untuk mendukung prinsip keterbukaan baik dari pelaku pasar ataupun penyelenggara pasar modal, klasifikasi tindakan yang termasuk kedalam kategori penipuan, sanksi-sanksi yang keras terhadap pelanggaran prinsip keterbukaan.

Penegakan prinsip keterbukaan ini ditujukan untuk mencapai fungsi dan tujuan dari prinsip keterbukaan, yaitu untuk menciptakan kepercayaan masyarakat terhadap kredibilitas dari pasar modal, menciptakan pasar modal yang efisien dan likuid, dan untuk mencegah terjadinya penipuan terhadap investor pasar modal. Tercapainya tujuan dari fungsi prinsip keterbukaan ini tidak semata-mata hanya dilakukan oleh pihak penyelenggara dari pasar modal saja, tetapi juga harus didukung oleh setiap pelaku pasar modal. Pelaku pasar modal ini dimulai dari calon investor sampai emiten. Tanpa adanya dukungan dari kedua unsur pasar modal antara pelaku dan penyelenggara ini maka tujuan dari prinsip keterbukaan tidak akan mungkin tercapai, pasar modal yang efisien dan likuid.

Bila dilihat dari sisi investor, maka seorang calon investor yang baik harus ikut berperan dalam penegakan prinsip keterbukaan, yaitu dengan ikut menegakan prinsip-prinsip keterbukaan dengan selalu membaca dengan seksama semua informasi yang tersedia di pasar modal dengan diikuti oleh prinsip kehati-hatian. Salah satu yang dapat dilakukan investor untuk mendukung prinsip keterbukaan ini adalah dengan selalu membaca prospektus.

Prospektus ini dikeluarkan oleh emiten dalam upayanya untuk mendapatkan modal dari investor dengan cara menjual saham yang diterbitkan emiten tersebut. Calon investor harus membaca prospektus, selain untuk menghindari kesalahan informasi yang diterima, juga untuk menghindarkan dari kerugian yang tidak perlu. Karena pasar modal merupakan pasar yang terhentuk

oleh psikologis dan perilaku dari pelaku pasar sendiri. Pasar modal sangat bergantung dari reaksi-reaksi dari para pelaku pasar modal, dan reaksi-reaksi ini sangat bergantung dari informasi yang didapat oleh investor tersebut.

Bila dikaitkan dengan prinsip keterbukaan, maka dengan membaca prospektus bisa dikategorikan sebagai upaya mendukung tercapainya tujuan dari prinsip keterbukaan.

Kondisi seperti ini juga terjadi di pasar modal Amerika Serikat, tetapi perbedaannya adalah bahwa pasar modal Amerika telah sangat berpengalaman untuk menegakan prinsip keterbukaan. Hal ini dimungkinkan karena pasar modal Amerika Serikat telah mengalami permasalahan atau bisa dibilang krisis-krisis yang sudah terlebih dahulu mengguncang pasar mereka sebagai akibat dari tidak ditegakannya prinsip keterbukaan. Kondisi ini terjadi dengan peristiwa "*Black Monday*," dimana pada waktu itu Presiden Franklin D. Rooseveit mengungkapkan kepada Mahkamah Agung di Amerika Serikat bahwa diperlukannya sebuah konstitusi baru yang merubah wajah pasar modal Amerika Serikat waktu itu. Usul ini dikemukakan dengan pengajuan proposal konstitusi baru tentang pasar modal, *Securities Act 1933*.⁵²

Sebuah konstitusi baru yang mendukung doktrin baru yang menyatakan bahwa dalam menjalankan kegiatan pasar modal saat ini tidak hanya bergantung kepada doktrin lama *caveat emptor* tetapi juga harus didukung oleh doktrin baru *caveat vendor*.

Caveat emptor ialah sebuah doktrin peraturan kuno dimana mengharuskan si pembeli berhati-hati. Hal ini memberikan penekanan terhadap ketentuan yang menyatakan seorang pembeli harus memeriksa, menimbang, dan mencubanya sendiri. Prinsip ini berlaku terhadap penjualan dalam lelang dan sejenisnya, dibandingkan penjualan barang-barang konsumen dimana asas-asas *strict liability*, jaminan ketentuan-ketentuan perlindungan konsumen lainnya melindungi konsumen. Dalam hal ini, mengharuskan si pembeli berhati-hati, mengharuskan orang tersebut untuk peduli, agar ia ingat bahwa ia sedang membeli hak orang lain.⁵³

⁵² Bismar Nasution, *Op cit*, halaman 5-6.

⁵³ Henry Campbell Black, *Black's Law Dictionary*, Sixth Edition, (St. Paul, Minn : West Publishing Co, 1990), halaman 222.

Sedangkan konsep *caveat vendor* adalah konsep yang merupakan kebalikan dari konsep *caveat emptor*, yaitu suatu konsep yang mengharuskan bukan hanya pembeli yang harus hati-hati tetapi penjual harus menerapkan kehati-hatian dalam upayanya menjual barang miliknya.

Teori diatas diperkuat dengan Undang-undang Pasar Modal nomor 8 tahun 1995 pasal 71, yang isinya :

"Tidak satu pun dapat menjual efek dalam penawaran umum, kecuali pembeli atau pemesan menyatakan dalam formulir pemesanan efek bahwa pembeli atau pemesan telah menerima atau memperoleh kesempatan untuk membaca prospektus berkenaan dengan efek yang bersangkutan sebelum atau pada saat pemesanan."

Disini seorang investor mendapatkan perlindungan hukum yang sangat jelas bahwa dalam upaya mendapatkan informasi tentang saham tertentu seorang calon investor mempunyai hak untuk mendapatkannya. Dan emiten diwajibkan untuk menyediakan informasi tersebut. Pelanggaran dari pasal tersebut bisa dikenakan sanksi tegas dari Bapepam.

Dapat disimpulkan bahwa dengan membaca prospektus maka seorang investor telah mendukung upaya penegakan prinsip keterbukaan di pasar modal dalam rangka mencapai pasar modal yang efisien dan likuid sekaligus melindungi kepentingan mereka sendiri.

BAB III

PERLINDUNGAN HUKUM BAGI CALON INVESTOR

Untuk menciptakan pasar modal yang efisien dan likuid diperlukan penerapan prinsip keterbukaan di setiap aspek dari pasar modal. Prinsip keterbukaan ini sangat diperlukan untuk mendukung globalisasi, terutama globalisasi informasi yang sudah masuk ke pasar modal. Karena pada prinsipnya suatu pasar modal dikatakan efisien dan likuid adalah ketika mekanisme pasar modal tersebut sudah menerapkan prinsip keterbukaan, sehingga informasi yang beredar di pasar modal adalah informasi yang merefleksikan kondisi dari para emiten yang berada di pasar modal. Apabila suatu informasi dengan mudah didapat oleh investor, maka pasar modal tersebut merupakan pasar modal yang efisien dan likud.

Prinsip keterbukaan ini harus didukung dan diterapkan oleh semua unsur dari pasar modal tanpa terkecuali. Dan untuk mendukung bekerjanya prinsip keterbukaan ini diperlukan beberapa tindakan, antara lain dengan dibentuknya suatu peraturan yang cukup berkenaan dengan pelaksanaan prinsip keterbukaan, penentuan definisi dan klasifikasi tentang fakta material yang dapat mempengaruhi harga saham, dan menghindari perbuatan yang menyesatkan untuk kepentingan investor.

Tindakan-tindakan yang mendukung prinsip keterbukaan harus dijalankan berkesinambungan, karena kegiatan pasar modal ini merupakan kegiatan yang berlangsung terus menerus. Pada prinsipnya pasar modal sama dengan istilah pasar lainnya, yaitu tempat bertemunya antara permintaan dan penawaran. Kondisi bertemunya antara permintaan dan penawaran ini akan berlangsung terus-menerus selama manusia masih saling berinteraksi untuk memenuhi kebutuhannya. Perbedaan dengan istilah pasar lainnya adalah pada objek yang diperdagangkannya saja. Pada pasar modal yang menjadi objek perdagangannya adalah efek.¹

¹ Pandji Anoraga, Piji Pakarti, *Pengantar Pasar Modal*, (Jakarta : Rineka Cipta, 2003), halaman 6.

Seperti yang sudah dijelaskan pada bab sebelumnya, fungsi dari diterapkannya prinsip keterbukaan adalah untuk mencapai beberapa tujuan,¹ yaitu menciptakan kepercayaan masyarakat terhadap ekonomi yang terwakili dengan pasar modal, kemudian untuk mencapai pasar modal yang efisien dalam penyediaan informasi sehingga terciptanya pasar modal yang likuid. Pasar modal likuid adalah pasar modal yang jenis, bentuk dan karakter dari investornya terdiversifikasi dengan luas, tanpa adanya mayoritas jenis investor tertentu.

Fungsi lain dari diterapkannya prinsip keterbukaan pada pasar modal adalah untuk melindungi kepentingan investor dari pernyataan menyesatkan. Perlindungan kepada investor ini mencakup perlindungan hukum dan perlindungan dari kerugian yang tidak perlu sebagai akibat dari kekurangan suplai informasi.

Menurut pendapat dari Franklin D. Roosevelt, salah seorang mantan Presiden Amerika, pada waktu terjadinya krisis “*Black Monday*” di bulan oktober tahun 1929, suatu pasar modal harus menerapkan konsep yang saling mendukung antara pembeli (*caveat emptor*) dan penjual (*caveat vendor*).² Hal ini semata-mata untuk mendukung prinsip keterbukaan guna mencegah terjadinya peristiwa krisis “*black Monday*”. “*Black Monday*” ini merupakan krisis yang disebabkan tidak tersediannya informasi yang benar di pasar modal, sehingga munculnya rumor-rumor yang berakibat runtuhnya harga saham-saham unggulan di pasar modal Amerika Serikat pada waktu itu. *Caveat emptor*, suatu prinsip yang mengharuskan seorang pembeli dalam hal ini investor untuk memahami dan mempelajari terlebih dahulu semua informasi berkaitan dengan barang yang akan dibelinya. Sedangkan *caveat vendor* kebalikan dari *caveat emptor*, yaitu prinsip yang mengharuskan penjual untuk berhati-hati. Investor di pasar modal Indonesia harus memahami perlindungan hukum yang disediakan oleh peraturan pasar modal Indonesia untuk mencegah terjadinya *misrepresentation* akibat dari adanya informasi *misleading*, dan ini dalam kaitannya mendukung konsep *caveat emptor* dan *caveat vendor*.

Emiten yang ingin masuk ke pasar modal harus menjalankan prosedur yang disebut penawaran umum. Penawaran umum sendiri menurut Undang-

¹ Bismar Nusution, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*, (Jakarta : Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pasca Sarjana, 2001), halaman 9-11.

² *Ibid*, halaman 6.

undang Pasar Modal, adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur undang-undang dan peraturan pelaksanaannya.³

Penawaran umum ini adalah sebuah prosedur yang harus dilakukan oleh emiten dalam rangka upayanya untuk menjual efek di pasar modal, untuk itu seorang investor yang ingin berinvestasi pada saham yang dikeluarkan oleh emiten tersebut harus memahami prospektusnya terlebih dahulu sebagai upaya mendukung konsep *caveat emptor*.

Sebagai pasar modal yang belum lama berdiri dibandingkan dengan pasar modal negara-negara mapan, sudah sekiranya banyak investor pasar modal di Indonesia belum memahami benar bagaimana perlindungan hukum yang bisa didapatkan oleh investor. Perlindungan hukum yang terdapat di pasar modal terdapat dua kategori. Pertama perlindungan hukum sebelum investor masuk ke pasar modal dan kedua, perlindungan hukum untuk investor yang sudah masuk ke pasar modal. Salah satu bentuk perlindungan hukum yang diberikan kepada investor adalah perlindungan hukum sebelum investor masuk ke pasar modal. Prospektus merupakan salah satu bentuk dari perlindungan hukum terhadap calon investor yang ingin masuk kedalam pasar modal. Prospektus adalah bagian dari dokumen yang harus disediakan oleh emiten yang ingin masuk ke pasar modal.⁴

Pelaksanaan prinsip keterbukaan yang paling awal dalam mekanisme pasar modal sudah dimulai pada saat emiten memasuki tahap pra-pencatatan pernyataan pendaftaran. Pernyataan pendaftaran (*registration statement*), yang wajib diserahkan kepada Bapepam terdiri dari prospektus awal (*preliminary prospectus*) dan dokumen-dokumen pendukung. Prospektus awal yaitu, sebuah dokumen yang isinya memberikan informasi terbatas mengenai nama emiten, judul, jumlah saham yang ditawarkan, harga penawaran, dan dimana prospektus bisa diperoleh.

Prospektus merupakan penawaran tertulis resmi untuk menjual sekuritas yang mencantumkan rencana dari suatu usaha bisnis yang diusulkan, atau fakta-fakta yang menyangkut usaha yang sudah ada dan perlu diketahui oleh

³ Indonesia, *Undang-undang tentang Pasar Modal, UJU No.8 Tahun 1995*, (Jakarta : I.N Republik Indonesia No.64 Tahun 1995), pasal 1 angka 15.

⁴ Bapepam, "Peraturan No.IX.C.1," *Keputusan Ketua Bapepam Nomor 113/PM/1996*, (Jakarta : Bapepam, 1996), angka 2 point b.

seseorang investor agar dapat membuat keputusan dengan pengetahuan yang cukup. Prospektus juga diterbitkan untuk dana bersama yang menjelaskan sejarah, latar belakang para manajer, tujuan penggunaan dana, laporan keuangan dan data esensial lainnya. Prospektus untuk penawaran umum harus diberikan kepada calon-calon pembeli. Prospektus itu berisikan informasi keuangan dan penjelasan dari sejarah bisnis perusahaan, pejabat perusahaan, operasi, perkara hukum, serta rencana bisnis termasuk didalamnya penggunaan hasil jual emisi.⁵

Prospektus merupakan syarat terpenting dalam kelengkapan dari suatu pernyataan pendaftaran. Calon investor yang akan membeli saham suatu perusahaan yang akan melakukan penawaran umum sangat bergantung dari isi prospektus. Dalam membuat prospektus, emiten harus mengikuti aturan yang ditetapkan oleh Bapepam, yaitu ketentuan yang terdapat di Undang-Undang Pasar Modal Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 dan Keputusan Ketua Bapepam Nomor 51/PM/1996 Peraturan Nomor IX.C.2 dan IX.C.3.

A. Penyusun Prospektus

Suatu Prospektus harus mencakup semua rincian dan fakta material mengenai Penawaran Umum dari Emiten, yang dapat mempengaruhi keputusan pemodal, yang diketahui atau layak diketahui oleh Emiten dan Penjamin Pelaksana Emisi Efek. Prospektus harus dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif. Fakta-fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal Prospektus. Urutan penyampaian fakta pada Prospektus ditentukan oleh relevansi fakta tersebut terhadap masalah tertentu, bukan urutan sebagaimana dinyatakan pada ketentuan Bapepam.⁶

Emiten harus berhati-hati apabila menggunakan foto, diagram, atau tabel pada Prospektus, karena bahan-bahan tersebut dapat memberikan kesan yang menyesatkan kepada masyarakat. Emiten juga harus menjaga agar penyampaian informasi penting tidak dikaburkan dengan informasi yang kurang penting yang mengakibatkan informasi penting tersebut terlepas dari perhatian pembaca.

⁵ Sucsanto Budiharjo, *Kamus Keuangan dan Istilah dalam Investasi*, (Jakarta: Gramedia, 1996), halaman 438.

⁶ Bapepam, "Peraturan No. IX.C.2," Keputusan Ketua Bapepam Nomor 51/PM/1996, (Jakarta: Bapepam, 1996).

Emiten dapat melakukan penyesuaian atas pengungkapan fakta material tidak terbatas hanya pada fakta material yang telah diatur dalam ketentuan Bapepam. Pengungkapan atas fakta material tersebut harus dilakukan secara jelas dengan penekanan yang sesuai dengan bidang usaha atau sektor industrinya, sehingga Prospektus tidak menyesatkan. Emiten, Penjamin Pelaksana Emisi, dan Lembaga serta Profesi Pemunjang Pasar Modal bertanggung jawab untuk menentukan dan mengungkapkan fakta tersebut secara jelas dan mudah dibaca.

Prospektus merupakan salah satu dokumen yang harus disertakan dalam pernyataan pendaftaran oleh emiten yang melakukan penawaran umum. Pernyataan pendaftaran menurut Undang-Undang Pasar Modal (UUPM) pasal 1 angka 19 adalah :

"Pernyataan pendaftaran adalah dokumen yang wajib disampaikan kepada Badan Pengawas Pasar Modal oleh emiten dalam rangka penawaran umum atau perusahaan publik"

Bila kita melihat definisi diatas tercantum dengan jelas bahwa pernyataan pendaftaran berbentuk dokumen yang diajukan ke Bapepam. Dokumen ini kemudian diatur lebih lanjut dalam ketentuan Bapepam. Bapepam kemudian mengeluarkan ketentuan yang mengatur tentang pernyataan pendaftaran ini, dan mengharuskan emiten dalam upayanya untuk melakukan penawaran umum agar menyertakan dokumen-dokumen dalam pernyataan pendaftarannya sebagai berikut⁷ :

1. surat pengantar Pernyataan Pendaftaran;
2. Prospektus;
3. Propektus Ringkas yang akan digunakan dalam Penawaran Umum (jika dipersyaratkandalam Peraturan Nomor: IX.A.2);
4. Prospektus Awal yang akan digunakan dalam rangka Penawaran Awal (jika ada); dan
5. Dokumen lain yang diwajibkan sebagai bagian dari Pernyataan Pendaftaran.

Disini dapat dilihat dengan jelas, bahwa Prospektus adalah bagian dari dokumen yang harus disertakan oleh emiten dalam mengajukan pernyataan pendaftaran ke Bapepam untuk upayanya melakukan penawaran umum.

⁷ Bapepam, *Op cit*, angka 2.

Dan yang menyusun prospektus adalah emiten beserta jajaran manajemennya serta dibantu oleh pihak-pihak lain. Tetapi disini juga dicantumkan keharusan untuk menyertakan dokumen lain di pernyataan pendaftaran. Dan yang termasuk ke dalam dokumen lain menurut ketentuan Bapepam adalah⁸ :

- Rencana jadwal penawaran umum;
- Contoh surat efek;
- Laporan keuangan yang sudah diaudit oleh akuntan;
- Surat dari Akuntan (*comfort letter*) sehubungan dengan perubahan keadaan keuangan Emiten;
- Surat pernyataan dari Emiten di bidang akuntansi;
- Keterangan lebih lanjut tentang prakiraan dan atau proyeksi, jika dicantumkan dalam Prospektus;
- Laporan pemeriksaan dan pendapat dari segi hukum;
- Riwayat hidup dari para anggota komisaris dan direksi;
- Perjanjian Penjaminan Emisi Efek (jika ada);
- Perjanjian Perwaliamanatan (jika ada);
- Perjanjian Penanggungan (jika ada);
- Perjanjian Pendahuluan dengan satu atau beberapa Bursa Efek (jika akan dicatatkan di Bursa Efek);
- Informasi lain sesuai permintaan Bapepam yang dipandang perlu dalam penelaahan Pernyataan Pendaftaran, sepanjang dapat diumumkan kepada masyarakat tanpa merugikan kepentingan Emiten atau Pihak lain yang terafiliasi dalam proses Penawaran Umum;
- Peringkat yang dikeluarkan oleh Perusahaan Pemeringkat Efek atas obligasi atau Efek yang bersifat hutang lainnya; dan
- Pernyataan tentang kelengkapan dokumen Penawaran Umum dari:
 - 1) Emiten;
 - 2) Penjamin Pelaksana Emisi Efek; dan
 - 3) Profesi Penunjang Pasar Modal.

⁸ *Ibid*, angka 6.

Untuk melakukan penawaran umum, emiten harus mempersiapkan semua dokumen diatas. Dokumen tersebut disusun oleh emiten beserta pihak-pihak lain yang terkait.

Melihat pada bagian akhir dari dokumen yang harus disertakan dalam pernyataan pendaftaran diatas, disebutkan bahwa kelengkapan dokumen dalam pernyataan pendaftaran harus disertakan surat pernyataan yang berisikan bahwa dokumen yang disertakan adalah benar. Pada angka tiga pada bagian tersebut disebutkan Profesi Penunjang Pasar Modal. Dan menurut Undang-undang pasar modal Indonesia yang termasuk kedalam profesi penunjang pasar modal adalah akuntan, konsultan hukum, penilai, notaris, dan profesi lain yang ditetapkan oleh peraturan pemerintah.⁹

Melihat dari keseluruhan peraturan Bapepam diatas maka dapat disimpulkan bahwa pihak-pihak yang menyusun prospektus adalah sebagai berikut :

1. Emiten;
2. Akuntan Publik;
3. Penjamin Pelaksana Emisi Efek;
4. Wali amanat (jika ada);
5. Penanggung (jika ada);
6. Perusahaan Pemeringkat Efek (jika ada);
7. Penilai (jika ada);
8. Notaris;
9. Konsultan Hukum;

Semua pihak yang disebutkan diatas adalah pihak-pihak yang menyusun prospektus yang terdapat didalam pernyataan pendaftaran dan prospektus sendiri merupakan sebuah risalah tentang pernyataan pendaftaran.

Tidak semua pihak yang tercantum diatas adalah pihak yang wajib menyusun sebuah prospektus. Ada beberapa pihak yang tidak diharuskan menyusun prospektus, dengan catatan hanya dalam kondisi tertentu. Untuk hal itu Penjelasan dibawah ini akan dibatasi hanya kepada para pihak yang diwajibkan harus menyusun Prospektus.

⁹ Indonesia, *Undang-undang tentang Pasar Modal*, *Op cit*, pasal 64 angka 1.

A.1. Emiten

Emiten salah satu pihak yang menyusun prospektus pada pernyataan pendaftaran. Emiten disini mempunyai kewajiban yang diharuskan oleh undang-undang untuk menyusun prospektus, jika emiten memutuskan untuk melakukan penawaran umum terhadap sahamnya di pasar modal.

Dalam kaitannya dengan penyusunan prospektus, emiten merupakan pihak yang paling bertanggung jawab dalam penyusunan prospektus, hal ini disebabkan karena hampir sebagian besar dari isi prospektus berisi tentang informasi yang berkenaan dengan emiten itu sendiri. Kewajiban emiten dalam menyusun prospektus, yaitu wajib mengemukakan semua informasi yang bersifat material tentang perusahaan dengan didasarkan kepada teori keterbukaan wajah.¹⁰

Penyusunan prospektus sendiri menurut Keputusan Ketua Bapepam Nomor 51/PM/1996 Peraturan nomor IX.C.2, terbagi kedalam dua bagian, yaitu bagian luar prospektus dan bagian dalam prospektus. Pada bagian luar dari prospektus, emiten dalam menyusun harus mencantumkan keterangan sebagai berikut :

- a. tanggal efektif;
- b. masa penawaran;
- c. tanggal penjatahan;
- d. tanggal pengembalian uang pemesanan;
- e. tanggal penyerahan surat Efek;
- f. tanggal pencatatan apabila dicatatkan di Bursa Efek;
- g. nama lengkap, alamat, logo (jika ada), nomor telepon/teleks/faksimili dan kotak pos (tidak saja kantor pusat tetapi juga pabrik serta kantor perwakilan), kegiatan usaha utama dari Emiten;
- h. nama Bursa Efek (jika ada) di mana Efek tersebut akan dicatatkan;
- i. jenis dari penawaran, termasuk uraian mengenai sifat, jumlah dan uraian singkat tentang Efek yang ditawarkan serta nilai nominal dan harga;

¹⁰ John C. Coffe, "Market Failure and The Economic Case for A Mandatory Disclosure System," *Virginia Law Review*, (Vol.79, 1984), halaman 721-722.

- j. nama lengkap dari Penjamin Pelaksana Emisi Efek dan Penjamin Emisi Efek (jika ada);
- k. tempat dan tanggal penerbitan Prospektus;
- l. pernyataan berikut dalam huruf cetak besar yang langsung dapat menarik perhatian pembaca :
- "BAPEPAM TIDAK MEMBERIKAN PERNYATAAN MENYETUJUI ATAU TIDAK MENYETUJUI EFEK INI. TIDAK JUGA MENYATAKAN KEBENARAN ATAU KECUKUPAN ISI PROSPEKTUS INI. SETIAP PERNYATAAN YANG BERTENTANGAN DENGAN HAL-HAL TERSEBUT ADALAH PERBUATAN MELANGGAR HUKUM";
- m. pernyataan bahwa Emiten dan Penjamin Pelaksana Emisi Efek (jika ada) bertanggung jawab sepenuhnya atas kebenaran semua informasi dan kejujuran pendapat yang diungkapkan dalam Prospektus sebagai berikut :
- "EMITEN DAN PENJAMIN PELAKSANA EMISI EFEK (jika ada) BERTANGGUNG JAWAB SEPENUHNYA ATAS KEBENAKAN SEMUA INFORMASI ATAU FAKTA MATERIAL SERTA KEJUJURAN PENDAPAT YANG TERUANTUM DALAM PROSPEKTUS INI; dan
- n. pernyataan singkat, dalam huruf cetak besar yang langsung dapat menarik perhatian pembaca, mengenai faktor risiko kemungkinan tidak likuidnya Efek yang ditawarkan.

Dan untuk menyusun isi prospektus, emiten harus setidaknya-tidaknya memuat beberapa informasi yang menyangkut hal-hal sebagai berikut :

- Penawaran umum;
- Rencana penggunaan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum;
- Pernyataan hutang;
- Analisis dan pembahasan oleh manajemen;
- Resiko usaha;
- Kejadian penting;
- Keterangan material tentang emiten;
- Kegiatan dan prospek usaha dari emiten
- Ikhtisar data keuangan dan operasional;
- Ekuitas;

- Kebijakan deviden;
- Perpajakan;
- Penjaminan emisi efek;
- Lembaga dan Profesi Penunjang Pasar Modal;
- Pendapat Dari Segi Hukum;
- Laporan keuangan;
- Laporan penilaian;
- Anggaran Dasar;
- Tata cara memperoleh prospektus.

Dalam pengungkapan informasi di prospektus ini emiten harus menjalankan prinsip keterbukaan wajib dengan mengungkapkan semua informasi yang bersifat material, tanpa adanya unsur *misleading* dari informasi tersebut.

A.2. Akuntan Publik

Akuntan publik adalah salah satu pihak yang menyusun prospektus. Akuntan publik ini berkewajiban memberikan hasil analisa tentang sektor keuangan dari emiten, analisa ini harus didasarkan dari segi standar akuntansi yang berlaku di Indonesia. Hal ini sesuai dengan ketentuan dalam pasal 69 angka 1 Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995, yang isinya:

"Laporan keuangan yang disampaikan kepada Bapepam wajib disusun berdasarkan prinsip akuntansi yang berlaku umum."

Yang dimaksud dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum dalam ketentuan diatas adalah standar akuntansi keuangan yang ditetapkan oleh Ikatan Akuntan Indonesia dan Praktek akuntansi lainnya yang lazim berlaku di pasar modal.

Seorang akuntan yang dapat memberikan opininya dalam sebuah prospektus diharuskan oleh ketentuan dari Bapepam untuk terdaftar di Bapepam. Untuk terdaftar untuk menjadi akuntan yang boleh melakukan kegiatan di pasar

modal, seorang akuntan harus memenuhi standar yang ditentukan oleh Bapepam, yaitu¹¹ :

- a. mempunyai izin Akuntan Publik dari Menteri Keuangan;
- b. tidak pernah melakukan perbuatan tercela dan atau dihukum karena terbukti melakukan tindak pidana di bidang keuangan;
- c. memiliki akhlak dan moral yang baik;
- d. wajib menaati kode etik yang ditetapkan oleh Institut Akuntan Publik Indonesia (IAPI) sepanjang tidak bertentangan dengan peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal;
- e. wajib menaati standar profesi yang ditetapkan oleh Institut Akuntan Publik Indonesia (IAPI) sepanjang tidak bertentangan dengan peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal;
- f. wajib menerapkan Standar Akuntansi Keuangan yang ditetapkan oleh Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) dan praktek akuntansi keuangan yang lazim berlaku di Pasar Modal;
- g. wajib bersikap independen, objektif, dan profesional dalam melakukan kegiatan di bidang Pasar Modal;
- h. telah menjadi anggota Institut Akuntan Publik Indonesia (IAPI);
- i. tidak bekerja rangkap dalam jabatan apapun pada Kantor Akuntan lain dan atau pada Pihak yang memperoleh izin, persetujuan, dan pendaftaran dari Bapepam dan I.K, serta Pihak yang mengajukan Pernyataan Pendaftaran atau yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif, kecuali:
 - komisaris Bursa Efek; dan
 - dosen pada perguruan tinggi yang tidak menduduki jabatan sebagai pimpinan, pengurus atau jabatan yang setara di perguruan tinggi.
- j. wajib memiliki keahlian di bidang Pasar Modal. Persyaratan keahlian tersebut dipenuhi melalui program Pendidikan Profesi yang diselenggarakan oleh Forum Akuntan Pasar Modal-Institut Akuntan Publik Indonesia (FAPM-IAPI) dengan jumlah paling kurang 30 (tiga puluh) satuan kredit profesi dalam satu kali keikutsertaan;

¹¹ Bapepam, *Keputusan Ketua Bapepam Nomor 41/BI/2008 Peraturan Nomor VIII.A.1*, (Jakarta : Bapepam, 1996), angka 2.

k. wajib secara terus menerus mengikuti pendidikan profesi lanjutan di bidang akuntansi Pasar Modal dan peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal yang diselenggarakan oleh Forum Akuntan Pasar Modal-Institut Akuntan Publik Indonesia (FAPM-IAPI) paling kurang 5 (lima) satuan kredit profesi setiap tahun;

Setiap informasi yang dikemukakan di prospektus oleh seorang akuntan haruslah menjunjung tinggi prinsip keterbukaan, untuk menghindari terhambatnya informasi yang ingin disampaikan ke investor. Selain itu dalam memberikan hasil audit untuk analisanya, akuntan harus menghindari informasi yang bersifat *misrepresentation* guna mencegah terjadinya *omission*.

Dalam memberikan jasa profesional, khususnya dalam memberikan opini, Akuntan wajib senantiasa mempertahankan sikap independen. Akuntan dinyatakan tidak independen apabila selama Periode Audit dan selama Periode Penugasan Profesionalnya, baik Akuntan, Kantor Akuntan Publik, maupun Orang Dalam Kantor Akuntan Publik¹²:

- a. mempunyai kepentingan keuangan langsung atau tidak langsung yang material pada klien, seperti:
 - investasi pada klien; atau
 - kepentingan keuangan lain pada klien yang dapat menimbulkan benturan kepentingan.
- b. mempunyai hubungan pekerjaan dengan klien, seperti:
 - merangkap sebagai Karyawan Kunci pada klien;
 - memiliki Anggota Keluarga Dekat yang bekerja pada klien sebagai Karyawan Kunci dalam bidang akuntansi atau keuangan;
 - mempunyai mantan rekan atau karyawan profesional dari Kantor Akuntan Publik yang bekerja pada klien sebagai Karyawan Kunci dalam bidang akuntansi atau keuangan, kecuali setelah lebih dari 1 (satu) tahun tidak bekerja lagi pada Kantor Akuntan Publik yang bersangkutan; atau
 - mempunyai rekan atau karyawan profesional dari Kantor Akuntan Publik yang sebelumnya pernah bekerja pada klien sebagai Karyawan Kunci

¹² *Ibid*, angka 3.

dalam bidang akuntansi atau keuangan, kecuali yang bersangkutan tidak ikut melaksanakan audit terhadap klien tersebut dalam Periode Audit.

c. mempunyai hubungan usaha secara langsung atau tidak langsung yang material dengan klien, atau dengan Karyawan Kunci yang bekerja pada klien, atau dengan pemegang saham utama klien. Hubungan usaha dalam butir ini tidak termasuk hubungan usaha dalam hal Akuntan, Kantor Akuntan Publik, atau Orang Dalam Kantor Akuntan Publik memberikan jasa *atestasi* dan/atau *non atestasi* kepada klien, atau merupakan konsumen dari produk barang atau jasa klien dalam rangka menunjang kegiatan rutin.

Sedangkan melihat dari tanggung jawab dari seorang akuntan di pasar modal, dalam hal tanggung jawab terhadap isi dari pelaporan hasil analisa keuangan oleh akuntan independen yang melakukan audit terhadap emiten sedikitnya harus memuat berupa hal berikut :

- Neraca konsolidasi;
- Laporan laba rugi;
- Laporan perubahan ekuitas konsolidasi;
- Laporan arus kas konsolidasi;
- Catatan atas laporan keuangan konsolidasi.

Dalam mengungkapkan informasi yang dimiliki oleh emiten, akuntan publik ini harus menjunjung independensinya sehingga tidak terjadi pernyataan *misleading* yang bisa menyebabkan *misrepresentation*.

A.3. Penjamin Emisi Efek

Hubungan antara Penjamin Emisi Efek dan emiten wajib didasarkan pada tingkat integritas usaha yang tinggi. Kewajiban penjamin emisi efek dalam kaitannya dengan penyusunan prospektus adalah dengan memberikan keterangan yang menjelaskan bahwa penjamin emisi efek yang bersangkutan bertanggung jawab terhadap berlangsungnya proses penawaran umum oleh emiten. Kewajiban ini ditandai dengan ikut menandatangani dalam pembentukan prospektus. Pertanggung jawaban dari penjamin emisi efek ini meliputi¹³ :

¹³ Bapepam, Keputusan Ketua Bapepam Nomor 30/PM/1996 Peraturan nomor V.F.1, (Jakarta : Bapepam, 1996), angka 4.

1. Pemasaran Efek;
2. Penjataan Efek; dan
3. Pengembalian uang pembayaran pesanan Efek yang tidak memperoleh penjataan.

Penjamin emisi efek yang merupakan terjemahan dari *underwriter* adalah perusahaan swasta atau BUMN yang menjadi penanggung jawab atas terjualnya efek emiten kepada investor. Sebelum pernyataan pendaftaran diajukan ke Bapepam, emiten harus menunjuk penjamin emisi efek. Pada mekanismenya sebenarnya, penjamin emisi efek inilah yang menjual efek, sedangkan emiten hanya menerbitkannya. Setelah emiten menerbitkan efek, maka emiten menawarkan kepada penjamin emisi efek untuk menjual efek tersebut. Selanjutnya penjamin emisi efek akan melayani pembelian oleh perusahaan pialang, yang mewakili investor atau untuk portfolionya sendiri.¹⁴

Penjamin Emisi Efek mempunyai tanggungjawab terhadap kelangsungan berjalannya proses penawaran umum yang dilakukan oleh emiten. Secara tidak langsung penjamin emisi efek ini bertanggungjawab terhadap isi yang dicantumkan baik di Pernyataan Pendaftaran maupun informasi yang tercantum didalam Prospektus. Hal ini sesuai dengan ketentuan yang diatur oleh Bapepam, penjamin emisi efek bertanggung jawab terhadap pemasaran efek. Dan prospektus termasuk kedalam proses pemasaran efek.

Pada prakteknya penjamin emisi efek bersama-sama dengan emiten mengawasi dan memperhatikan semua informasi yang dicantumkan di prospektus, hal ini juga mengakibatkan mereka bertanggung jawab langsung terhadap semua informasi yang tercantum. Dalam hal ini, semua profesi penunjang pasar modal seperti, akuntan, konsultan hukum, notaries, lembaga penilai, hanya bertanggung jawab terhadap informasi berupa keterangan yang mereka cantumkan didalam prospektus. Profesi penunjang pasar modal pertanggung jawabannya terbatas.

Hal ini berlainan dengan emiten dan penjamin emisi efek. Kedua pihak ini bertanggung jawab penuh atas semua isi yang dicantumkan di dalam prospektus. Karena hal-hal ini dalam melakukan proses penawaran umum sangat disarankan antara emiten dan penjamin emisi efek harus saling bekerja sama

¹⁴ Sawidji Widostmodjo, *Jurus Jitu Go Public*. (Jakarta : PT. Elex Media Komputindo, 2004), halaman 63.

dengan kontinu dari awal proses sampai akhir proses. Dalam melakukan kerjasama ini, kedua pihak melakukan tindakan :

- Penjamin emisi efek memberi nasehat dan bernegosiasi dengan emiten dalam hal penetapan harga efek pada saat penjualan perdana. Jadi tinggi rendahnya harga perdana saham yang akan dibeli investor tergantung kesepakatan antara penjamin emisi efek dengan emiten.
- Penjamin emisi efek melakukan penjatahan (*allotment*), bila penawaran efek mengalami kelebihan permintaan (*oversubscribed*).

A.1. Konsultan Hukum

Konsultan hukum, sebagai salah satu penyusun dari prospektus yang diwajibkan oleh undang-undang. Konsultan adalah seorang penasehat hukum yang menganalisa semua aspek hukum dari emiten yang akan melakukan penawaran umum.

Sebagai konsultan hukum yang melakukan kegiatan di pasar modal harus sudah terdaftar di pasar modal,¹⁵ dengan persyaratan teknis yang ditentukan oleh Bapepam, yaitu¹⁶ :

- telah diangkat sebagai Advokat sesuai ketentuan Undang-undang Nomor 18 tahun 2003 tentang Advokat serta telah menjadi anggota Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal.
- berkedudukan sebagai rekan pada Kantor Konsultan Hukum atau bekerja pada Kantor Konsultan Hukum dan memiliki kewenangan yang diberikan oleh para rekan untuk mengikatkan diri dengan pihak ketiga atas nama Kantor Konsultan Hukum.
- bekerja pada Kantor Konsultan Hukum yang memiliki dan menerapkan sistem pengendalian mutu dalam melakukan uji tuntas hukum dan memberikan pendapat hukum.

Disamping persyaratan teknis diatas. Seorang konsultan hukum di pasar modal Indonesia harus memenuhi syarat dasar yang ditentukan Bapepam, yaitu¹⁷ :

¹⁵ Indonesia, *Undang-undang tentang Pasar Modal, Op cit*, pasal 64 angka 2.

¹⁶ Bapepam, *Press Release Penerbitan Peraturan*. (Jakarta : Bapepam, 2008).

- a. Warga Negara Indonesia;
- b. Advokat sesuai ketentuan Undang-undang Advokat;
- c. anggota Organisasi Advokat sebagaimana dimaksud dalam Undang-undang Advokat;
- d. anggota Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM);
- e. bergelar sarjana dalam pendidikan tinggi hukum (S1);
- f. tidak pernah melakukan perbuatan tercela dan atau dihukum karena terbukti melakukan tindak pidana di bidang keuangan;
- g. memiliki akhlak dan moral yang baik;
- h. wajib melakukan uji tuntas hukum dan memberikan pendapat hukum sesuai dengan standar profesi Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM) atau standar uji tuntas hukum dan standar pendapat hukum lainnya yang lazim berlaku sepanjang tidak diatur dalam standar profesi yang disusun oleh Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM);
- i. wajib menaati kode etik profesi yang disusun oleh Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM);
- j. wajib bersikap independen, obyektif, dan profesional dalam menjalankan tugasnya;
- k. wajib memiliki keahlian di bidang Pasar Modal. Persyaratan keahlian tersebut dapat dipenuhi melalui Pendidikan Profesi yang diselenggarakan oleh Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM) atau Pihak lain yang disetujui oleh Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM) dengan jumlah paling kurang 30 (tiga puluh) satuan kredit profesi dalam satu kali keikutsertaan;
- l. wajib secara terus-menerus mengikuti Pendidikan Profesi lanjutan yang diselenggarakan oleh Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM) atau pihak lain yang disetujui oleh Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal (HKHPM) dengan jumlah sekurang-kurangnya 5 (lima) satuan kredit profesi setiap tahun;
- m. berkedudukan sebagai rekan pada Kantor Konsultan Hukum yang memenuhi persyaratan sebagai berikut:

¹⁾ Bapepam, Keputusan Ketua Bapepam Nomor 261/BL/2008 Peraturan Nomor VIII.E.1, (Jakarta: Bapepam, 2008), angka 3.

- dipimpin oleh rekan yang bertanggung jawab atas uji tuntas hukum dan pendapat hukum;
- dalam melakukan uji tuntas hukum, menerapkan paling tidak 2 (dua) jenjang pengendalian (supervisi) yaitu rekan yang bertanggung jawab menandatangani laporan, dan pengawas menengah yang melakukan pengawasan terhadap staf pelaksana;
- memiliki dan menerapkan sistem pengendalian mutu dalam melakukan uji tuntas hukum dan memberikan pendapat hukum; dan
- bagi Kantor Konsultan Hukum yang hanya memiliki 1 (satu) orang rekan yang terdaftar sebagai Konsultan Hukum di Bapepam dan LK, untuk dapat melaksanakan kegiatan di Pasar Modal wajib membuat surat perjanjian kerja sama dengan Kantor Konsultan Hukum lain yang memiliki rekan yang sudah terdaftar di Bapepam dan LK tentang pengalihan tanggung jawab apabila Konsultan Hukum yang bersangkutan berhalangan untuk melaksanakan tugasnya.

Dalam hal Konsultan Hukum tidak berkedudukan sebagai rekan, maka Konsultan Hukum dimaksud wajib bekerja pada Kantor Konsultan Hukum dan memiliki kewenangan yang diberikan oleh para rekan untuk mengikatkan diri dengan pihak ketiga atas nama Kantor Konsultan Hukum.

Di era persaingan mekanisme pangs pasar (*market competitiveness mechanism*), manfaat dan faidah uji tuntas pengecekan masalah hukum (*legal audit*) menjadi sangat penting. Dalam menyusun suatu *legal opinion* yang didasarkan dari legal audit, seorang konsultan hukum harus memperhatikan hal-hal penting yaitu¹² :

- a. Pemeriksaan dokumen penting persero dan mekanisme aktivitas operasional persero. Pemeriksaan ini terdiri dari pemeriksaan terhadap, akta pendirian, perubahan akta dan kedudukan emiten, perijinan persero, perpajakan, modal perusahaan, aset dan kekayaan emiten;
- b. Dokumen kontrak karya dan perikatan perjanjian berupa jumlah pinjaman modal, periode pembayaran kembali kredit, penunjukan keagenan, distributor.

¹² Airlan Amos, *Legal Opinion Aktualisasi Teoritis & Empiris*, (Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada, 2007), halaman 10-12

sistem pembagian keuntungan, serta aktiva dan pasiva emiten periode enam bulan terakhir, termasuk rekening Koran dan rekening bank;

- c. Dokumen perubahan anggaran dasar atau anggaran rumah tangga emiten, serta bukti-bukti notariel yang berkaitan dengan saham pribadi para pendiri serta saham pihak ketiga, utang piutang emiten dengan pihak ketiga maupun dengan pihak kreditor bank;
- d. Catatan penting risalah rapat direksi dari tahun ke tahun, perubahan penting kebijakan emiten (*corporate policy*) selama kurun waktu satu tahun terakhir sebelum diadakan pemeriksaan hukum (*legal audit*);
- e. Perjanjian-perjanjian yang dibuat dengan pihak ketiga yang terkait masalah hukum, baik yang telah berjalan dan yang akan dijalankan dikemudian hari yang hakikatnya sudah dapat diprediksi dari saat dimulainya pemeriksaan sesuai dengan daftar masalah yang disediakan untuk itu, yang dituangkan secara terperinci dalam Daftar Inventaris Masalah (DIM) yang memisahkan proses hukum yang bersifat litigasi dan non litigasi untuk persiapan tidak lanjut penyelesaian masalah hukum bagi semua kepentingan emiten;
- f. Melakukan pemenuhan prestasi kepada pihak ketiga dengan persero, baik yang berhubungan dengan instansi maupun dengan instansi pemerintah dan pihak swasta lainnya, khususnya yang terkait dengan sistem manajemen operasional emiten baik sebelum maupun perubahan situasi dalam tubuh emiten, hal ini untuk mencegah terjadinya sengketa hukum lanjutan yang berkepanjangan sehingga tidak memungkinkan emiten dialihkan ke pihak lain yang dapat mengakomodasi bantuan berupa suntikan tambahan pendanaan dan pengalihan aset emiten.

Kecaram persediaan diatas merupakan hal yang sangat vital bagi kelangsungan operasional emiten, disamping perlu adanya suatu *pre-assumpsi* yang bersifat protektif terhadap emiten untuk diambil alih oleh pihak pemodal yang berminat, agar tidak terlalu sulit dalam masalah hukum yang nantinya akan mengurungkan niat dari para investor karena besarnya resiko. Semua itu dapat membatalkannya transaksi pembelian saham emiten tersebut.

Konsultan hukum disini, harus bertindak independen, tidak menihak siapa pun dan harus menilai posisi hukum dari emiten dari informasi hasil

pemeriksaan langsung kedalam struktur perseroan emiten dan bukti-bukti hukum dari emiten yang dapat dipertanggungjawabkan.

B. Pertanggungjawaban Prospektus Tidak Benar

Dalam mekanisme pasar modal di Indonesia, otoritas tertinggi sebagai pengawas pasar modal adalah Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-Lk).

Pada awal sejarahnya, Bapepam selalu berubah-ubah fungsi. Sebelum tahun 1990, Bapepam yang pada waktu itu bernama Bapepum juga menjalankan fungsi sebagai penyelenggara bursa efek. Tetapi dengan dikeluarkannya Keputusan Presiden Nomor 53/1990 dan Surat Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548/1990, menandai era baru bagi perkembangan pasar modal di Indonesia. Setelah tahun 1990, struktur pasar modal di Indonesia mengalami perubahan. Bapepam memfokuskan diri untuk mengawasi dan membina pasar modal, sedangkan masalah pasar uang akan diserahkan kepada otoritas perbankan Bank Indonesia.

Pada saat ini sebagai akibat dari tuntutan globalisasi, Bapepam selaku bagian dari sistem keuangan dunia tidak bisa menutup diri dari perkembangan teknologi dan informasi dunia. Bapepam kembali menggabungkan fungsi pengawasan terhadap dua sektor keuangan, pasar modal dan lembaga keuangan. Sektor jasa keuangan yang mencakup antara lain pasar modal, perbankan, dana pensiun, asuransi, dan lembaga keuangan lainnya, adalah industri yang sangat dinamis, kompleks, selalu berubah serta mempunyai *interdependensi* yang sedemikian tinggi antara satu sektor dengan lainnya baik di tingkat domestik, regional maupun global. Karakteristik tersebut membawa setidaknya dua konsekuensi utama, yaitu para pelaku di sektor jasa keuangan harus mampu beradaptasi dengan perubahan yang terjadi dan regulator harus pula mempersiapkan dirinya untuk menghadapi dinamika dari perubahan tersebut.

Selain itu, kecenderungan diterapkannya sistem pengawasan industri jasa keuangan secara terpadu yang mengawasi tidak hanya pasar modal tetapi juga perusahaan asuransi, dana pensiun dan lembaga keuangan lainnya termasuk

perbankan oleh beberapa negara selama satu dekade terakhir, menjadi pemicu bagi regulator untuk menyesuaikan diri dengan perubahan tersebut. Sebagai gambaran atas kondisi yang berlaku di beberapa negara, jika sebelumnya institusi pengawas pasar modal dilakukan oleh institusi khusus pengawas pasar modal, maka saat ini pengawasan dilakukan oleh suatu institusi pengawas terpadu yang mengawasi seluruh kegiatan sektor keuangan.

Institusi pengawasan terpadu ini dibentuk dengan maksud untuk menciptakan lembaga pengawas yang terintegrasi bagi pasar modal, perbankan, dana pensiun, asuransi serta lembaga keuangan lainnya. Hal ini ditujukan dalam rangka mengurangi tingkat risiko di sektor keuangan dan mengantisipasi berkembangnya *universal product*, meningkatkan kepercayaan pasar, perlindungan konsumen, transparansi, standar praktik bisnis keuangan, dan mengurangi kejahatan di bidang keuangan.

GBHN 1999 – 2004 telah merespon dinamika perubahan industri jasa keuangan tersebut, dimana dinyatakan bahwa dalam rangka menciptakan industri pasar modal yang efektif dan efisien, perlu dibentuk suatu lembaga independen yang mengawasi kegiatan di bidang pasar modal dan lembaga keuangan. Berdasarkan Pasal 34 ayat (1) Undang-undang Nomor 23 Tahun 1999 sebagaimana diubah dengan Undang-undang Nomor 3 Tahun 2004 tentang Bank Indonesia, disebutkan bahwa

"pengawasan industri jasa keuangan dilakukan oleh lembaga pengawas sektor jasa keuangan yang independen"

Dalam *Road Map* Departemen Keuangan dan Kebijakan Sektor Keuangan, telah dicanangkan adanya integrasi pengawasan sektor jasa keuangan non bank yang merupakan langkah awal untuk membentuk suatu pengawas jasa keuangan yang terintegrasi. Penggabungan Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dan Direktorat Jenderal Lembaga Keuangan (DJLK) merupakan persiapan dalam rangka pembentukan institusi dimaksud. Hingga pada akhirnya Bapepam sekarang berubah nama menjadi Bapepam –Lk.

Bapepam dan Lembaga Keuangan mempunyai tugas membina, mengatur, dan mengawasi sehari-hari kegiatan pasar modal serta merumuskan dan melaksanakan kebijakan dan standarisasi teknis di bidang lembaga keuangan,

sesuai dengan kebijakan yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan, dan berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku. Dalam melaksanakan tugas tersebut Bapepam dan Lembaga Keuangan menyelenggarakan fungsi sebagai berikut :

1. Penyusunan peraturan di bidang pasar modal;
2. Penegakan peraturan di bidang pasar modal;
3. Pembinaan dan pengawasan terhadap pihak yang memperoleh izin usaha, persetujuan, pendaftaran dari Badan dan pihak lain yang bergerak di pasar modal;
4. Penetapan prinsip-prinsip keterbukaan perusahaan bagi Emiten dan Perusahaan Publik;
5. Penyelesaian keberatan yang diajukan oleh pihak yang dikenakan sanksi oleh Bursa Efek, Kliring dan Penjaminan, dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian;
6. Penetapan ketentuan akuntansi di bidang pasar modal;
7. Penyiapan perumusan kebijakan di bidang lembaga keuangan;
8. Pelaksanaan kebijakan di bidang lembaga keuangan, sesuai dengan ketentuan perundang-undangan yang berlaku;
9. Perumusan standar, norma, pedoman kriteria dan prosedur di bidang lembaga keuangan;
10. Pemberian bimbingan teknis dan evaluasi di bidang lembaga keuangan;
11. Pelaksanaan tata usaha Badan.

Bila disimpulkan, tugas dari Bapepam adalah mengawasi kegiatan pasar modal dan lembaga keuangan, Bapepam memiliki wewenang di pasar modal untuk melakukan berbagai fungsi. Secara garis besar fungsi-fungsi yang dimiliki Bapepam adalah fungsi pembuatan aturan (*rule making*), pemeriksaan dan penyidikan, dan penegakan hukum (*law enforcement*). Fungsi *rule making* bersifat *quasi legislatif*, karena Bapepam bukan merupakan badan yang dibentuk negara untuk membuat peraturan perundang-undangan tetapi diberikan kewenangan oleh undang-undang untuk membuat peraturan khusus dibidang pasar modal.

Undang-undang pasar modal memberikan kewenangan kepada Bapepam untuk melakukan penegakan hukum dengan melakukan penyelidikan, pemeriksaan, sampai menjatuhkan denda dan sanksi atas setiap pelanggaran dan

kejahatan dibidang pasar modal. Untuk kejahatan dibidang pasar modal fungsi penuntutan ada pada lembaga Kejaksaan. Undang-undang pasar modal juga memberikan wewenang kepada Bapepam untuk melakukan tindakan hukum *repressif* dengan melakukan tindakan pemeriksaan, penyelidikan, pengenaan sanksi administratif dan denda. Fungsi ini disebut dengan fungsi kekuasaan *quasi judicial*. Kewenangan Bapepam dalam melakukan penyidikan dan pemeriksaan, yaitu¹⁹ :

- (1) Bapepam dapat mengadakan pemeriksaan terhadap setiap Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya.
- (2) Dalam rangka pemeriksaan, Bapepam mempunyai wewenang untuk :
 - a. meminta keterangan dan atau konfirmasi dari Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya atau Pihak lain apabila dianggap perlu;
 - b. mewajibkan Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya untuk melakukan atau tidak melakukan kegiatan tertentu;
 - c. memeriksa dan atau membuat salinan terhadap catatan, pembukuan, dan atau dokumen lain, baik milik Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya maupun milik Pihak lain apabila dianggap perlu; dan atau
 - d. menetapkan syarat dan atau mengizinkan Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya untuk melakukan tindakan tertentu yang diperlukan dalam rangka penyelesaian kerugian yang timbul.
- (3) Pengaturan mengenai tata cara pemeriksaan, diatur lebih lanjut dengan Peraturan Pemerintah.

¹⁹ Indonesia, *Undang-undang Pasar Modal*, *Op cit*, pasal 100.

- (4) Setiap pegawai Bapepam yang diberi tugas atau Pihak lain yang ditunjuk oleh Bapepam untuk melakukan pemeriksaan dilarang memanfaatkan untuk diri sendiri atau mengungkapkan informasi yang diperoleh berdasarkan Undang-undang ini kepada Pihak mana pun, selain dalam rangka upaya mencapai tujuan Bapepam atau jika diharuskan oleh Undang-undang lainnya”.

dan 101 Undang-undang Pasar Modal :

- (1) Dalam hal Bapepam berpendapat pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya mengakibatkan kerugian bagi kepentingan Pasar Modal dan atau membahayakan kepentingan pemodal atau masyarakat, Bapepam menetapkan dimulainya tindakan penyidikan.
- (2) Pejabat Pegawai Negeri Sipil tertentu di lingkungan Bapepam diberi wewenang khusus sebagai penyidik untuk melakukan penyidikan tindak pidana di bidang Pasar Modal berdasarkan ketentuan dalam Kitab Undang-undang Hukum Acara Pidana.
- (3) Penyidik yang dilakukan Bapepam berwenang :
- a. menerima laporan, pemberitahuan, atau pengaduan dari seseorang tentang adanya tindak pidana di bidang Pasar Modal;
 - b. melakukan penelitian atas kebenaran laporan atau keterangan berkenaan dengan tindak pidana di bidang Pasar Modal;
 - c. melakukan penelitian terhadap Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
 - d. memanggil, memeriksa, dan meminta keterangan dan barang bukti dari setiap Pihak yang disangka melakukan, atau sebagai saksi dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
 - e. melakukan pemeriksaan atas pembukuan, catatan, dan dokumen lain berkenaan dengan tindak pidana di bidang Pasar Modal;
 - f. melakukan pemeriksaan di setiap tempat tertentu yang diduga terdapat setiap barang bukti pembukuan, pencatatan, dan dokumen lain serta melakukan penyitaan terhadap barang yang dapat dijadikan bahan bukti dalam perkara tindak pidana di bidang Pasar Modal;

- g. memblokir rekening pada bank atau lembaga keuangan lain dari Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
 - h. meminta bantuan ahli dalam rangka pelaksanaan tugas penyidikan tindak pidana di bidang Pasar Modal; dan
 - i. menyatakan saat dimulai dan dihentikannya penyidikan.
- (4) Dalam rangka pelaksanaan penyidikan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1), Bapepam mengajukan permohonan izin kepada Menteri untuk memperoleh keterangan dari bank tentang keadaan keuangan tersangka pada bank sesuai dengan peraturan perundang-undangan di bidang perbankan.
- (5) Penyidik sebagaimana dimaksud dalam ayat (2) memberitahukan dimulainya penyidikan dan menyampaikan hasil penyidikannya kepada penuntut umum sesuai dengan ketentuan yang diatur dalam Kitab Undang-undang Hukum Acara Pidana UU R.I No.8/1995.

Pada prinsipnya mekanisme dari pasar modal, sangat bergantung kepada tersedianya informasi. Sedangkan informasi yang beredar di pasar modal sangat sulit untuk di kontrol. Berkaitan dengan fungsi dari Bapepam, pengawasan dilakukan terhadap semua informasi yang masuk ke pasar modal, termasuk diantaranya informasi yang disajikan didalam prospektus. Bapepam dalam memeriksa kelengkapan dari isi prospektus, harus menjunjung tinggi prinsip keterbukaan. Hal ini dilakukan untuk melindungi kepentingan dari investor, terutama investor kecil.

Apabila ditemukan tindakan pelanggaran terhadap ketentuan dalam Undang-undang Pasar Modal, maka Bapepam harus bertindak tegas. Ketegasan tindakan yang dilakukan Bapepam akan sangat berpengaruh terhadap iklim investasi di pasar modal Indonesia. Tindakan tegas ini dapat dikenakan langsung terhadap pelaku yang melakukan pelanggaran, dan ini berlaku untuk semua unsur dari pasar modal, penyelenggara dan pelaku pasar modal.

Bila dikaitkan dengan pertanggungjawaban dari isi yang tertera didalam prospektus, pada prinsipnya menjadi tanggung jawab semua pihak yang terlibat dalam penyusunan prospektus. Dan seperti yang sudah dijelaskan, bahwa

penyusun dari prospektus adalah emiten, penjamin emisi efek, akuntan publik, penilai, peneringkat efek, wali amanat, penanggung, notaris dan penanggung.

Tetapi pada prakteknya, tidak semua pihak-pihak diatas berpartisipasi dalam penyusunan prospektus. Ada tidaknya pihak-pihak diatas terlibat dalam penyusunan prospektus tergantung dari bidang yang dijalankan oleh emiten tersebut.

B.1. Pertanggungjawaban Emiten

Emiten sangat berperan dalam pembentukan prospektus. Besarnya peran yang dimiliki oleh emiten secara tidak langsung menjadikan emiten pihak yang paling bertanggung jawab terhadap isi dari prospektus. Hal ini disebabkan karena prospektus merupakan dokumen yang menjadi bagian dari pernyataan pendaftaran yang diajukan emiten kepada Bapepam, dan bisa disimpulkan bahwa emiten sangat berkepentingan dengan isi dari prospektus untuk mendapatkan modal yang diinginkan dari pasar modal. Adanya unsur kepentingan disini yang memungkinkan terjadinya peluang untuk memanipulasi informasi yang bersifat material.

Bila terjadinya informasi yang tidak benar dalam prospektus maka sebagai seorang investor harus mengetahui pihak mana yang dapat dimintakan pertanggung jawaban. Menurut Undang-undang Pasar Modal No.8 tahun 1995 pasal 80, disebutkan :

"Jika Pernyataan Pendaftaran dalam rangka Penawaran Umum memuat informasi yang tidak benar tentang Fakta Material atau tidak memuat informasi tentang Fakta Material sesuai dengan ketentuan Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya sehingga informasi dimaksud menyesatkan, maka:

- a. setiap Pihak yang menandatangani Pernyataan Pendaftaran*
 - b. direktur dan komisaris Emiten pada waktu Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif*
 - c. Penjamin Pelaksana Emisi Efek; dan*
 - d. Profesi Penunjang Pasar Modal atau Pihak lain yang memberikan pendapat atau keterangan dan atas persetujuannya dimuat dalam Pernyataan Pendaftaran;*
- wajib bertanggung jawab, baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama, atas kerugian yang timbul akibat perbuatan dimaksud."*

Pertanggungjawaban yang harus dijalankan oleh emiten dalam konteks kesalahan informasi yang tercantum dalam prospektus, berada pada direktur dan komisaris dari emiten tersebut.

Dalam melakukan penyusunan prospektus direktur dan komisaris harus mendasarkannya pada prinsip *fiduciary duty* dan *ultra vires* dibantu oleh seluruh jajaran manajemen emiten untuk meneliti dan memantau langsung isi dari prospektus sebelum diajukan ke Bapepam. Dikarenakan direksi dan dewan komisaris bertanggung jawab atas tindakan yang dilakukan oleh emiten. Direksi dalam menjalankan proses penawaran umum harus untuk kepentingan dari perseroan dengan kebijakan yang tepat sesuai dengan peraturan yang berlaku dan anggaran dasar dari emiten.²⁰

Fiduciary duty adalah sebuah teori yang mengkaitkan Direksi yang kedudukannya sebagai *trustee* menjalankan tugasnya dengan prinsip *fiduciary duty* yang dilandasi oleh unsure kepercayaan (*trust*). Prinsip ini hanya bisa berjalan jika diikuti oleh prinsip-prinsip lainnya, antara lain *duty of care* (kewajiban untuk memelihara, berhati-hati dalam mengambil keputusan dan memperdulikan kondisi perseroan), *duty of good faith* (keharusan untuk mengurus perusahaan dengan itikad baik), *duty of loyalty* (kewajiban untuk mengambil kebijakan sesuai dengan visi, misi dan tujuan perusahaan). Prinsip-prinsip ini banyak disinggung dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas, pada pasal-pasal yang mengatur tentang direksi.

Pertanggungjawaban dari direksi ini juga diatur dalam ketentuan dalam Undang-undang Perseroan Terbatas No.40 tahun 2007 pasal 97 angka (1) sampai dengan angka (5), yang isinya :

- (1) Direksi bertanggungjawab atas pengurusan perseroan sebagaimana yang dimaksud dalam pasal 92 ayat (1);
- (2) Pengurusan sebagaimana dimaksud pada ayat (1), wajib dilaksanakan setiap anggota direksi dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab;
- (3) Setiap anggota dari direksi bertanggung jawab penuh secara pribadi atas kerugian perseroan apabila yang bersangkutan bersalah atau lalai menjalankan tugasnya sesuai dengan ketentuan sebagaimana yang dimaksud pada ayat (2);

²⁰ Indonesia, *Undang-undang Perseroan Terbatas UU No.40 Tahun 2007*, (Jakarta : Pustaka Yustisia, 2007), pasal 92 angka 1 dan 2.

(4) Dalam hal direksi terdiri atas 2 anggota direksi atau lebih, tanggungjawab sebagaimana dimaksud pada ayat 3 berlaku secara tanggung renteng bagi setiap anggota direksi;.....”

Melihat ketentuan diatas, bisa disimpulkan apabila terdapat kesalahan dalam mengungkapkan informasi yang terdapat di prospektus maka yang bertanggung jawab adalah direksi dan dewan komisaris. Kedua unsur perseroan tersebut bertanggung jawab penuh atas semua tindakan yang dilakukan oleh perseroan, termasuk didalamnya tindakan untuk melakukan penawaran umum dan prospektus merupakan bagian dari penawaran umum tersebut.

Tetapi dalam memberikan pertanggung jawaban, baik direksi maupun dewan komisaris harus dilihat apakah tindakan yang dilakukan oleh perseroan tersebut sudah dicantumkan dalam anggaran dasar perseroan atau tidak, Karena syarat suatu tindakan dapat dikategorikan sebagai tindakan perseroan adalah semua tindakan tersebut sudah dicantumkan didalam anggaran dasar perseroan, yang secara tidak langsung telah disetujui oleh para pemegang saham.

B.2. Pertanggungjawaban Profesi Penunjang

Konsultan Hukum, Akuntan Publik, Penilai (*Appraisal*) dan profesi lainnya yang termasuk sebagai Profesi Penunjang Pasar Modal diatur keberadaannya dalam Bab VIII UUPM. Dalam Pasal 66 UUPM ini disebutkan, bahwa

“setiap Profesi Penunjang Pasar Modal wajib menaati kode etik dan standar profesi yang ditetapkan oleh asosiasi profesi masing-masing sepanjang tidak bertentangan dengan Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya.”

Selanjutnya dalam Pasal 67 UUPM dinyatakan, bahwa

“Dalam melakukan kegiatan usaha di bidang Pasar Modal, Profesi Penunjang Pasar Modal wajib memberikan pendapat atau penilaian yang independen”.

Ketentuan ini menuntut Profesi Penunjang Pasar Modal untuk membuat pendapat atau penilaian dilakukan secara profesional dan hasilnya bersifat objektif dan wajar. Misalnya profesi hukum (konsultan hukum) dalam

melaksanakan *due diligence* atau tugas yang diberikan padanya dalam rangka membuat pendapat hukum (*legal opinion*) harus mengkaji dan mempelajari semua dokumen perusahaan dan dokumen-dokumen hukum lainnya dengan teliti dan cermat. Hal ini perlu menjadi ingatan, agar nantinya tidak terjadi pernyataan yang *misleading* yang diakibatkan oleh *ommission*. Oleh karena menurut Pasal 80 UUPM Profesi Penunjang Pasar Modal mempunyai tanggung jawab terhadap pernyataan yang *misleading* dan tindakan *ommission* tersebut. Secara lengkapnya ketentuan tanggung jawab Profesi Penunjang Pasar Modal ini diuraikan sebagai berikut. Pasal 80 angka 2 UUPM menyatakan, bahwa:

- (2) Pihak sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) huruf d hanya bertanggung jawab atas pendapat atau keterangan yang diberikannya.
- (3) Ketentuan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) tidak berlaku dalam hal Pihak sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) huruf c dan huruf d dapat membuktikan bahwa Pihak yang bersangkutan telah bertindak secara profesional dan telah mengambil langkah-langkah yang cukup untuk memastikan bahwa:
 - a. pernyataan atau keterangan yang dimuat dalam Pernyataan Pendaftaran adalah benar; dan
 - b. tidak ada Fakta Material yang diketahuinya yang tidak dimuat dalam Pernyataan Pendaftaran yang diperlukan agar Pernyataan Pendaftaran tersebut tidak menyesatkan.
- (4) Tuntutan ganti rugi dalam hal terjadi pelanggaran sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) hanya dapat diajukan dalam jangka waktu 5 (lima) tahun sejak Pernyataan Pendaftaran efektif."

Melihat dari ketentuan yang tertera pada angka 3 pasal 80 diatas, maka setiap profesi penunjang yang terlibat dalam penyusunan prospektus hanya bertanggung jawab terhadap keterangan yang mereka buat. Jadi pertanggung jawaban hanya terbatas kepada informasi yang diungkap saja bukan terhadap keseluruhan isi dari prospektus. Dan pertanggung jawaban itu juga terbatas oleh waktu yakni 5 tahun. Jadi seandainya dalam jangka waktu lima tahun tidak ada pihak yang mengajukan pertanggung jawaban maka demi hukum pertanggung jawaban tersebut tidak bisa dipenuhi.

C. Jenis Tanggung Jawab

Pertanggungjawaban yang harus dilakukan setiap penyusun dari prospektus, seandainya terbukti terdapat kesalahan pengungkapan fakta material, bisa diberikan sanksi oleh Bapepam sendiri atau bila terbukti benar diberi sanksi melalui hukum pidana dan hukum perdata.

Bila melihat dari ketentuan yang terdapat di Undang-undang Pasar Modal, maka setiap pihak yang terbukti melakukan pelanggaran terhadap prinsip keterbukaan, akan dikenakan sanksi. Sanksi ini terbagi kedalam dua kategori, pertama sanksi administratif dan sanksi pidana. Sanksi administratif yang dapat dilakukan Bapepam adalah sebagai berikut²¹ :

- a. Peringatan tertulis;
- b. Denda yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu;
- c. Pembatasan kegiatan usaha;
- d. Pembekuan kegiatan usaha;
- e. Pencabutan izin usaha;
- f. Pembatalan persetujuan; dan
- g. Pembatalan pendaftaran.

Sanksi administratif ini dengan catatan hanya berlaku kepada para pihak yang sudah tercatat di pasar modal saja.

Sanksi administratif ini juga diperkuat dengan ketentuan dari Bapepam Nomor 21/PM/1999 dan peraturan pelaksanaannya Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang kegiatan di pasar modal serta Peraturan Pemerintah Nomor 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan dibidang Pasar Modal.

Dalam kaitannya dengan penerapan denda kepada pihak-pihak yang melakukan pelanggaran terhadap ketentuan dari Undang-undang Pasar modal, Bapepam bisa meminta jumlah denda tergantung dari besarnya dampak terhadap kelangsungan pasar modal akibat dari pelanggaran yang dilakukan para pihak tersebut.

Untuk keterlambatan dalam melakukan pelaporan keuangan atas setiap transaksi keseharian pelaku pasar modal dalam upaya untuk memenuhi prinsip

²¹ Indonesia, *Undang-Undang Pasar Modal, Op cit*, pasal 1002 angka 2.

keterbukaan, dapat dikenakan denda yang berbeda-beda tergantung dari jenis kegiatan mereka. Hal ini seperti yang tertera dalam Peraturan Pemerintah No.45 Tahun 1995 pasal 63 sampai dengan pasal 65.

Sedangkan untuk pelanggaran terhadap ketentuan yang mengatur tentang tanggung jawab atas informasi dalam prospektus yang tidak benar atau menyesatkan diatur dalam pasal 81 Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 yang isinya :

"Setiap Pihak yang menawarkan atau menjual Efek dengan menggunakan Prospektus atau dengan cara lain, baik tertulis maupun lisan, yang memuat informasi yang tidak benar tentang Fakta Material atau tidak memuat informasi tentang Fakta Material dan Pihak tersebut mengetahui atau sepatutnya mengetahui mengenai hal tersebut wajib bertanggung jawab atas kerugian yang timbul akibat perbuatan dimaksud."

Ketentuan mengenai sanksi terhadap pengungkapan fakta material yang tidak benar tidak semata-mata yang terdapat di prospektus saja, tetapi UUPM mengatur lebih jauh.

Dalam kegiatan perdagangan efek, setiap Pihak dilarang secara langsung atau tidak langsung²² :

- a. menipu atau mengelabui Pihak lain dengan menggunakan sarana dan atau cara apa pun;
- b. turut serta menipu atau mengelabui Pihak lain; dan
- c. membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta yang material atau tidak mengungkapkan fakta yang material agar pernyataan yang dibuat tidak menyesatkan mengenai keadaan yang terjadi pada saat pernyataan dibuat dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau Pihak lain atau dengan tujuan mempengaruhi Pihak lain untuk membeli atau menjual Efek.

Ketentuan ini juga diperkuat dengan ketentuan yang melarang pernyataan yang tidak benar terutana dalam kaitannya dengan pengungkapan fakta materil, tidak saja didalam prospektus tetapi terhadap semua informasi yang diungkapkan di pasar modal. Setiap Pihak dilarang, dengan cara apa pun, membuat pernyataan

²² *Ibid*, pasal 90

atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga Efek di Bursa Efek apabila pada saat pernyataan dibuat atau keterangan diberikan²³ :

1. Pihak yang bersangkutan mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pernyataan atau keterangan tersebut secara material tidak benar atau menyesatkan; atau
2. Pihak yang bersangkutan tidak cukup berhati-hati dalam menentukan kebenaran material dari pernyataan atau keterangan tersebut.

Pelanggaran-pelanggaran terhadap ketentuan diatas dapat dikenakan sanksi pidana yang berupa penjara paling lama 3 tahun dan denda paling banyak lima milyar. Seperti yang tercantum dalam pasal 107 UUPM :

"Setiap pihak yang dengan sengaja bertujuan menipu atau merugikan pihak lain atau menyesatkan Bapepam, menghilangkan, memusnahkan, menghapuskan, mengubah, mengaburkan, menyembunyikan, atau memalsukan catatan dari pihak yang memperoleh izin, persetujuan, atau pendaftaran termasuk emiten dan perusahaan publik diancam dengan pidana penjara paling lama 3 (tiga) tahun dan denda paling banyak Rp.5.000.000.000,00 (lima milyar rupiah)."

Undang-undang Pasar Modal Indonesia, dengan sangat jelas telah mendukung prinsip keterbukaan dan untuk itu telah memberikan batasan dan definisi yang jelas mengenai prinsip-prinsip keterbukaan. Penegakan prinsip keterbukaan ini juga diperkuat dengan sanksi yang tegas berupa sanksi administratif dan sanksi pidana.

Tetapi disini Bapepam selaku pengawas kegiatan dari pasar modal hanya terbatas kepada kegiatan yang berlangsung didalam pasar modal saja, sedangkan untuk urusan hukum diambil alih oleh institusi Kejaksaan Republik Indonesia. Tetapi disini dapat ditekankan bahwa semua perangkat peraturan sudah mengakomodir dan mendukung prinsip keterbukaan yang terutama pengungkapan informasi yang bersifat fakta material. Perangkat hukum di pasar modal juga sudah berkesinambungan, baik dari tingkat Undang-undangnya maupun sampai ke peraturan pelaksanaannya.

²³ *Ibid*, pasal 93.

BAB IV

STUDI MENGENAI PROSPEKTUS PT. ADARO ENERGY

Kondisi ekonomi dunia sekarang ini sedang mengalami krisis. Krisis perekonomian ini disebabkan karena persoalan gagal bayar kredit perumahan kualitas rendah di Amerika Serikat. Dan dikarenakan efek globalisasi, yang semakin membuat kabur batas-batas sebuah negara, krisis yang berawal di Amerika Serikat tersebut akhirnya menyebar ke negara-negara lain di dunia. Hal ini tidak terkecuali dengan negara Indonesia.

Indonesia adalah salah satu negara di asia tenggara yang memiliki penduduk yang besar, yang secara tidak langsung merupakan salah satu negara yang mempunyai pangsa pasar domestik yang besar. Hal ini kemudian menarik investor-investor asing untuk menanamkan modalnya di Indonesia. Salah satu media untuk menanamkan modal, selain penanaman modal langsung (*direct investment*) adalah pasar modal. Investor dunia dapat menanamkan modalnya di negara Indonesia tanpa perlu membuat perseroan baru. Media pasar modal ini secara tidak langsung memberi pengaruh kepada dunia investasi di Indonesia.

Penduduk di Indonesia mau tidak mau dalam menghadapi globalisasi ini harus senantiasa mempersiapkan diri karena perekonomian dunia sekarang ini saling terkait antara satu negara dengan negara lain. Hal ini dapat dilihat dari dampak krisis di Amerika Serikat yang letak geografisnya sangat jauh dengan Indonesia, dapat memberi pengaruh yang sangat besar terhadap ekonomi negara Indonesia.

Krisis perekonomian yang terjadi di dunia, mau tidak mau memaksa negara-negara di dunia untuk melakukan efisiensi yang luar biasa. Hal ini disebabkan karena daya beli dari seluruh penduduk di dunia berkurang, sehingga akan mengurangi nilai ekspor negara-negara tertentu.

Di Indonesia sendiri, akibat dari ekonomi dunia yang sedang mengalami krisis akhirnya memaksa pemerintah melakukan tindakan pengetatan

likuiditas dengan menaikkan tingkat suku bunga bank sebagai akibat dari tingkat inflasi yang tinggi. Kenaikan suku bunga bank ini secara otomatis akan menyulitkan dari pelaku bisnis untuk mengembangkan likuiditasnya. Untuk itu banyak dari korporasi di Indonesia mencari alternatif lain dalam memenuhi kebutuhan likuiditasnya.

Salah satu media yang dapat memenuhi kebutuhan likuiditas dari pelaku bisnis, terutama yang sudah berbentuk perseroan, adalah pasar modal. Hal ini sesuai dengan salah satu fungsi dari pasar modal adalah sebagai media alternatif dalam upaya perseroan mencari likuiditas baru. Masuknya sebuah perseroan dalam mekanisme pasar modal, bisa mendatangkan keuntungan yang banyak, antara lain dapat meningkatkan modal dari perseroan, dapat meningkatkan transparansi perseroan, dapat meningkatkan publisitas dari perseroan sendiri, dan yang terpenting dapat mendukung terciptanya perseroan yang berlandaskan *Good Corporate Governance* Dengan penerapan *Good Corporate Government* dalam sistem kerja dari perseroan, secara tidak langsung ikut membantu terciptanya pasar modal yang efisien dan likuid. Hal ini sesuai dengan fungsi dan tujuan dari pasar modal.

Dan dikarenakan keuntungan-keuntungan dari masuknya perseroan kedalam pasar modal tersebut, akhirnya dapat memikat perusahaan-perusahaan untuk masuk kedalam pasar modal. Dan salah satu dari sekian banyak perseroan yang masuk ke pasar modal adalah PT. Adaro Energy, Tbk. PT. Adaro Energy, Tbk (yang selanjutnya disebut sebagai Adaro), adalah salah satu perusahaan yang bergerak dalam bidang pertambangan, yang memfokuskan diri pada pertambangan batu bara (*coal mining*).

PT Adaro Energy Tbk (Perseroan) yang dibentuk pada tahun 2004, awalnya bernama PT Padang Karunia, telah memiliki reputasi sebagai produsen batubara nomor dua terbesar di Indonesia dengan aktivitas utama pertambangan dan perdagangan batubara, jasa kontraktor penambangan dan infrastruktur dan logistik. Berdasarkan laporan *Terence Willstead & Associates* yang diterbitkan pada tanggal 29 Februari 2008, saat ini Perseroan melalui anak perusahaan memiliki cadangan batubara layak tambang sebesar 928 juta ton, dengan jumlah sumber daya (*resources*) diperkirakan sebesar 2,8 milyar ton per tanggal 31

Desember 2007. Perseroan senantiasa berupaya untuk terus tumbuh menjadi perusahaan terdepan di industrinya melalui ekspansi usaha strategis di masa depan. Adaro adalah sebuah perusahaan yang beroperasi di bawah Perjanjian Kerjasama Batubara dengan Pemerintah Indonesia, yang memberikan hak untuk tambang batu bara di dalam Perjanjian Kawasan di Tanjung Kabupaten Provinsi Kalimantan Selatan sampai dengan tahun 2022.

Jenis batubara hasil produksi Adaro mempunyai kandungan Batu bara yang sangat bersih dengan beferang 0,1%, 1,5% abu dan nitrogen rendah dan telah memiliki merek dagang internasional sebagai "*Envirocoal*" Produksi dimulai pada tahun 1991 dan telah terus meningkat sejak saat itu dengan penjualan baik untuk pasar domestik dan ekspor mencapai 36 juta ton pada tahun 2007 membuat Adaro Indonesia produsen terbesar batu bara dari satu tambang.

Dari sisi produksi dan ekspansi usaha, Adaro merupakan salah satu produsen batubara terbesar kedua di Indonesia dengan kapasitas produksi yang meningkat dari tahun ke tahunnya. Adaro memfokuskan produksi dan ekspansi usahanya hanya pada poin-poin berikut¹ :

– **Pertambangan dan perdagangan batubara**

Produksi batubara unit usaha strategis pertambangan, Adaro, pada tahun 2005 adalah sebesar 26,7 juta ton, meningkat menjadi 34,4 juta ton pada tahun 2006, dan 36 juta ton pada tahun 2007. Seiring dengan rencana jangka panjang untuk meningkatkan kapasitas dan produksi hingga 80 juta ton pada tahun 2012, perusahaan menganggarkan US\$30 juta untuk meningkatkan kapasitas infrastruktur dan logistik. Dana tersebut akan diambil dari kas internal perseroan dan anak perusahaan.

– **Jasa Kontraktor Penambangan Batubara**

Pendapatan usaha strategis jasa kontraktor penambangan, SIS, diperoleh dari beberapa kontrak penambangan yang diperoleh baik dari unit usaha strategis pertambangan, Adaro, maupun pihak ketiga lainnya. Unit usaha strategis jasa kontraktor penambangan mampu menambang sebanyak 11,94 juta ton batubara pada tahun 2007 dari hanya sebanyak 2,6 juta ton pada tahun 2003 lalu.

¹ Adaro, *Prospektus IPO PT Adaro Energy*, Tbk. (Jakarta : PT Sandipala Artaputra, 2008)

– **Infrastruktur dan Logistik**

Perseroan melalui unit usaha strategis infrastruktur dan logistik, IBT (PT. Indonesia Bulk Terminal), memiliki fasilitas terminal batubara dengan kapasitas muatan mencapai 12 juta ton batubara per tahun dan kapasitas penyimpanan hingga mencapai 800.000 ton yang berlokasi di Pulau Laut, Kalimantan Selatan dengan sertifikat standar internasional.

Hingga saat sebelum proses penawaran umum dilakukan, Adaro sendiri mempunyai kontrak-kontrak dengan beberapa pelanggan. Kondisi ini akan membuktikan bahwa produksi batu bara Adaro berjalan kondusif. Saat ini, hampir seluruh penjualan batubara unit usaha strategis pertambangan, Adaro, dijual berdasarkan kontrak penjualan jangka panjang yang telah mengikat dari sisi volume, dimana harga akan ditentukan dari waktu ke waktu. Untuk menjaga stabilitas dan kepastian pendapatan sekaligus menikmati keuntungan dari tingginya harga batubara dunia saat ini, maka perusahaan melakukan penyeimbangan penjualan antara kontrak jangka panjang dengan penjualan di pasar spot. Unit usaha strategis jasa kontraktor penambangan SIS, saat ini memiliki kontrak penambangan dan pengangkutan batu bara dengan beberapa pelanggannya berdasarkan volume dan waktu, volume kontrak tersebut berkisar antara 2,7 juta ton sampai dengan 46 juta ton per pelanggan. Selain itu, Adaro juga memiliki kontrak penambangan dan pengangkutan dengan PT. Berau Coal, PT. Indomining, PT. Sumber Kurnia Buana, PT. Borneo Indobara, dan PT. Interex Sacra Raya.

Adaro, juga merupakan salah satu pelanggan utama bagi 4 kontraktor jasa kontraktor penambangan dan telah bekerjasama dengan baik selama ini antara lain PT. Pamapersada Nusantara, PT. Bukit Makmur Mandiri Utama, PT. Rahman Abdijaya dan PT. Sapta Indra Sejati. Saat ini Pama berkontribusi sekitar 47 % dari total produksi. SIS 21%, Buma 19%, dan RA 13%.²

Bila dikaitkan dengan perekonomian dunia sekarang ini, krisis perekonomian yang melanda dunia, menyebabkan banyak negara yang mengalami kesulitan untuk menjaga inflasi akibat dari tingginya harga minyak dunia. Akibatnya dengan masyarakat di berbagai negara sering melakukan demonstrasi

² Ibid, halaman 78.

sebagai kompensasi tuntutan dari melambungnya harga minyak dunia, banyak konsumen minyak mentah dunia mulai mengalihkan sumber energi mereka ke batu bara. Hal ini yang mendorong Adaro untuk melakukan pengembangan bisnisnya, salah satunya dengan melakukan penawaran umum di pasar modal (*initial public offering*). Selain untuk pengembangan bisnis, dana yang dihasilkan dari penawaran umum ini akan digunakan untuk membayar utang (*refinancing*), ekspansi, dan modal kerja baik untuk perusahaan maupun anak usaha.³

Per Desember 2007, Perseroan memiliki Total Aktiva senilai Rp 4,96 trilyun, Total Kewajiban sebesar Rp 2,55 trilyun dan Total Ekuitas sebesar Rp 2,28 trilyun. Kepemilikan saham dari Perseroan dimiliki oleh⁴ :

- PT Saratoga Investama Sedaya dengan kepemilikan 23,15%;
- PT Triputra Investindo Arya sebesar 20,70%;
- PT Persada Capital Investama sebesar 16,53%;
- PT Trinugraha Thohir sebesar 12,11%;
- Garibaldi Thohir sebesar 12,11%;
- Edwin Soeryadjaya sebesar 6,67%;
- Theodore Permadi Rachmat sebesar 3,51%;
- Sandiaga Salahuddin Uno 3,20%; dan
- Ir. Subianto sebesar 2,02%.

Adaro merencanakan berjalannya proses penawaran umum pada tanggal 24-26 Juni 2008 dan tanggal efektif dari pernyataan pendaftaran Adaro oleh Bapepam 20 Juni 2008. Tanggal penjatahan 30 Juni 2008, dilanjutkan dengan tanggal pencatatan di bursa (*listing*) tanggal 2 Juli 2008 dengan pihak Penjamin Emisi Efek dipegang oleh PT. Danatama Makmur. Tetapi pada kenyataannya saham Adaro baru *listing* pada tanggal 16 Juli 2008,⁵ Perseroan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia melalui Penawaran Umum Saham Perdana dengan mengeluarkan saham baru sebanyak 11,14 milyar lembar atau 34,83% dari modal ditempatkan dan disetor penuh. Perseroan memperoleh surat Pernyataan Efektif dari Bapepam-LK pada tanggal 4 Juli 2008 melalui surat No. S-4299/BL/2008 atas Pernyataan Pendaftaran dalam rangka penawaran umum yang disampaikan

³ Kontan, *Adaro Energy akan IPO 31,7% Saham Awal Juli*, (Jakarta : 8 mei 2008)

⁴ *Ibid*, halaman 28.

⁵ Danatama Makmur, Press Release PT.Danatama Makmur, (Jakarta : PT.Danatama Makmur, 2008)

Perseroan pada tanggal 8 Mei 2008. Dengan harga IPO Rp1.100 per lembar saham (nilai nominal saham Rp100 per lembar), Perseroan berhasil meraup dana masyarakat sebesar Rp12,25 trilyun. Nilai IPO tersebut merupakan yang terbesar dalam sejarah bursa saham Indonesia.⁶

Setelah proses penawaran umum struktur kepemilikan Adaro berubah menjadi :

- PT Saratoga Investama Sedaya (14,93%);
- PT Triputra Investindo Arya (13,34%);
- PT Persada Capital Investama (11,01%);
- PT Trinugraha Thohir (7,80%);
- Garibaldi Thohir (7,80%);
- Edwin Soeryadjaya (4,30%);
- Theodore Permadi Rachmat (2,27%);
- Sandiaga Salahuddin Uno (2,07%);
- Ir. Subianto sebesar (1,30%);
- PT Saratoga Sentra Business (0,35%); dan
- masyarakat (34,83%).

Seperti ketentuan yang mengatur perseroan, sebuah perseroan harus memiliki jajaran manajemen baik direktur maupun komisaris yang dipilih oleh para pemegang saham. Jajaran Komisaris dari Adaro adalah sebagai berikut⁷ :

President commissioner	: Edwin Soeryadjaja
Vice President Commissioner	: Theodore Permadi Rachmat
Commissioner	: Ir Subianto
Independent Commissioner	: Djoko Suyanto
Independent Commissioner	: Palgunadi T. Setyawan

Dan jajaran direktur dari Adaro adalah sebagai berikut :

President Direktur	: Garibaldi Thohir
Vice President Director	: Christian Ariano Rachmat
Direktur	: Sandiaga Salahuddin Uno
Direktur	: Andre Johannes Mamuaya

⁶ Adaro Energy, *Press Release Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa*, (Jakarta : 31 Oktober 2008)

⁷ Adaro Energy, *Op.cit.*, halaman 78.

Direktur : Ah Hoo Chia
 Direktur : David Tendian
 Direktur : Alastair Bruce Grant

Tetapi dalam perjalanannya, penawaran umum yang dilakukan oleh Adaro tidak berjalan mulus. Besarnya nilai pasar dari penawaran yang dilakukan Adaro, mengakibatkan banyak pihak sangat berhati-hati dan menaruh perhatian. Dan akibatnya memunculkan berbagai informasi-informasi yang tidak benar. Hal ini memicu terjadinya *misleading* dalam informasi-informasi yang beredar di pasar modal Indonesia yang terkait dengan Adaro.

Berikut beberapa indikasi terjadinya *misleading* yang dapat dijadikan permasalahan yang dihadapi Adaro dalam kaitannya dengan penawaran umum :

1. Tentang adanya tuduhan yang dilakukan manajemen Adaro, untuk melakukan penggelapan pajak sebagai akibat dari *transfer pricing* yang dilakukan Adaro dengan anak perusahaannya di Singapura.
2. Terkaitnya Adaro dengan sengketa kepemilikan saham antara Deustch Bank dengan perusahaan dari Singapura, Beckett Ltd.
3. Dugaan adanya pelanggaran terhadap Undang-Undang Pasar Modal Indonesia kaitannya dengan keterbukaan informasi.

Permasalahan-permasalahan yang tersebut diatas yang menggugah penulis untuk melakukan penelitian terhadap proses penawaran umum yang dilakukan oleh Adaro. Dan berdasarkan hasil penelitian, disimpulkan bahwa ditemukan indikasi Adaro telah melakukan pelanggaran prinsip keterbukaan dalam prospektusnya sebagai salah satu media perlindungan hukum bagi calon investor pasar modal.

Penelitian ini difokuskan hanya pada kandungan fakta-fakta material yang terdapat di dalam prospektus dari Adaro. Dan seperti yang sudah dijelaskan pada bab satu, bahwa definisi dari fakta material adalah segala informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.⁸

⁸ Indonesia, *Undang-Undang tentang Pasar Modal, UU No.8 Tahun 1995*, (Jakarta : LN No.64 Tahun 1995), pasal 1 angka 7.

Sedangkan informasi-informasi yang termasuk kedalam fakta material adalah informasi yang mengandung unsur-unsur sebagai berikut⁹ :

- Informasi yang termasuk informasi yang bersifat material adalah informasi yang mengandung unsure *firm specific*, atau informasi yang memuat segala bentuk informasi *fundamental* yang terkait dengan perseroan, seperti informasi siapa saja pemegang saham dari perseroan, laporan keuangan dari perseroan, domisili dari perseroan, asset dan modal perseroan, dan lain-lain.
- Segala informasi yang dapat mengubah harga saham suatu emiten. Unsur ini lebih bersifat teknis, yaitu segala informasi yang terkait dengan kondisi politik di negara tempat emiten tersebut ber domisili, kebijakan pemerintah yang terkait dengan area bidang dari emiten, kondisi social politik dari negara tempat domisili dari emiten, dll.
- Suatu informasi termasuk kedalam informasi yang bersifat material adalah informasi yang menurut para pemegang saham adalah informasi penting. Klasifikasi terhadap unsur ini sangat luas, dikarenakan banyak terjadi dimana terdapat beberapa pemegang saham dari suatu emiten dengan sengaja tidak mengungkapkan suatu informasi, dengan alasan informasi tersebut tidak perlu diungkap. Tetapi pada kenyataan informasi tersebut dikemudian hari menyebabkan perseroan tersebut bangkrut. Hal ini seperti yang terjadi dengan kasus Bank Global, yang terjadi beberapa waktu lalu di pasar modal.

Untuk itu pembahasan dari perlindungan hukum terhadap calon investor terhadap informasi yang terdapat di prospektus akan difokuskan kepada informasi-informasi yang bersifat material saja.

A. Fakta Material Dalam Prospektus Adaro

Bila dikaitkan dengan unsur-unsur fakta material menurut Bismar Nasution diatas maka, dapat dikatakan Adaro telah memenuhi syarat pengungkapan dari fakta material, yaitu dengan mengungkapkan segala informasi yang terkait dengan perseroan (*firm specific*). Begitu juga bila dikaitkan dengan ketentuan Bapepam yang mengatur tentang fakta material yang harus

⁹ Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, (Jakarta : Fakultas Hukum PascaSarjana Universitas Indonesia, 2001), halaman13-16.

dicantumkan oleh emiten telah memenuhi syarat. Dalam ketentuan yang dikeluarkan oleh Bapepam No. 86/PM/1996 peraturan nomor X.K.i disebutkan bahwa suatu informasi atau fakta material yang dapat merubah harga saham adalah informasi yang mengandung hal-hal sebagai berikut¹⁰ :

- a. Penggabungan usaha, pembelian saham, peleburan usaha, atau pembentukan usaha patungan;
- b. Pemecahan saham atau pembagian deviden saham;
- c. Pendapatan deviden yang luar biasa sifatnya;
- d. Perolehan atau kehilangan kontrak penting;
- e. Produk atau penemuan berarti;
- f. Perubahan dalam pengendalian atau perubahan dalam manajemen;
- g. Pengumuman pembelian kembali atau pembayaran efek yang bersifat utang;
- h. Penjualan tambahan efek kepada masyarakat atau secara terbatas yang material jumlahnya;
- i. Pembelian atau kerugian penjualan aktiva yang material;
- j. Perselisihan tenaga kerja yang relatif penting;
- k. Tuntutan hukum yang penting terhadap perusahaan, dan atau direktur dan komisaris perseroan;
- l. Pengajuan tawaran untuk pembelian efek perusahaan lain;
- m. Penggantian akuntan yang mengaudit perusahaan;
- n. Penggantian wali amanat;
- o. Perubahan tahun fiskal perusahaan.

Pada ketentuan diatas Bapepam tidak mengharuskan suatu prospektus terdiri dari unsur-unsur diatas, untuk itu Bapepam tidak pernah mengeluarkan format baku tentang penyusunan prospektus. Ketentuan diatas hanya ketentuan dasar atau minimum atas informasi yang dicantumkan di prospektus. Tetapi Bapepam mengharuskan kepada emiten yang ingin melakukan penawaran umum harus mengacu kepada prinsip-prinsip keterbukaan yang sudah diatur dalam Undang_undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995, khususnya tentang penulisan prospektus.

¹⁰ Bapepam, *Keputusan Ketua Bapepam Nomor 86/PM/1996 Peraturan IX.K.I*, (Jakarta : Bapepam, 1996).

Prospektus Adaro sendiri terdiri dari 550 halaman, dimana terbagi menjadi beberapa bagian yang dibagi menjadi bab-bab sebagai berikut¹¹ :

- Memuat informasi yang berkaitan dengan penawaran umum dari Adaro;
- Rencana penggunaan dana hasil dari penawaran umum
- Pernyataan hutang;
- Semua informasi yang memuat tentang perseroan, yang terdiri dari riwayat singkat Adaro, perkembangan kepemilikan saham Adaro, struktur organisasi Adaro, pengurusan dan sistem pengawasan Adaro, sumber daya manusia Adaro, keterangan tentang anak perusahaan dan penyertaan modal Adaro, hubungan bisnis yang bersifat transaksi long term dengan pihak lain;
- Resiko usaha yang mungkin dialami oleh Adaro;
- Kejadian-kejadian penting setelah laporan audit independent;
- Kegiatan-kegiatan dan prospek usaha dari Adaro;
- Ikhtisar data keuangan dan operasional konsolidasi penting;
- Ekuitas Adaro, termasuk didalamnya ketentuan pembagian deviden dan perpajakan;
- Anggaran dasar perseroan;
- Pendapat hukum (*legal opinion*);
- Analisa keuangan yang terdiri dari laporan audit independent dan laporan keuangan perseroan hasil audit independent;
- Laporan lembaga penilai;
- Persyaratan dan tata cara pemesanan pembelian saham; dan
- Prosedur dan tata cara penyebarluasan prospektus dan formulir pemesanan pembelian saham.

Melihat dari informasi-informasi yang disajikan didalam prospektus diatas dan dikaitkan dengan ketentuan dari peraturan yang dikeluarkan Bapepam, maka bisa disimpulkan bahwa secara normatif Adaro telah melaksanakan kewajibannya untuk pengungkapan informasi, terutama kaitannya dengan penulisan prospektus.

Tetapi dalam penulisan prospektus tadi, tidak semua informasi yang diungkapkan di prospektus telah diungkapkan seluruhnya. Pelanggaran ketentuan

¹¹ Adaro Energy, *Op.cit*, halaman 136.

terhadap prinsip keterbukaan terutama terhadap informasi yang diungkapkan di pendapat hukum, yang dikeluarkan oleh konsultan hukum. Polemik tentang pelanggaran prinsip keterbukaan ini beredar luas di pasar modal, dan hal ini kemudian dapat menggerakkan harga pasar untuk saham yang akan ditawarkan oleh Adaro dalam proses penawaran umum.

B. Legal Opinion Sebagai Fakta Material Dalam Prospektus Adaro

Dikarenakan *legal opinion* adalah termasuk kedalam fakta material dari prospektus maka perlu dipahami pengertian dari *Legal Opinion* tersebut. *Legal opinion* bila dilihat dari pemahaman Henry Campbell adalah¹² :

"A written document in which an attorney provides his or her understanding of the law as applied to assumed facts. The attorney may be a private attorney representing the state or other governmental entity. A party may entitled to rely on a legal opinion, depending on factors such as the identity of the parties to whom the opinion was addressed and the law governing these opinion."

Bila diartikan, *legal opinion* adalah sekumpulan dokumen tertulis yang dijadikan padanan aplikasi bagi para pengacara atau pengertian pendapat hukum yang berkaitan dengan berbagai masalah hukum dari para pihak terkait sesuai dengan fakta-faktanya. Seorang bisa saja secara pribadi mewakili berbagai aspek peraturan entita hukum yang mengatur tentang hal itu. Salah satu pihak berhak untuk meyakinkan pendapat hukum, tergantung dari faktor-faktor identitas para pihak terkait yang dibuat oleh seorang pengacara melalui pendapat hukum dan undang-undang yang mengaturnya.

Objek dari *legal opinion* timbul dari adanya suatu fenomena atau polemik yang sangat dilematis yang disebabkan dari implikasi hukum itu sendiri, serta mempunyai akses yang sangat luas di masyarakat, sehingga diperlukan suatu bentuk penjabaran yang konkret, actual dan faktual, untuk mengeliminasi topik persoalan yang menjadi pergunjingan dalam masyarakat.

Penjabaran hukum yang aktual dan faktual harus memenuhi unsur-unsur sebagai berikut¹³ :

¹² Henry Campbell, *Black's Law Dictionary Seven Edition*, (1999) halaman 1220.

- a. Pemeriksaan dokumen penting persero dan mekanisme aktivitas operasional persero. Pemeriksaan ini terdiri dari pemeriksaan terhadap, akta pendirian, perubahan akta dan kedudukan emiten, perijinan persero, perpajakan, modal perusahaan, aset dan kekayaan emiten;
- b. Dokumen kontrak karya dan perikatan perjanjian berupa jumlah pinjaman modal, periode pembayaran kembali kredit, penunjukan keagenan, distributor, sistem pembagian keuntungan, serta aktiva dan pasiva emiten periode enam bulan terakhir, termasuk rekening Koran dan rekening bank;
- c. Dokumen perubahan anggaran dasar atau anggaran rumah tangga emiten, serta bukti-bukti notariel yang berkaitan dengan saham pribadi para pendiri serta saham pihak ketiga, utang piutang emiten dengan pihak ketiga maupun dengan pihak kreditor bank;
- d. Catatan penting risalah rapat direksi dari tahun ke tahun, perubahan penting kebijakan emiten (*corporate policy*) selama kurun waktu satu tahun terakhir sebelum diadakan pemeriksaan hukum (*legal audit*);
- e. Perjanjian-perjanjian yang dibuat dengan pihak ketiga yang terkait masalah hukum, baik yang telah berjalan dan yang akan dijalankan dikemudian hari yang hakikatnya sudah dapat diprediksi dari saat dimulainya pemeriksaan sesuai dengan daftar masalah yang disediakan untuk itu, yang dituangkan secara terperinci dalam Daftar Inventaris Masalah (DIM) yang memisahkan proses hukum yang bersifat litigasi dan non litigasi untuk persiapan tindak lanjut penyelesaian masalah hukum bagi semua kepentingan emiten;
- f. Melakukan pemenuhan prestasi kepada pihak ketiga dengan persero, baik yang berhubungan dengan instansi maupun dengan institusi pemerintah dan pihak swasta lainnya, khususnya yang terkait dengan sistem manajemen operasional emiten baik sebelum maupun perubahan situasi dalam tubuh emiten, hal ini untuk mencegah terjadinya sengketa hukum lanjutan yang berkepanjangan sehingga tidak memungkinkan emiten dialihkan ke pihak lain yang dapat mengakomodasi bantuan berupa suntikan tambahan pendanaan dan pengalihan aset emiten.

¹³ Abraham Amos, *Legal Opinion Aktualisasi Teoritis dan Empiris*, (Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada, 2007), halaman 111-12.

Dalam penyusunan Legal Opinion yang dilakukan oleh konsultan hukum harus memperhatikan ketentuan unsur-unsur diatas, karena suatu legal opinion tidak dapat disebut sebagai pendapat hukum jika tidak mencantumkan unsur-unsur diatas.

Bila diperhatikan secara seksama lagi, terutama pada bagian Pendapat hukum hasil dari legal audit konsultan hukum Hadiputranto, Hadinoto & Partners terhadap Adaro, maka dapat ditemukan bahwa Adaro tidak mengungkapkan seluruh permasalahan hukum yang sedang maupun yang telah dilalui oleh Adaro. Permasalahan hukum yang dicantumkan di prospektus Adaro pada bagian pendapat dari segi hukum mencakup hanya lima sengketa, yaitu¹⁴ :

- 1.
2. Pembatalan penetapan di Pengadilan Tinggi (PT) Jakarta (2005) –Mahkamah Agung lantas memperkuat putusan PT Jakarta yang membatalkan penetapan PN Jakarta Selatan (2001);
3. Gugatan Beckett terhadap Surat Keputusan (SK) Menteri Hukum dan HAM di Pengadilan Tata Usaha Negara (PTUN). Kedua surat itu adalah SK No. C-UM.02.01.6532 tanggal 16 Mei 2005 perihal penerimaan pemberitahuan perubahan direksi/komisaris IBT, dan No. C-UM.02.01.7276 tanggal 27 Mei 2005 tentang penerimaan pemberitahuan pemegang saham Adaro;
4. Winfield International Investments, Ltd, mengajukan gugatan perbuatan melawan hukum terhadap Deutsche Bank AG dan Dianlia di PN Jakarta Selatan bulan September 2007 – bulan April 2008, PN Jakarta Selatan dalam putusannya menolak seluruh gugatan yang diajukan Windfield. Kini perkaranya masih banding; dan
5. Perkara PTUN II yang diajukan oleh Beckett bulan Februari 2006. Kali ini objeknya adalah SK Menteri Hukum dan HAM No. C-29613HT.01.04.PH.2005 tanggal 26 Oktober 2005 tentang penerimaan laporan perubahan anggaran dasar Adaro, dan No C-UM.02.01.16074 tanggal 27 Oktober 2005 mengenai penerimaan pemberitahuan perubahan direksi atau komisaris Adaro.

¹⁴ Adaro Energy, *Op cit*, bagian legal opinion.

Disini dapat dilihat dengan jelas bahwa Adaro tidak mencantumkan semua sengketa hukum yang sedang dialami oleh Adaro, Adaro tidak mengungkapkan adanya sengketa antara Beckkett dengan Deutsche Bank AG di Pengadilan Negeri (PN) Jakarta Selatan yang kini masih disidangkan. Perkara ini berawal dari sengketa gadai saham yang dilakukan oleh Deutsche Bank. Selain tidak mencantumkan sengketa tersebut, pihak Adaro juga tidak mencantumkan dengan benar informasi tentang objek yang menjadi sengketa pada kasus dalam ringkasan prospektusnya. Di sejumlah media Adaro memanipulasi resiko sengketa kepemilikan saham. Dalam ringkasan prospektus disebutkan, resiko sengketa saham hanya 4,57% untuk Adaro dan 7,14% untuk IBT. Faktanya, sengketa kepemilikan itu sebesar 51% (saham Adaro) dan 40% (saham IBT).

hal ini sudah barang tentu telah melanggar prinsip-prinsip keterbukaan wajib yang diatur Undang-undang Pasar Modal Indonesia, tepatnya pada pelanggaran pasal 78 angka (1) :

“Setiap prospektus dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material atau tidak memuat keterangan yang benar tentang fakta material yang diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan.”

Dikaitkan dengan pasal diatas maka telah terbukti bahwa Adaro telah melanggar ketentuan yang terdapat di peraturan Pasar Modal di Indonesia.

Dikarenakan sudah terdapat pelanggaran terhadap ketentuan Pasar Modal diatas maka pertanyaan selanjutnya adalah siapakah yang bertanggung jawab terhadap pernyataan yang dicantumkan di *Legal Opinion* diatas. Hal ini perlu ditelaah lebih lanjut lagi, apakah Adaro, sebagai emiten telah mempengaruhi berjalannya proses *legal audit* yang dilakukan oleh konsultan hukum atau konsultan hukum dalam melakukan kewajibannya terkait dengan pemberian pendapat hukum tidak berlaku independen, hal ini seperti yang diatur dalam Undang-undang pasar Modal pasal 67 :

“Dalam melakukan kegiatan usaha di bidang Pasar Modal, Profesi Penunjang Pasar Modal wajib memberikan pendapat atau penilaian yang independen.”

Seorang konsultan hukum yang berlaku independen adalah konsultan hukum yang tidak terlibat dengan kegiatan-kegiatan lain dengan emiten selain dengan kegiatan

yang terkait dengan legal audit untuk penyusunan prospektus. Kegiatan ini mencakup, apakah konsultan hukum ini juga sedang terkait hubungan bisnis dengan emiten atau bentuk apapun yang dapat menimbulkan *conflict of interest* dengan emiten.

Bapepam sebagai badan pengawas dari pasar modal harus melakukan pemeriksaan terhadap hasil legal audit dari konsultan hukum tersebut, apakah telah terjadi konflik kepentingan atau tidak. Tetapi dalam menyimpulkan bahwa seorang konsultan hukum melakukan pelanggaran, harus diperhatikan juga bahwa hal tersebut sudah sesuai dengan ketentuan dalam pasal 80 Undang-undang Pasar Modal :

“Pihak yang sebagaimana dimaksud dalam ayat 1 huruf d hanya bertanggung jawab atas pendapat atau keterangan yang diberikannya.”

Jadi seorang konsultan hukum hanya dapat diminta pertanggungjawaban hanya sebatas terhadap pendapat yang dikeluarkannya saja. Dan pendapat hukum yang dikeluarkan oleh konsultan hukum adalah pendapat hukum hasil dari *legal audit* terhadap informasi yang diberikan oleh emiten.

Tetapi ketentuan diatas tidak berlaku seandainya konsultan hukum dan emiten ternyata dengan kesadaran dan secara bersama-sama melakukan tindakan untuk mengungkapkan informasi yang *misleading* sehingga mempengaruhi harga suatu saham. Apabila terbukti demikian maka hal ini telah melanggar ketentuan dalam pasal 90 UUPM :

“Dalam kegiatan perdagangan Efek, setiap Pihak dilarang secara langsung atau tidak langsung:

- a. menipu atau mengelabui Pihak lain dengan menggunakan sarana dan atau cara apa pun;*
- b. turut serta menipu atau mengelabui Pihak lain; dan*
- c. membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta yang material atau tidak mengungkapkan fakta yang material agar pernyataan yang dibuat tidak menyesatkan mengenai keadaan yang terjadi pada saat pernyataan dibuat dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau Pihak lain atau dengan tujuan mempengaruhi Pihak lain untuk membeli atau menjual Efek.”*

Untuk pelanggaran terhadap pasal ini, Bapepam melalui Kejaksaan dapat langsung memberikan sanksi pidana berupa penjara paling lama 10 tahun dan denda Rp. 15.000.000.000,- (lima belas milyar rupiah).¹⁵

C. Pelanggaran Prinsip Keterbukaan

Pasar modal merupakan salah satu media pembiayaan yang dapat dijadikan alternatif dalam pencarian modal baru. Mekanisme pasar modal seperti yang dijelaskan pada bab dua, bahwa pasar modal sangat bergantung kepada informasi-informasi yang tersedia. Untuk itu pasar modal harus selalu menerapkan prinsip keterbukaan dalam kegiatan mereka sehari-hari. Hal ini dilakukan untuk mencapai tujuan dari pasar modal yaitu mencapai pasar modal yang efisien dan likuid. Keterbukaannya informasi akan secara tidak langsung memberikan perlindungan hukum terhadap investor.

Prospektus, salah satu media untuk menyampaikan informasi yang berkaitan tentang emiten. Dalam penyampaian informasi di dalam Prospektus ini emiten harus memperhatikan unsur-unsur fakta material. Karena keterbukaan informasi pada prospektus adalah salah satu perlindungan hukum yang diberikan oleh Undang-undang Pasar Modal untuk investor.

Bila dikaitkan dengan permasalahan yang dihadapi oleh Adaro ini, pelanggaran yang dilakukan oleh Adaro harus ditanggapi dengan serius. Karena Adaro ini merupakan salah satu emiten terbesar di pasar modal yang nantinya akan memunculkan preseden-preseden di masyarakat terutama dengan kepercayaan masyarakat tentang dunia pasar modal sendiri.

Dampak terhadap pelanggaran yang dilakukan oleh Adaro ini sangat besar didalam dunia pasar modal. Penawaran umum yang dilakukan oleh Adaro merupakan penawaran umum yang menyangkut likuiditas yang sangat besar, yaitu sekitar 12 triliyun rupiah. Dan ini membuktikan bahwa banyaknya dana masyarakat yang terlibat disini. Benar atau tidaknya tindakan yang dilakukan oleh Bapepam akan sangat berpengaruh terhadap perkembangan pasar modal Indonesia dikemudian hari.

¹⁵ Indonesia, *Undang-Undang tentang Pasar Modal UJU No.8 Tahun 1995*, (Jakarta : LN No,64 Tahun 1995), pasal 104.

Banyak pihak yang memperhatikan persoalan penawaran umum Adaro ini dikarenakan Adaro masih terlibat sengketa dengan kepemilikan saham antara Beckett, Ltd. dengan Deutsch Bank. Dan yang menjadi objek sengketa dalam permasalahan ini adalah saham yang akan ditawarkan ke masyarakat melalui penawaran umum Adaro. Jadi besar kemungkinan kalau penawaran umum yang dilakukan oleh Adaro ini akan membawa dampak negatif dikemudian hari. Karena seandainya pengadilan memutuskan bahwa yang dijadikan sengketa tersebut jatuh ke tangan Beckett Ltd., maka besar kemungkinan proses penawaran umum yang dilakukan oleh Adaro akan dibatalkan demi hukum. Dan otomatis ini akan berimbas ke perkembangan pasar modal di Indonesia.

Selain dampak terhadap investor yang sudah membeli saham yang ditawarkan pada proses penawaran umum Adaro. Dampak lain yang mungkin terjadi adalah kredibilitas dari Bapepam akan sangat dipertanyakan, karena tindakannya yang tetap menyatakan efektif untuk pernyataan pendaftaran yang dilakukan Adaro. Bapepam dimungkinkan diajukan ke pengadilan PTUN karena tindakannya yang membenarkan terjadinya kebohongan publik yang dilakukan oleh Adaro.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Setelah melalui penelitian dan penelusuran terhadap permasalahan yang dalam proses penawaran umum Adaro ini, maka dapat disimpulkan sesuai dengan identifikasi permasalahan yang sudah ditentukan pada bab satu sebagai berikut :

1. Prinsip keterbukaan yang berlaku di pasar modal memberikan perlindungan hukum kepada investor melalui ketentuan yang berlaku di dalam Undang-undang tentang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 dan ketentuan-ketentuan yang diatur oleh Bapepam. Baik dari ketentuan yang mengatur keharusan keterbukaan wajib bagi semua penyelenggara pasar modal sampai dengan kewajiban untuk memberikan informasi yang bersifat fakta material oleh profesi-profesi penunjang pasar modal.

Perlindungan hukum yang diberikan melalui Undang-Undang Pasar Modal adalah dengan :

- Mewajibkan semua pihak untuk mengungkapkan keterbukaan wajib;
 - Mendefinisikan pemahaman tentang informasi yang bersifat material, hak ini dicantumkan pada peraturan perundang-undangan dan peraturan pelaksanaannya Keputusan Ketua Bapepam;
 - Ditetapkannya sanksi yang berat terhadap pelanggaran atas prinsip keterbukaan yang dicantumkan dalam Undang-Undang Pasar Modal Indonesia Nomor 8 Tahun 1995;
 - Pemberian wewenang yang luar biasa besar untuk mendukung kinerja Bapepam dalam penegakan prinsip keterbukaan.
2. Perlindungan hukum yang didapatkan oleh calon investor adalah semua keterangan dan informasi yang tersedia di dalam prospektus sesuai dengan

2. kriteria-kriteria dari fakta material menurut prinsip keterbukaan. Semua informasi yang terdapat di prospektus haruslah informasi material, sehingga bila terjadi *misleading* yang mengakibatkan *misrepresentation* atas informasi yang diungkapkan didalam prospektus maka investor dapat menggunakan prospektus sebagai bukti hukumnya di muka pengadilan.
3. Pelanggaran yang dilakukan oleh Adaro adalah pelanggaran terhadap pasal 78 dan pasal 90 serta pasal 93 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Dan semua pasal tersebut adalah pasal-pasal yang mewakili prinsip-prinsip keterbukaan yang berlaku di Pasar Modal Indonesia. Pelanggaran yang dilakukan oleh Adaro ini dapat menjadikan preseden yang buruk terhadap dunia pasar modal di Indonesia. Bapepam selaku otoritas tertinggi yang mengawasi pasar modal harus melakukan pengawasan dengan teliti dan sangat berhati-hati terutama yang menyangkut emiten yang mempunyai likuiditas yang tinggi.

A. Saran

Akibat dari pentingnya peran pasar modal dalam perekonomian suatu negara, pasar modal harus dijaga dan dilindungi dari semua bentuk penipuan. Pasar Modal dalam mekanisme juga sangat dipengaruhi oleh semua informasi yang tersedia di pasar modal. Dan untuk hal-hal tersebut, Bapepam dalam melakukan pengawasannya harus selalu menjunjung tinggi prinsip-prinsip keterbukaan.

Bapepam dalam melakukan pengawasan terhadap pasar modal diberikan wewenang yang luar biasa luas, sehingga segala bentuk tindakan yang dilakukan oleh Bapepam dapat mempengaruhi perkembangan pasar modal di Indonesia. Untuk mendukung tugas-tugas Bapepam diatas, diperlukan sumber daya-sumber daya manusia yang memiliki integritas tinggi. Pemilihan individu-individu yang menjabat di Bapepam harus dilakukan dengan proses pencarian yang ketat, untuk menghindari terpilihnya sumber daya manusia yang hanya mementingkan kepentingan pribadi atau kelompok.

Bila dikaitkan dengan permasalahan yang sedang dialami oleh Adaro. Bapepam selaku otoritas tertinggi semestinya melindungi kepentingan investor-

investor kecil. Dimana dengan permasalahan yang sedang dialami oleh Adaro ini dapat mengakibatkan kerugian di kemudian hari. Tetapi dikarenakan Bapepam telah meloloskan keluarnya pernyataan efektif untuk penawaran umum Adaro sehingga terlaksananya proses IPO Adaro. Maka investor yang sudah terlanjur menanamkan modalnya pada saham yang diterbitkan Adaro, mempunyai resiko untuk mengalami kerugian. Dan ini sangat dimungkinkan karena proses hukum yang sedang dialami oleh Adaro masih berlangsung hingga saat ini.

Satu-satunya tindakan yang dapat dilakukan Bapepam untuk mendukung prinsip keterbukaan ini adalah dengan memaksimalkan fungsi Penyidik Pegawai Negeri Sipil (PPNS) di pasar modal. Pelaksanaan kewenangan penyidikan itu dijalankan oleh PPNS dengan berpedoman pada ketentuan hukum acara pidana. Kewenangan dan prosedur kerja PPNS pada Bapepam-LK secara rinci diatur dalam Pasal 101 UU Pasar Modal. PPNS diberi otoritas khusus mengusut dugaan pelanggaran undang-undang yang dapat membahayakan kepentingan pemodal dan masyarakat.

DAFTAR PUSTAKA

- A, Abdurrahman. *Ensiklopedia Ekonomi Keuangan Dan Perdagangan*. Jakarta : PT.Pradnya Paramitra. 1991.
- Achmad Daniri, Mas. *Good Corporate : Konsep Dan Penerapannya Dalam Konteks Indonesia*. Jakarta : Roy Indonesia. 2005.
- Adiwimarta, I.S. *Pengantar Hukum Perdata*. Jakarta : CV.Rajawali. 1984.
- Amos, Abraham. *Legal Opinion Aktualisasi Teoritis & Empiris*. Jakarta : PT.Raja Grafindo Persada. 2007.
- Anoraga, Panji. Pakarti, Piji. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta : Rineka Cipta. 2003.
- Bapepam. *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004*. Jakarta : Bapepam, 1999.
- Bapepam. *Pedoman Untuk Konsultan Hukum Di Pasar Modal*. Keputusan Ketua Bapepam Nomor 261/BL/2008 Peraturan Nomor VIII.B.1. Jakarta : Bapepam. 2008.
- Bapepam. *Pedoman Kegiatan Penjamin Emisi Efek Di Pasar Modal* Keputusan Ketua Bapepam Nomor 30/PM/1996 Peraturan nomor V.F.1. Jakarta : Bapepam. 1996.
- Bapepam. *Pedoman Mengenai Independensi Akuntan Publik Dalam kegiatan Pasar Modal*. Keputusan Ketua Bapepam Nomor 41/BL/2008 Peraturan Nomor VIII.A.1. Jakarta : Bapepam. 1996.
- Bapepam, *Pedoman Mengenai Isi Dan Bentuk Pernyataan Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum*. Keputusan Ketua Bapepam Nomor 113/PM/1996. Peraturan Nomor IX.C.1. Jakarta : Bapepam. 1996.
- Bapepam. *Pedoman Mengenai Isi Dan Bentuk Prospektus Dalam Rangka Penawaran Umum*. Keputusan Ketua Bapepam No.51/PM/1996. Peraturan Nomor IX.C.2. Jakarta : Bapepam. 1996.

- Sjahrir. Analisis Bursa Efek. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama. 1995.
- Sjahrir. Tinjauan Pasar Modal. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama. 1995.
- Soekanto, Soerjono. Pengantar Penelitian Hukum. Jakarta : UI Press. 1986.
- Steinberg, Marc I. Understanding Securities Law, Second edition. NewYork :
Matthew Bender & Co. Inc. 1997.
- Tedu Batoana, Peter. Mengenal Pasar Modal Dan Aturan Perdagangan Efek Serta
Bentuk-Bentuk Perusahaan Di Indonesia. Jakarta : Nusa Indah.
1994.
- Tempo. Global Bermasalah. Jakarta : Tempo Group. 2007.
- Usman, Marzuki. Koesnadi, Djoko. Liyas, Arys. Zein, Hasan. ABC Pasar Modal
Indonesia. Jakarta : Lembaga Pengembangan Perbankan dan Ikatan
Sarjana Ekonomi Indonesia Cabang Jakarta. 1990.
- Week, Business. No. 33/1/20 Januari 2003.
- Widiatmodjo, Sawidji. Jurus Jitu Go Publik. Jakarta : PT.Elexmedia Komputindo.
2004.
- Yayasan Mitra Dana. Penuntutan Pelaku Pasar Modal Indonesia. Jakarta : 1991.
- Zein Mahmud, Hasan. Catatan Kolom Zein Buku Pertama. Jakarta : Go Global
Book. 1998.
- Zein Mahmud, Hasan. CMS Dan Pengembangan Pasar Modal Indonesia. Dalam
Indra Safitri. Edisi. Catatan Kolom Zein Buku Pertama. Jakarta :
Go Global Book Publishing Division Safitri & Co.

- Indonesia. Undang-Undang Penanaman Modal No.25 Tahun 2007 LN No.67 Tahun 2007.
- Indonesia. Undang-Undang Perseroan Terbatas No.40 Tahun 2007 LN No.13 Tahun 1995.
- Karmel, Robert S. Is The Shingle Theory Dead?. *Washington & Lee Law Review*. Vol.52. 1995.
- Kiede Jaya, Kloang. *Sejarah Perkembangan Pasar Modal Indonesia*. Jakarta : 1989.
- Kompas. Adaro IPO Selasa. Jakarta : Kompas Group. 2008.
- Kontan. Adaro Energy akan IPO 31,7% Saham Awal Juli. Jakarta : 8 mei 2008.
- Linda, Allen. *Capital Markets and Institutions: A Global View*. New York. Singapore. Toronto : John Wiley & Sons. Inc. 1977.
- Mansur, Umran. *Teknik Perdagangan Efek Di Bursa Efek Indonesia*. Jakarta : PT.Elexmedia Komputindo. 2002.
- Nasarudin, Irsan. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*. Jakarta : Kencana Prenada. 2004.
- Nasution, Bismar. *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*. Jakarta : Fakultas Hukum Universitas Indonesia. 2001.
- Nasution, Bismar. *Napas Pelaksanaan Prinsip Keterbukaan*. Jakarta : Majalah Ombudsman. Edisi 31 Maret 2002.
- Orlanski, Ben D. Whose Representations Are These Anyway? *Attorney Prospectus Liability After Central Bank*. *UCLA Law Review*. Vol. 42. 1995.
- Rajagukguk, Erman. *Peranan Hukum Dalam Pembangunan Pada Era Globalisasi : Implikasinya Bagi Pendidikan Hukum di Indonesia*. Disampaikan Pada Pengukuhan Jabatan Guru Besar Dalam Bidang Hukum Pada Fakultas Hukum UI. Jakarta : 4 Januari 1997.
- Santori, Peter D. *Levelling Investmant Company Share Via an of the Page Prospectus : Leveling the Playing Field or Diminishing Investor Protection*. *The Journal of Corporation*. Winter. 1995.
- Shulman, Zachary. *Fraud-On-The-Market Theory After Basic Inc. v. Levinson*. *Cornel Law Review*. Vol. 74:964. 1989.

- Belanda. Terjemahan Kitab Undang-Undang Hukum Perdata oleh Prof. R.Subekti,S.H.. Burgerlijk Wetboek. Jakarta : PT.Pradnya Paramita. 1999.
- Benston, George. Bromwich, Michael. Litan, Robert E. Wagenhofer, Alfred. Following The Money The Enron Failure And The State Of Corporate Disclosure. Washington. DC : AEI-Brookings Joint Center For Regulatory Studies. 2003.
- Black, Henry Campbell. Black's Law Dictionary. Sixth Edition. St.Paul. Minn : West Publishing Co. 1990.
- Black, Henry Campbell. Black's Law Dictionary Seven Edition. 1999.
- Budiharjo, Soesanto. Kamus Keuangan dan Istilah dalam Investasi. Jakarta: Gramedia. 1996.
- Cunningham, Lawrence A. Firm Specific Information And Federal Securities Laws : A Doctrinal. Etymological. and Theoretical Critique. Tulane Law Review. Vol 68. 1994.
- Coffe, Jr, John. Market Failure And The Economic Case For A Mandatory System. Virginia Law Review. Vol 79. 1984.
- Danatama Makmur. Press Release PT.Danatama Makmur. Jakarta : PT.Danatama Makmur. 2008.
- Easterbrook, Frank H. Fischel, Daniel R. The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge. Massachusetts. London : Harvard University Press. 1996.
- Energy, Adaro. Press Release Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa. Jakarta : 31 Oktober 2008.
- Energy, Adaro. Prospektus PT. Adaro Energy, Tbk. Jakarta : PT.Danatama Makmur. 2008.
- Fuady, Munir. Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum). Bandung : PT.Cipta Aditya Bakti. 2001.
- Hartono, C.F.G. Sunaryati. Penelitian Hukum Di Indonesia Pada Akhir Abad Ke-20. Bandung : Penerbit Alumni Unpad. 1994.
- Indonesia. Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 LN No.64 Tahun 1995