

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

A. Pasar Modal

1. Pengertian Pasar Modal

Perekonomian Indonesia yang *notabene* masih dalam masa berkembang, menjadikan pasar modal salah satu bagian terpentingnya. Pada dasarnya pasar modal merupakan suatu tempat bagi perusahaan untuk mencari pembiayaan bagi perusahaannya.¹ Berkembangnya perekonomian skala nasional, didongkrak dari sisi masyarakat maupun pemerintahannya. Pungutan pajak menjadi salah satu faktor utama sebagai berkembangnya perekonomian suatu negara. Tak hanya itu adapun alternatif selain pajak, yakni masyarakat dapat melakukan penanaman modal dari lembaga pembiayaan seperti bank, maupun lembaga pembiayaan yang memiliki produk pasar modal. Pasar modal sendiri menjadi salah satu opsi bagi pemerintah maupun perusahaan swasta dalam segi penyediaan dana. Rezim yang membutuhkan bantuan pembiayaan akan mengeluarkan surat hutang negara ataupun obligasi yang dijual kepada masyarakat melalui pasar modal.² Perusahaan swasta dalam konteks ini yang memerlukan pembiayaan

¹ Mutia Evi Kristhy et al., "Investasi Yang Beresiko Dalam Pasar Modal," *Jurnal Komunikasi Hukum (JKH)* 8, no. 2 (2022): Hal. 88–96, <https://doi.org/10.23887/jkh.v8i2.47125>.

² Velicha Artinia Putri dan Elfani Mandayanti, "Perspektif Perkembangan Dan Tantangan Pasar Modal Di Indonesia," *Jurnal Pendidikan Tambusai* 5, no. 3 (2021): 10904–8. Hal. 5-6

perusahaannya juga akan menerbitkan obligasi maupun saham yang di jual kemasyarakat, juga melalui pasar modal.³

Peranan pasar modal dalam hal ini sangatlah penting, karena pasar modal menjadi salah satu opsi untuk pembiayaan. Pada dasarnya pasar modal berperan dalam berkembangnya suatu ekonomi negara sekala nasional maupun perusahaan swasta, yakni :⁴

- a. Sebagai media untuk mengumpulkan dana dari kalangan masyarakat umum.
- b. Menjadi salah satu opsi yang cepat, mudah serta murah bagi sektor usaha.
- c. Menggerakkan kegiatan usaha serta terciptanya peluang bekerja.
- d. Mengefisiensikan sumber produksi
- e. Memungkinkan pelaksanaan *Open Market Operation* secara responsif dan sewaktu-waktu, serta berperan sebagai infrastruktur utama bagi Bank Sentral.
- f. Mengintervensi suku bunga tinggi agar turun menuju tingkat yang lebih stabil, kompetitif, dan masuk akal.
- g. Menyajikan instrumen investasi pilihan bagi pemilik modal dalam mengalokasikan dana mereka.

Di negara Indonesia sendiri pasar modal dikendalikan serta tertuang di Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar

³ Tavinayati and Yulia Qamariyanti, *Hukum Pasar Modal Di Indonesia* (Bandung: Sinar Grafika, 2009). Hal. 5

⁴ Ibid., hal. 7.

Modal. Dalam Pasal 1 angka 13 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal menjelaskan pasar modal ialah Seluruh aktivitas yang meliputi penawaran umum dan transaksi surat berharga, termasuk emiten, perusahaan publik, serta berbagai institusi dan tenaga ahli penunjang yang bergerak di bidang efek.⁵ Akan tetapi makna dari pasar modal yang tertuang pada dalam Pasal 1 angka 13 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal masih rancu karena hanya menekankan terhadap aktivitas *trader*. Secara teoritis definisi dari pasar modal yakni salah satu opsi investasi keuangan dalam rentan waktu yang di perlukan para pelaku pasar modal. Dengan bentuk modal (*stock*) maupun hutang (*bonds*), baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun yang diterbitkan oleh perusahaan swasta.⁶

Dalam pemahaman klasik, pasar modal didefinisikan sebagai kegiatan jual beli surat berharga yang memiliki produk seperti obligasi, saham serta lainnya.⁷ Jika ditelaah lebih lanjut pasar modal ialah suatu tempat berkumpulnya para pelaku pasar modal yang melakukan kegiatan jual dan beli. Adapaun pendapat lain yang mendefinisikan pasar modal yakni pasarnya para emiten, investor serta pialang untuk melakukan jual beli produk seperti obligasi maupun saham. Produk obligasi dan saham merupakan sama-sama dana panjang, yang

⁵ Lihat pada Pasal 1 angka 13 Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

⁶ Lihat pada Pasal 1 angka 4 Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

⁷ Kusnanto and Suyatno, "Perbandingan Kerangka Hukum Perlindungan Investor Protection Legal Frameworks In Global Capital Markets," *Jurnal Intelek Dan Cendekiawan Nusantara* 2, no. 1 (2024): 1062–78, <https://jicnusantara.com/index.php/jicn>.

membedakan hanya bentuk kepemilikannya saja. Obligasi biasanya berbentuk hutang sedangkan saham berbentuk modal.⁸ Sesuai dengan amanat UU Pasar Modal, ekosistem pasar modal di Indonesia disusun atas berbagai otoritas pengatur dan lembaga pendukung yang memiliki wewenang serta fungsi spesifik demi menjamin kelancaran dan integritas seluruh aktivitas pasar. Sejak ditetapkan Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, mengakibatkan struktur pasar modal berubah.

2. Fungsi dan Manfaat Pasar Modal

Terdapat dua fungsi yang diemban oleh pasar modal yakni fungsi keuangan dan fungsi ekonomi.⁹ Fungsi keuangan dari pasar modal yakni memberikan peluang dari selisih penanaman modal oleh *trader*. Sedangkan fungsi ekonomi dari pasar modal adalah menyediakan tempat bagi para pemilik dana serta emiten dalam satu tempat. Dengan begitu para pemilik saham memiliki ekspektasi untuk mendapatkan keuntungan dari penanaman modalnya sedangkan para emiten mendapatkan suntikan dana dari para pemilik dana.¹⁰

Namun fungsi utama dari pasar modal umumnya sebagai jembatan bagi para penanam modal dan emiten. Dengan adanya

⁸ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)* (Bandung: Citra Ditya Bakti, 2001). Hal. 11

⁹ Khristina Sri Prihatin, "Pengaruh Persepsi Mahasiswa Tentang Investasi Terhadap Minat Berinvestasi Saham Di Pasar Modal," *Progress: Jurnal Pendidikan, Akuntansi Dan Keuangan* 5, no. 1 (2022): Hal. 18–36, <https://doi.org/10.47080/progress.v5i1.1438>.

¹⁰ Abdul Manan, *Aspek Hukum Dalam Penyelenggaraan Investasi Di Pasar Modal Syari'ah Di Indonesia* (Jakarta: Kencana Perdana Media Group, 2017). Hal. 26

lembaga pasar modal, mengakibatkan kepentingan antara penanam modal dan emiten terhubung dengan baik. Di sisi lain pasar modal menggerakkan efisiensi dana dari penanam modal yang memiliki ekspektasi untuk mendapatkan keuntungan dari kegiatan tersebut. Pasar modal dapat didefinisikan sebagai sistem perdagangan instrumen keuangan terstruktur yang memfasilitasi transaksi berbagai efek seperti saham, surat utang (obligasi), serta instrumen derivatif lainnya melalui dukungan profesional jasa keuangan seperti agen perantara, komisioner, dan penjamin emisi efek.¹¹

Adanya pasar modal di negara Indonesia memberikan kebermanfaatan seperti:¹²

1. Penyediaan Modal Jangka Panjang: Menjadi sarana bagi sektor usaha untuk mendapatkan pendanaan permanen guna mendukung ekspansi bisnis sekaligus memastikan distribusi sumber daya ekonomi yang efektif.
2. Media Investasi dan Diversifikasi: Menawarkan instrumen penempatan dana bagi publik yang memungkinkan pengelolaan risiko melalui penyebaran aset (diversifikasi) di berbagai sektor.
3. Indikator Ekonomi Makro: Berperan sebagai barometer utama (leading indicator) yang mencerminkan kondisi kesehatan serta arah pertumbuhan ekonomi nasional.

¹¹ Sudirman, *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio* (Gorontalo: Sultan Amai Press, 2015). Hal. 8

¹² Abdul Manan, *Op.Cit*, hal. 24

4. Demokratisasi Kepemilikan: Membuka akses bagi masyarakat luas, termasuk kalangan menengah, untuk memiliki andil dalam kepemilikan korporasi besar.
5. Penciptaan Iklim Usaha yang Sehat: Mendorong struktur kepemilikan yang luas serta memicu standarisasi operasional yang transparan dan profesional.
6. Perluasan Lapangan Kerja Sektoral: Menghasilkan berbagai peluang karier di bidang profesional jasa keuangan dan pasar modal yang kompetitif.
7. Akses pada Perusahaan Prospektif: Memberikan peluang bagi publik untuk menjadi bagian dari perusahaan yang memiliki kinerja fundamental kuat dan potensi pertumbuhan jangka panjang.
8. Investasi Terukur dan Likuid: Menawarkan opsi investasi dengan risiko yang dapat dianalisis berkat adanya prinsip keterbukaan informasi, kemudahan pencairan dana (likuiditas), dan diversifikasi.
9. Transparansi dan Kontrol Sosial: Membentuk budaya bisnis yang terbuka bagi publik, sehingga masyarakat dapat melakukan pengawasan secara tidak langsung terhadap jalannya perusahaan.
10. Profesionalisme Manajemen: Kewajiban transparansi dalam pasar modal mendorong perusahaan untuk menggunakan tenaga manajerial yang ahli dan berintegritas tinggi.

11. Solusi Pendanaan Emiten: Menjadi alternatif utama bagi perusahaan (emiten) untuk memperoleh modal kerja jangka panjang tanpa terbebani kewajiban bunga layaknya pinjaman perbankan.

1. Pihak – Pihak Dalam Pasar Modal

Para pelaku utama di pasar modal dan lembaga penunjang yang terlibat langsung dalam proses transaksi adalah sebagai berikut :

- a. Emiten, adalah badan usaha (perseroan terbatas) yang menerbitkan saham untuk menambah modal atau menerbitkan surat hutang (obligasi) sebagai alternatif pembiayaan oleh investor saham.¹³ Emiten merupakan korporasi yang menawarkan efeknya kepada masyarakat melalui bursa (proses *go public*). Keputusan untuk melakukan emisi ini umumnya ditetapkan melalui Rapat Umum Pemegang Saham dengan sasaran strategis tertentu, seperti mendanai ekspansi bisnis dan kapasitas produksi, mengoptimalkan rasio struktur modal agar lebih seimbang antara ekuitas dan utang, serta memfasilitasi divestasi atau peralihan kepemilikan dari pemegang saham lama kepada investor baru.¹⁴
- b. Investor atau pemodal didefinisikan sebagai entitas, baik individu maupun badan hukum (seperti koperasi, yayasan, dan dana pensiun), yang mengakuisisi kepemilikan di perusahaan

¹³ Adrian Sutedi, *Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Sinar Grafika, 2014). Hal. 6

¹⁴ Didit Herlianto. Op. Cit., hlm. 11.

publik. Investor perorangan bertindak atas nama pribadi, sementara investor institusi menanggung seluruh hak dan risiko investasi secara kolektif. Dalam struktur perusahaan *go public*, kepemilikan terbagi antara pemegang saham pendiri dan pemegang saham publik yang masuk melalui penawaran umum. Sebelum mengalokasikan dana, investor umumnya melakukan analisis mendalam untuk memastikan keputusan investasi yang tepat. Kepentingan para penanam modal di pasar modal yakni :

- 1) Dividen, yakni keuntungan yang didapatkan oleh para investor dari selisih harga modal dari produk saham maupun obligasi.
- 2) Menjadi bagian kepemilikan perusahaan
- 3) Keuntungan dari menjual kepemilikan saham saat harga jual saham lebih tinggi dari saat harga beli saham yang biasa disebut dengan *capital gain*.

c. Lembaga Penunjang merupakan pilar infrastruktur yang memfasilitasi operasional pasar modal. Kehadirannya berfungsi sebagai katalisator yang menyederhanakan interaksi antara emiten dan investor, guna memastikan seluruh proses administrasi dan transaksi di pasar modal berjalan lebih efektif dan efisien

B. Bursa Efek Indonesia

Pada Pasal 1 angka 4 Undang-Undang Pasar Modal tentang Bursa Efek Indonesia mendefinisikan bursa efek merupakan institusi penyelenggara yang menyediakan fasilitas infrastruktur serta sistem perdagangan yang bertujuan sebagai jembatan pertemuan antara permintaan beli dan penawaran jual efek antar berbagai pihak yang ingin bertransaksi.¹⁵ Sedangkan definisi dari transaksi bursa adalah suatu kesepakatan kontraktual yang di rancang oleh anggota bursa efek dengan menitikberatkan pada standar dan ketentuan yang ditetapkan oleh bursa. Lingkup kontrak ini mencakup perdagangan efek, aktivitas pinjam-meminjam efek, serta perjanjian lainnya yang terkait dengan instrumen efek maupun pergerakan harganya.¹⁶

Agar terciptanya aktivitas transaksi bursa maka harus terpenuhinya syarat yang telah ditetapkan oleh otoritas bursa. Dalam Pasal 6 ayat (1) Undang-Undang tentang Penanaman Modal menjelaskan : *“Kegiatan operasional sebagai Bursa Efek hanya dapat dijalankan oleh entitas berbentuk Perseroan Terbatas yang telah resmi mengantongi izin usaha dari otoritas pengawas pasar modal.”* Izin sendiri sangat penting dimiliki bagi institusi penyelenggara bursa, hal tersebut agar kegiatan aktivitas pasar modal terawasi yang menciptakan ketertiban, keteraturan dan efisiensi.

¹⁵ Lihat pada Pasal 1 angka 4 Undang-Undang Pasar Modal tentang Bursa Efek Indonesia.

¹⁶ Lihat pada pasal 1 angka 28 Undang-Undang Pasar Modal tentang Bursa Efek Indonesia.

Sesuai dengan mandat Pasal 6 ayat (2) UU Pasar Modal, kriteria serta prosedur perizinan bagi bursa efek ditentukan secara spesifik melalui Peraturan Pemerintah. Penjelasan pasal tersebut menegaskan bahwa cakupan persyaratan ini meliputi regulasi mengenai tata cara pengajuan serta aspek-aspek legalitas yang harus dipenuhi oleh calon penyelenggara bursa :

- a. izin usaha;
- b. ketentuan yang wajib diatur dalam anggaran dasar;
- c. kepengurusan;
- d. permodalan; dan
- e. latar belakang ekonomis pendirian Bursa Efek.

Dari pemaparan di atas dapat ditarik kesimpulan yakni untuk mendirikan institusi bursa ada persyaratan yang harus dilaksanakan oleh pendiriannya. Hal tersebut harus dilaksanakan karena bursa ialah suatu tempat dimana para investor dan emiten bertuemu untuk malangsungkan kegiatan penanaman modal.

Salah satu tujuan pendirian bursa agar kegiatan permintaan beli dan penawaran jual agar berjalan secara efisien. Hal tersebut juga sesuai dalam Pasal 7 Undang-Undang Pasar Modal pada intinya menjelaskan kegiatan permintaan beli dan penawaran jual (perdagangan efek) berjalan semestinya.¹⁷ Hal tersebut mengakibatkan harga saham maupun obligasi yang beredar di masyarakat tetap beracuan dengan

¹⁷ Lihat pada Pasal 7 ayat (1) Undang-Undang Pasar Modal.

dasar dari ekonomi itu sendiri. Sebagai entitas bisnis, Bursa Efek memiliki kewajiban untuk menyusun anggaran tahunan dan rencana alokasi laba yang wajib dilaporkan kepada otoritas pengawas (Bapepam/OJK). Berdasarkan penjelasan Pasal 7 ayat (3) UUPM, penyusunan rencana keuangan tersebut harus mengedepankan prinsip efisiensi pasar serta mematuhi standarisasi yang ditetapkan oleh regulator, yakni :

- a. Modernisasi Infrastruktur: Memperbarui sistem perdagangan dan mekanisme pencatatan efek agar lebih efisien.
- b. Penguatan Pengawasan: Meningkatkan standar pembinaan serta pengawasan terhadap seluruh Anggota Bursa.
- c. Optimalisasi Pasca-Perdagangan: Mengembangkan sistem kliring dan penyelesaian transaksi yang terintegrasi.
- d. Transparansi Informasi: Meningkatkan kualitas sistem layanan informasi bagi publik dan pelaku pasar.
- e. Ekspansi & Edukasi: Memperluas jangkauan pasar modal melalui riset mendalam dan kegiatan promosi yang masif.
- f. Kapital Manusia: Mengembangkan kompetensi sumber daya manusia guna mendukung profesionalisme industri.

Badan pengawas pasar modal memiliki tugas untuk mengatur kegiatan pasar modal, yang mana setiap tahun pengumuman keuntungan dari bursa akan diadakannya rapat pemegang saham yang

harus disetujui oleh Bapepam.¹⁸ Jikalau Bapepam menemukan ketidaksesuaian rencana anggaran serta penggunaan laba bursa maka Bapepam akan menolaknya. Dapat disimpulkan bahwa Bursa Efek adalah badan usaha berbentuk PT dengan atribut khusus yang membedakannya dari korporasi biasa. Eksklusivitas ini disebabkan oleh peran strategisnya di pasar modal, yang menuntut keseimbangan antara fungsi sebagai entitas bisnis dan fungsi sebagai penyelenggara sarana publik yang teratur seperti :¹⁹

a. *Financial Assets*

Dilakukan pemindahan bukan pemegang efek (saham) secara elektronik. Jual beli efek tidak dimaksudkan untuk memperoleh seketika, tetapi dimotivasi oleh usaha menyimpan daya beli lebih besar dikemudian hari apabila nilai pasar dari aktiva keuangan yang dimiliki mengalami kenaikan.

b. Perdagangan di Bursa Efek

Informasi memegang peranan sangat penting dan krusial. Aktiva keuangan, khususnya saham merupakan instrumen yang mewakili aktiva yang lain. Sebagai komoditi perdagangan harga saham dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran, tapi sebagai bukti pemilikan harga saham secara fundamental ditentukan pula oleh nilai aktiva yang diwakilinya. Oleh karena itu, informasi baik yang

¹⁸ Fery Ramadhan, "Analisis Yuridis Pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham Dalam Hal Perseroan Terbatas Dimiliki Oleh Dua Orang Pemegang Saham Dengan Persentase Berimbang," 2023, Hal. 5.

¹⁹ Sentosa Sembiring, *Hukum Pasar Modal* (Bandung: Nuansa Aulia, 2019). Hal. 21

menyangkut arah perkembangan pasar maupun yang menyangkut kondisi, performa, dan prospek perusahaan mutlak diperlukan.

c. Nonprofit Motive Organization

Untuk kepentingan umum dan menyediakan sarana perdagangan yang efisien bagi para anggota Bursa. Karakteristik demikian menghasilkan adanya campur tangan pemerintah sebagai regulator. Campur tangan pemerintah dalam bentuk perizinan, pembinaan, dan pedoman operasi yang semuanya diarahkan pada perlindungan para pihak dari manipulasi penipuan dan semacamnya

d. Self Regulator Body

Sebagai entitas yang memiliki wewenang untuk mengatur diri sendiri, Bursa Efek berhak menyusun regulasi internal selama tetap selaras dengan kebijakan pemerintah. Karakteristik unik ini menuntut Bursa untuk memiliki tatanan aturan yang komprehensif, mendalam, transparan, dan berkeadilan. Konsekuensinya, Bursa Efek menjadi salah satu pasar dengan tingkat regulasi paling ketat, yang mencakup standardisasi teknis seperti unit perdagangan, fraksi harga, mekanisme tawar-menawar, hingga prosedur penyelesaian transaksi dan pelaporan.²⁰

Oleh sebab itu, Bursa Efek sebagai intitusi tak hanya badan usaha yang harus menaati persyaratan yang tertuang di Undang-Undang

²⁰ Marzuki Usman and dkk., *ABC Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Lembaga Pengembangan Perbankan Indonesia dan Ikatan Sarjana Ekonomi, Jakarta, 1990). Hal. 17

Pasar Modal, para pelakunya juga harus menaati peraturan yang ada. Dalam Pasal 8 Undang-Undang Pasar Modal menjelaskan, kepetingan Bursa Efek adalah sebagai fasilitator perdagangan bursa, yang mana dibatasi agar hanya perusahaan yang memiliki izin pendirian bursa yang dapat menjadi fasilitator perdagangan bursa efek di Indonesia.

Dalam Pasal 9 UUPM memberikan legalitas bagi Bursa Efek untuk menetapkan regulasi internal dalam mengelola seluruh aktivitas operasionalnya. Sebagai konsekuensi dari otoritas tersebut, setiap peraturan yang diterbitkan bersifat imperatif atau mengikat secara hukum bagi seluruh ekosistem terkait, mulai dari Anggota Bursa, Emiten, lembaga kliring dan penyimpanan, hingga pihak ketiga yang terikat secara kontraktual dengan bursa. Dalam penyusunan regulasi terkait kliring dan penyelesaian transaksi, Bursa Efek diwajibkan bersinergi dengan Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP). Selain itu, bursa memiliki wewenang tambahan untuk menetapkan prosedur pemeriksaan anggota, mengatur mekanisme koordinasi dengan lembaga penyelesaian (LKP dan LPP), serta merumuskan kebijakan adaptif guna mengantisipasi dinamika pasar di masa depan. Di sisi lain, diperkenalkan pula konsep kesepadanan efek, yakni karakteristik surat berharga yang memungkinkan pertukaran antar-efek sejenis yang memiliki nilai identik dan berasal dari emiten yang sama.

Berdasarkan Pasal 9 ayat (2) UUPM, Bursa Efek diwajibkan untuk menyelaraskan aturan peralihan hak atas efek dengan praktik

pasar modal yang berlaku secara umum. Terkait aspek finansial, pendapatan utama bursa bersumber dari iuran anggota, biaya transaksi, serta biaya pencatatan (ayat 3). Dana tersebut harus diprioritaskan untuk mendukung fungsi operasional bursa guna menjamin terciptanya perdagangan yang teratur, wajar, dan efisien. Adapun penentuan besaran biaya tersebut harus proporsional dengan kebutuhan pengembangan bursa, bahkan secara regulasi dimungkinkan untuk diturunkan apabila dana yang tersedia telah mencukupi kebutuhan operasional (ayat 4).

Meskipun Bursa Efek memiliki kewenangan mandiri dalam menyusun regulasi, efektivitas hukum dari peraturan tersebut tetap bergantung pada validasi otoritas pengawas. Berdasarkan Pasal 11 UUPM, setiap ketentuan maupun perubahannya baru dinyatakan sah dan berlaku setelah memperoleh persetujuan resmi dari Bapepam (sekarang OJK). Penjelasan pasal ini menegaskan bahwa mekanisme persetujuan diperlukan untuk menjamin agar seluruh regulasi internal bursa senantiasa selaras dengan undang-undang serta peraturan pelaksana yang lebih tinggi.

Isharsaya menyoroiti dualisme identitas Bursa Efek di Indonesia yang berfungsi secara simultan sebagai entitas bisnis swasta sekaligus Lembaga Regulator Mandiri (*Self-Regulatory Organization/SRO*). Sebagai SRO, bursa memiliki otoritas untuk menyusun regulasi, memberikan lisensi perdagangan, serta mengawasi perilaku para

anggotanya. Uniknya, karena keterbatasan sistem hukum Indonesia yang mewajibkan setiap badan hukum privat memiliki pemegang saham, bursa harus berbentuk Perseroan Terbatas (PT). Padahal, secara hakikat, bursa merupakan asosiasi para pialang yang manajemen operasional harian dan administrasinya dikelola oleh sebuah perseroan.²¹

Analisis para pakar hukum mempertegas peran Bursa Efek sebagai penyedia infrastruktur yang memiliki otoritas regulasi demi menjamin transaksi yang teratur dan transparan. Namun, otonomi ini dibatasi oleh Pasal 10 UUPM yang melarang Bursa menciptakan aturan yang menghambat persaingan sehat atau membatasi keanggotaan ganda. Meskipun demikian, ketentuan mengenai larangan persaingan antar-bursa ini kini dipandang tidak lagi relevan secara praktis. Hal ini dikarenakan adanya konsolidasi pasar modal Indonesia melalui penggabungan Bursa Efek Surabaya (BES) ke dalam Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 2007, yang kemudian membentuk entitas tunggal, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI).

Transformasi menjadi perusahaan publik (*go public*) membawa konsekuensi fundamental berupa kewajiban keterbukaan informasi (*disclosure*) kepada publik dan para pemegang saham. Keberhasilan penawaran umum perdana bukanlah akhir dari proses, melainkan awal

²¹ Isharsaya, "Tindak Pidana Pasar Modal dan Pengawasan Perdagangan Efek di Bursa Efek Jakarta", Termuat di Jurnal JEP Vol. 2 No. 3 Tahun 1997, ISSN, hlm. 278-288.

dari fase operasional yang baru bagi perusahaan.²² Pasca-IPO, perusahaan melakukan pencatatan (*listing*) saham di Bursa Efek agar instrumen tersebut dapat diperdagangkan secara resmi. Langkah ini bertujuan untuk menciptakan likuiditas bagi investor, sehingga pemegang saham lama maupun calon pemodal dapat bertransaksi dengan lebih mudah.

Listing didefinisikan sebagai pendaftaran instrumen efek ke dalam daftar resmi bursa agar dapat diperdagangkan secara publik. Pasca-pencatatan, Emiten mengemban kewajiban untuk menyampaikan laporan berkala serta informasi material secara tepat waktu.²³ Keterbukaan ini mencakup aspek finansial, legalitas aset, hingga manajemen perusahaan. Ketidapatuhan terhadap transparansi informasi, kinerja fundamental yang terus memburuk (seperti kerugian berturut-turut), serta pelanggaran regulasi pasar modal dapat menghilangkan daya tarik investasi. Dalam kondisi ekstrem, pelanggaran serius atau kegagalan mempertahankan kelangsungan usaha dapat menyebabkan efek tersebut dihapus dari papan perdagangan bursa, atau yang dikenal sebagai delisting.²⁴

²² Sarah Indah Nilam Wulandari et al., "Perlindungan Hukum Bagi Investor Pada Perusahaan Voluntary Delisting Di Pasar Modal," *Jurnal Media Akademik (JMA)* 2, no. 2 (2024): 2594–2627, <https://doi.org/10.62281/v2i2.177>.

²³ Louise Ruselis Sitorus, "Tinjauan Yuridis Tindakan Delisting Oleh Bursa Efek Indonesia Dan Perlindungan Pemegang Saham (Studi Kasus: PT. Berau Coal Energy, Tbk.)," *Dialogia Iuridica: Jurnal Hukum Bisnis Dan Investasi* 10, no. 2 (2019): 19–32, <https://doi.org/10.28932/di.v10i2.1131>.

²⁴ M. Irsan Nasarudin, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Prenada Media Group, 2007). Hal. 67

Instrumen saham yang telah terdaftar di bursa dapat ditarik kembali status pencatatannya melalui mekanisme yang dikenal sebagai delisting. Prosedur mengenai penghapusan serta pendaftaran kembali saham ini dipandu oleh Peraturan Nomor I-I yang telah diimplementasikan sejak 19 Juli 2004. Berdasarkan poin I. dalam regulasi tersebut, delisting didefinisikan sebagai tindakan formal untuk menghapus efek dari daftar bursa, yang mengakibatkan saham tersebut tidak lagi memiliki legalitas untuk ditransaksikan di lantai bursa. Proses penghapusan ini dapat dipicu oleh beberapa kondisi tertentu, yaitu :²⁵

- a. Penghapusan pencatatan saham yang dilakukan atas inisiatif dan pengajuan resmi dari perusahaan tercatat itu sendiri, yang dalam praktik pasar modal dikenal dengan istilah *voluntary delisting*.
 - b. Tindakan penghapusan status pencatatan yang dilakukan secara sepihak oleh otoritas bursa karena emiten dianggap tidak lagi mampu memenuhi kriteria dan standarisasi yang telah ditetapkan.
- Prosedur ini secara teknis dikenal dengan istilah *forced delisting*.

Delisting merupakan peristiwa korporasi krusial yang berdampak signifikan terhadap para pemegang saham, karena sering kali menjadi indikator adanya masalah dalam tata kelola emiten. Meskipun terdapat dua jenis, yaitu *voluntary* dan *forced delisting*, kategori kedualah yang secara nyata mencerminkan kegagalan

²⁵ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal* (Yogyakarta: UPP Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen (YKPN), 2011). Hal. 59

manajemen perusahaan. Dampak paling merugikan dari penghapusan ini adalah hilangnya likuiditas saham, yang secara otomatis melumpuhkan akses perdagangan dan berpotensi merusak nilai pasar efek tersebut.²⁶

Terdapat perbedaan mendasar antara voluntary delisting yang membutuhkan mandat dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dengan forced delisting yang merupakan tindakan administratif sepihak dari bursa akibat pelanggaran kriteria pencatatan. Fokus kajian ini diarahkan pada mekanisme forced delisting. Perlu ditekankan bahwa pencabutan status di bursa tidak secara otomatis mengubah perusahaan publik menjadi perusahaan tertutup. Selama entitas tersebut masih berstatus perusahaan terbuka, kewajiban hukum seperti transparansi informasi, pelaporan kepada OJK, serta perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham minoritas tetap wajib dipenuhi. Adapun kriteria bursa dalam melakukan penghapusan paksa ini didasarkan pada salah satu kondisi berikut:²⁷

- a. Perusahaan menghadapi situasi atau insiden tertentu yang memberikan dampak negatif secara substansial terhadap keberlanjutan bisnisnya, baik dari aspek keuangan maupun legalitas. Hal ini juga mencakup ancaman terhadap eksistensi perusahaan sebagai entitas publik, di mana emiten tidak mampu

²⁶ Bursa Efek Indonesia, Peraturan No. I-I Tentang Penghapusan Pencatatan (delisting) dan Pencatatan Kembali (relisting) saham di bursa, Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-308/BEJ/07-2004, Pasal III.1

²⁷ Hamud Balfas, Hukum Pasar Modal Indonesia (Jakarta: PT. Tata Nusa, 2006). Hal. 41

memberikan bukti atau rencana perbaikan yang meyakinkan untuk memulihkan kondisi tersebut.

- b. Saham emiten telah dikenakan sanksi suspensi (penghentian sementara) di Pasar Reguler dan Pasar Tunai, sehingga aktivitas perdagangannya hanya terbatas pada Pasar Negosiasi selama periode minimal 24 bulan secara berturut-turut.

Secara umum, forced delisting memberikan stigma yang jauh lebih negatif bagi reputasi emiten dibandingkan voluntary delisting. Hal ini dikarenakan penghapusan paksa identik dengan kinerja fundamental yang buruk serta minimnya likuiditas saham. Penting untuk dipahami bahwa delisting merupakan langkah pamungkas bursa setelah serangkaian peringatan dini (early warning) diabaikan. Strategi ini pada dasarnya tidak bertujuan untuk menghentikan operasional perusahaan, melainkan sebagai bentuk pendisiplinan agar emiten melakukan restrukturisasi menyeluruh. Harapannya, perusahaan dapat melakukan relisting di masa depan demi memulihkan hak dan kepentingan para pemegang saham.²⁸

C. Saham

1. Pengertian Saham

"Saham merupakan instrumen pasar modal yang sangat diminati oleh para pemodal karena potensi imbal hasilnya yang kompetitif.

²⁸ Bursa Efek Indonesia, Peraturan No. I-I Tentang Penghapusan Pencatatan (delisting) dan Pencatatan Kembali (relisting) saham di bursa, Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-308/BEJ/07-2004, Pasal III.3.1.

Secara yuridis, saham adalah instrumen bukti kepemilikan seseorang atau lembaga atas sebuah Perseroan Terbatas (PT). Kepemilikan ini memberikan hak hukum kepada pemegangnya untuk melakukan klaim terhadap aset dan pendapatan perusahaan, serta memberikan wewenang untuk berpartisipasi dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).²⁹

Pasar saham berfungsi sebagai wadah untuk penerbitan efek baru melalui pasar perdana (*primary market*) serta perdagangan efek antar-investor di pasar sekunder (*secondary market*). Aktivitas ini difasilitasi oleh bursa, baik melalui pertemuan fisik maupun sistem elektronik (*Over the Counter/OTC*). Dengan mengakuisisi saham, seorang investor secara otomatis memiliki porsi kepemilikan atas perusahaan penerbit. Umumnya, instrumen saham ini diterbitkan oleh korporasi yang telah menempuh proses *go public* untuk bertransformasi menjadi perusahaan terbuka³⁰

2. Jenis-Jenis Saham

Saham merupakan instrumen bukti partisipasi modal dalam sebuah Perseroan Terbatas (PT). Bagi perusahaan, penerbitan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) menjadi salah satu strategi utama untuk memperoleh pendanaan yang diperlukan dalam membiayai operasional bisnis. Sebagai aset finansial yang tergolong dalam

²⁹ Sudirman. Op. Cit., hal. 75

³⁰ R. Eki Rahman, *Pasar Valuta Asing Teori Dan Praktik* (Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada, 2018). Hal. 29

kategori efek, kepemilikan saham mencerminkan hak milik atas perusahaan yang memberikan pemegangnya wewenang hukum sebagai berikut

- a. Hak Manajerial (Hak Suara): Wewenang investor untuk terlibat aktif dalam pengambilan keputusan strategis serta penetapan visi-misi korporasi melalui pemberian suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- b. Hak Ekonomis (Dividen): Hak konstitusional pemilik modal untuk mendapatkan bagian dari laba bersih perseroan yang didistribusikan dalam bentuk dividen sesuai dengan porsi kepemilikannya.
- c. Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD/Pre-emptive Rights): Hak istimewa bagi pemegang saham lama untuk memprioritaskan pembelian emisi saham baru guna menjaga persentase kepemilikan (mencegah dilusi) di dalam perusahaan.
- d. Hak atas Sisa Kekayaan (Hak Likuidasi): Hak untuk memperoleh porsi atas aset atau aktiva bersih perusahaan yang tersisa setelah seluruh kewajiban utang dilunasi, apabila perusahaan dinyatakan bubar atau dilikuidasi.

Dapat disimpulkan bahwa saham merupakan instrumen bukti kepemilikan atas aset atau penyertaan modal yang sah, baik oleh individu maupun entitas hukum, di dalam sebuah perusahaan yang berbadan hukum Perseroan Terbatas.

3. Bentuk-Bentuk Saham

Sebagai instrumen finansial, saham menempati posisi sebagai surat berharga yang paling diminati dan dikenal secara umum oleh publik. Instrumen ini memiliki klasifikasi dalam beberapa bentuk, yaitu:

- a. Saham Berstempel (Assented Shares): Jenis saham yang muncul sebagai konsekuensi dari kerugian signifikan perusahaan yang tidak mampu ditutupi oleh cadangan dana yang tersedia. Status "cap" atau tanda khusus ini menandakan persetujuan pemegang saham terhadap skema restrukturisasi atau penyesuaian modal tertentu.
- b. Saham Konversi (Switching Shares): Instrumen saham yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk menukarkan kepemilikan mereka dengan jenis saham lain, umumnya berupa konversi dari saham preferen menjadi saham biasa.
- c. Saham Non-Voting (Non-Voting Shares): Varian saham yang tidak membekali pemiliknya dengan hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Saham ini sering kali tidak mencantumkan nilai nominal, di mana besaran nilai kepemilikannya dihitung melalui pembagian total aset bersih perusahaan dengan jumlah saham yang beredar.
- d. Saham Preferen Unggul (Senior Preferred Stock): Tingkatan saham preferen yang memiliki kedudukan lebih tinggi atau hak

prioritas yang lebih utama dibandingkan dengan jenis saham preferen lainnya dalam struktur permodalan perusahaan.

e. Saham Preferen Konvertibel (Convertible Preferred Stock): Hak khusus pada saham preferen yang memungkinkan pemegangnya untuk mengubah status saham tersebut menjadi saham biasa sesuai dengan keinginan pemiliknya.

f. Saham Preferen Partisipasi (Participating Preferred Stock): Jenis saham yang tidak hanya memberikan hak prioritas atas dividen tetap, tetapi juga memberikan hak bagi pemiliknya untuk kembali terlibat dalam pembagian sisa laba (dividen tambahan) setelah kewajiban dividen biasa terpenuhi.

Saham preferen kumulatif merupakan instrumen ekuitas yang memberikan jaminan kepada pemiliknya untuk menerima tunggakan dividen dari periode-periode sebelumnya yang belum sempat dibayarkan oleh perusahaan. Seluruh kewajiban dividen yang tertunda tersebut wajib diakumulasikan dan dilunasi di masa mendatang.³¹

D. Teori Kekaburan Hukum

Secara etimologis, kekaburan hukum mengandung dua unsur: “kekaburan” yang bermaksud keadaan ketidakjelasan/samar; “hukum” yang bermaksud sistem aturan norma.³² Jika digabung,

³¹ Zainal Asikin, *Hukum Dagang* (Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada, 2019). Hal. 80

³² Nugrah Indradewi, “Subtansi Hukum Kekaburan Norma Pada Peralihan Hak Cipta,” *Jurnal Pendidikan Kewarganegaraan Undiksha : Denpasar Bali* 8, no. 3 (2020). Hal 11-12

istilah tersebut menunjuk kondisi di mana norma hukum tidak jelas atau tidak definitif dalam maknanya. Konsep ini kemudian memiliki padanan teoritis dalam literatur hukum sebagai “*legal indeterminacy*”, yaitu fenomena bahwa hukum tidak selalu memberikan jawaban tunggal atau pasti.³³ Pemahaman etimologis ini penting sebagai dasar untuk mengembangkan analisis konseptual yang lebih mendalam mengenai kekaburan hukum.

Kekaburan hukum menurut pandangan Satjipto Rahardjo pada dasarnya berhubungan dengan kritiknya terhadap positivisme hukum yang terlalu kaku dan formalistis.³⁴ Satjipto Rahardjo menekankan bahwa hukum harus dipandang sebagai alat yang melayani manusia dengan tujuan utama menciptakan keadilan substantif, sehingga penegak hukum perlu memiliki keberanian moral untuk menafsirkan hukum secara kreatif dan inovatif agar tercapai keadilan sosial, bukan hanya sekadar mengikuti teks legal formal tanpa mempertimbangkan konteks kemanusiaan.³⁵

Dalam konteks kekaburan hukum, ia juga mengemukakan bahwa aturan hukum yang kaku dan prosedur yang semata-mata formal menyebabkan kebuntuan dalam penegakan hukum untuk mewujudkan keadilan substantif.³⁶ Hal ini menimbulkan gap antara

³³ Peter Mahmud Marzuki, *Pengantar Ilmu Hukum* (Jakarta: Prenada Media, 2021). Hal. 95

³⁴ Nabila Annisa Ramadanti, Amanda Putri, and Sumeirat Tresna Rahayu, “Kritik Satjipto Rahardjo Terhadap Positivisme Hukum,” 2025, 1–11, <https://doi.org/10.11111/dassollen.xxxxxxx>.

³⁵ *Ibid.*

³⁶ *Ibid.*

teks hukum positif dan nilai-nilai keadilan yang sebenarnya harus ditegakkan, sehingga terjadi kekaburan dalam pelaksanaan hukum yang nyata di masyarakat.

Berikut merupakan 5 unsur yang dibebankan oleh ahli hukum Satjipto Rahardjo terkait kekaburan hukum:

1. Fenomena Sosial yang Hidup dan Cair (*Law as a Social Phenomenon*)

Hukum lahir dari masyarakat yang dinamis, maka makna dan penerapannya juga tidak dapat bersifat statis.³⁷ Dari sinilah muncul kekaburan hukum yaitu keadaan ketika teks hukum tidak mampu menjawab seluruh variasi sosial dan moral yang terjadi di masyarakat. Hukum yang cair merupakan hukum harus bersifat terbuka dan selalu menyesuaikan apa yang seharusnya dibutuhkan oleh masyarakat.

2. Kritik terhadap mitos kepastian hukum (*critique of the myth of legal certainty*)

Satjipto Rahardjo melihat bahwa hukum secara kodrati tidak pernah pasti, sebab ia hidup dalam masyarakat yang berubah.³⁸

Kekaburan hukum bukan kekurangan, tetapi ciri esensial dari hukum yang dinamis dan manusiawi. Bagi Satjipto, kepastian hukum hanyalah salah satu aspek dari hukum, bukan tujuannya

³⁷ Arini Nova Istiqomah, Yasmine Amira Uzhma, and Syifa Fadilah, "Peranan Hukum Dalam Mewujudkan Kesejahteraan Masyarakat Indonesia," *Jaksa : Jurnal Kajian Ilmu Hukum Dan Politik* 2, no. 1 (2023): 287–94, <https://doi.org/10.51903/jaksa.v2i1.1596>.

³⁸ Muhammad Idris Sarumpaet and Hilal Haitami Harahap, "3991-4003" 4 (2024): 3991–4003.

yang utama. Tujuan tertinggi hukum adalah keadilan substantif, dan untuk mencapainya hukum harus terbuka terhadap nilai, nurani, dan perubahan sosial.

3. Kekaburan hukum sebagai ruang kekuasaan dan ketidakadilan (*vagueness as space for power and injustice*)

Dalam teori kekaburan hukum Satjipto Rahardjo, kekaburan adalah keniscayaan epistemologis dan sosial, tetapi ia juga merupakan potensi ruang kekuasaan dan ketidakadilan. Ketika hukum yang kabur ditafsirkan oleh pihak yang tidak berintegritas, ia berubah menjadi alat dominasi. Namun, ketika hukum yang kabur dijalankan oleh penegak hukum yang bermoral dan berorientasi pada keadilan substantif, ia menjadi sarana humanisasi hukum.³⁹ Satjipto dengan tegas mengingatkan bahwa bahaya terbesar hukum bukanlah kekaburannya, melainkan manusia yang memanfaatkannya tanpa nurani.

E. Teori Perlindungan Hukum

Perlindungan hukum merupakan segala upaya yang dilakukan untuk melindungi subjek hukum dalam arti individu atau kelompok dari tindakan atau sebuah kebijakan yang melanggar haknya.⁴⁰

³⁹ Pascal Wilmar Yehezkiel et al., "The Urgency of Independent State Agency To Resolve Land Conflicts and the Process of Settlement Based on Progressive Legal Theory," *Jurnal Pertanahan* 13, no. 2 (2023): 119–32. Hal. 123

⁴⁰ Tedi Sudrajat dan Endra Wijaya, *Perlindungan Hukum Terhadap Tindakan Pemerintah*, Tarmizi (Jakarta: Sinar Grafika, 2020). Hal. 110

Perlindungan hukum sendiri bersifat preventif dan represif. Perlindungan hukum preventif berarti perlindungan yang dilakukan sebelum terjadi pelanggaran hak dengan salah satu caranya yaitu melalui adanya sebuah regulasi. Perlindungan hukum represif sendiri merupakan mekanisme penyelesaian jika hak telah dilanggar.⁴¹ Hal ini bisa dapat diartikan sebagai adanya proses litigasi, ganti rugi, sanksi kepada yang melanggar.

Perlindungan hukum sendiri merujuk pada perangkat hukum formal yaitu undang-undang, peraturan, yurisprudensi. Selain itu, mekanisme kelembagaan yang berarti peradilan dan pembuat regulator adalah sebagai sarana untuk melalui perlindungan hukum tersebut. Tujuan dari adanya perlindungan hukum adalah menjamin kepastian hukum (*legal certainty*), menegakkan keadilan hukum (*legal justice*), menjaga kemanfaatan hukum (*legal utility*).⁴²

Salah satu ilmuwan yang berkontribusi pada penciptaan konsep perlindungan hukum di Indonesia adalah Philipis Marwanto Hadjon (1938-207). Philipus M. Hadjon merupakan seorang ahli hukum Indonesia yang dikenal sebagai awal penggagas Hukum Administrasi Negara dan Teori Perlindungan Hukum. Ia lahir di Surabaya dan

⁴¹ *Ibid.*

⁴² Mhd Fakhurrahman Arif, M Hendri, and Yos Saputra, "Siyasah: Jurnal Hukum Tata Negara e-Instrumen Hukum Keperdataan," *Siyasah: Jurnal Hukum Tata Negara* 7, no. Desember (2024): 97–104, www.ejournal.an-nadwah.ac.id.

berkontribusi melalui karir akademisnya sebagai seorang guru besar di Universitas Airlangga (UNAIR).⁴³

Menurut pandangan yang dipaparkan oleh M. Hadjon, Perlindungan Hukum bagi rakyat terhadap tindakan pemerintah bersifat preventif dan represif, dengan perlindungan preventif lebih ditekankan pada pencegahan penyalahgunaan kekuasaan. Menurut M. Hadjon perlindungan hukum preventif memiliki arti pihak yang dirugikan diberikan kesempatan untuk mengemukakan pendapatnya sebelum keputusan Pemerintah diambil, sedangkan perlindungan hukum represif merupakan tujuan untuk pencegahan dari sebuah sengketa. Kedua bentuk ini memiliki tujuan untuk penyelesaian sengketa. Prinsip perlindungan hukum bagi rakyat terhadap pemerintah bertumpu dan bersumber dari konsep tentang pengakuan dan perlindungan terhadap hak asasi manusia.⁴⁴

Berdasarkan kasus yang diangkat oleh peneliti, perlindungan hukum kerap kali belum menjadi sebuah alasan untuk pemerintah mengkaji ulang terhadap sistem *buyback* terhadap investor mengenai kasus *forced delisting* yang dialami oleh sebuah perusahaan terbuka dengan contoh PT. Hanson International Tbk. yang mengalami kasus pailit yang telah diputuskan oleh Mahkamah Agung pada Putusan Nomor 667 K/Pdt.Sus-Pailit/2021. Penulis melihat hal ini sangat layak

⁴³ Mia Amalia et al, *Pengantar Ilmu Hukum* (Jambi: PT. Sonpedia Publishing Indonesia, 2024). Hal. 52

⁴⁴ Philippus M. Hadjon, *Perlindungan Hukum Bagi Rakyat Di Indonesia* (Surabaya, 1987). Hal. 10

untuk diteliti karena terdapat sebuah kekosongan hukum pada kasus tersebut.

