

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Dalam rangka mewujudkan masyarakat adil dan makmur sesuai dengan cita-cita dan tujuan nasional yang berdasarkan Pancasila dan Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945, maka perlu ditingkatkan kemampuan serta kemandirian untuk melaksanakan pembangunan ekonomi nasional secara berkesinambungan bertumpu pada kekuatan masyarakat. Pembangunan ekonomi Indonesia yang diamanatkan oleh konstitusi harus dilaksanakan dengan segenap potensi yang ada di masyarakat. Pasal 33 ayat (4) Undang-Undang Dasar (UUD) 1945 yang telah diamandemen menyebutkan bahwa perekonomian nasional diselenggarakan berdasar atas demokrasi ekonomi dengan prinsip kebersamaan, berwawasan lingkungan, kemandirian, serta dengan menjaga keseimbangan kemajuan dan kesatuan ekonomi nasional.

Pasal 2 ayat (1) Undang-Undang (UU) No. 25 Tahun 2004 tentang Sistem Perencanaan Pembangunan Nasional menyebutkan bahwa pembangunan harus diselenggarakan dengan tetap memperhatikan prinsip-prinsip kemandirian. Pembangunan ekonomi nasional harus diupayakan atas dasar kekuatan sendiri sehingga pembangunan tersebut dapat terlaksana secara berkelanjutan.¹

¹ Sumantoro, *Hukum Ekonomi*, (Jakarta: Universitas Indonesia, 1986), hlm. 5.

Perekonomian merupakan salah satu dari tiga pilar utama pembangunan di samping sosial dan politik.² Saat ini Indonesia adalah negara berkembang yang melaksanakan pembangunan nasional. Pembangunan Nasional Indonesia difokuskan terhadap usaha peningkatan kualitas manusia, dan masyarakat Indonesia, yang dilakukan secara berkelanjutan, berlandaskan kemampuan nasional, dengan memanfaatkan kemajuan ilmu pengetahuan dan teknologi serta memperhatikan tantangan global.

Keberhasilan pembangunan nasional untuk mewujudkan masyarakat yang adil, makmur dan sejahtera berdasarkan Pancasila dan Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945 ditentukan oleh adanya:

- a. Kemandirian bangsa untuk melaksanakan pembangunan ekonomi nasional secara berkesinambungan dengan bertumpu pada kekuatan masyarakat,
- b. Partisipasi masyarakat secara optimal dalam program pembiayaan pembangunan nasional melalui mekanisme pengelolaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) yang dapat dipertanggung jawabkan,
- c. Kepastian hukum kepada pemodal dan komitmen pemerintah untuk mengelola sektor keuangan yang transparan, professional, dan bertanggung jawab.³

² M. Irsan Nasrudin dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2008) hlm.77

³ Penjelasan atas Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 24 Tahun 2002 Tentang Surat Utang Negara, *Bagian Umum*.

Pembangunan suatu negara memerlukan dana dalam jumlah yang sangat besar. Pelaksanaan tersebut diutamakan pada pemanfaatan sumber dana domestik, sedangkan dana pinjaman luar negeri sebagai pendukung. Sumber dana pinjaman luar negeri tidak selalu dapat diandalkan untuk pembangunan, oleh karena itu perlu ada upaya yang serius untuk menciptakan iklim investasi. Iklim investasi dapat mendorong terjadinya pertumbuhan ekonomi suatu negara.⁴

Dana investasi tidak hanya dimanfaatkan oleh sektor pemerintah, tapi juga sektor swasta. Pemerintah biasanya bertindak sebagai pengambil inisiatif pembangunan prasarana fisik, sedangkan pihak swasta (perorangan/perusahaan) bertindak sebagai penggerak kegiatan ekonomi komersial. Semuanya ini memerlukan dana investasi baik yang sifatnya jangka pendek seperti modal kerja untuk biaya kebutuhan operasional, maupun jangka panjang seperti untuk pengadaan aktiva-aktiva tetap yang dibutuhkan.⁵

Pasca pemerintahan Orde Lama pada akhir tahun 1960-an, telah dimulai pergerakan perekonomian yang lebih sistematis dan terencana yang digalang pemerintah. Akan tetapi mengingat masa sulit perekonomian Indonesia pada masa itu yang tengah terpuruk, dibutuhkan sejumlah dana segar yang sangat besar jumlahnya untuk mengakselerasikan gerakan pembangunan. Upaya konkret yang dilakukan pemerintah pada masa itu yang ditempuh adalah melalui upaya peminjaman dana dari sejumlah negara donor seperti negara-negara Eropa yang tergabung dalam *Inter-Governmental Group on Indonesia* (IGGI) (kemudian

⁴ Panji Anoraga & Ninik Widiyanti, *Pasar Modal; Keberadaan dan Manfaatnya bagi Pembangunan*, (Jakarta:Rineka Cipta, 1995), hlm. 2.

⁵ M. Irsan Nasaruddin dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta : Prenada Media, 2004), hlm. 10.

Consultative Group Indonesia atau CGI), Jepang, dan Amerika Serikat.⁶ Akan tetapi inovasi pemerintah dalam memperoleh dana tidak berhenti pada upaya mencari pinjaman asing semata.

Pemerintah pada masa itu menyadari akan makna pentingnya untuk turut pula menghimpun dana dari publik di Indonesia. Hal ini merupakan rencana yang strategis mengingat banyaknya jumlah penduduk di Indonesia. Perhimpunan dan penggunaan dana dari publik ini juga bertujuan guna mengoptimalkan dana masyarakat untuk pembangunan. Atas upaya ini maka muncul gagasan pembentukan pasar modal di Indonesia.

Sejarah pembentukan pasar modal di Indonesia bermula pada zaman VOC⁷ yang berlanjut hingga pada masa Indonesia modern. Akan tetapi pada masa pergolakan perjuangan kemerdekaan hingga diperolehnya kemerdekaan, penyelenggaraan pasar modal tidak terlaksana. Baru pada tahun 1977 baru dibuka kembali setelah rancangan orde pembangunan.⁸ Dan semenjak saat itu pasar modal di Indonesia terus berkembang hingga pada masa puncaknya pada awal tahun 1990-an, walaupun pada akhirnya mengalami pergolakan pada akhir dekade tahun 1990-an akibat gejolak krisis moneter yang menimpa Indonesia. Akan tetapi, pemerintah tidak tinggal diam.

Keseriusan mengembangkan potensi dana masyarakat melalui pasar modal terus ditingkatkan. Keseriusan ini tampak dalam perumusan Garis Besar Haluan Negara (1999-2004) yang mengamanatkan kepada penyelenggara negara

⁶ M. Irsan Nasrudin, Indra Surya, dan Arman Nefi, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Cet. 6 (Jakarta: Kencana, 2010), hlm 1.

⁷ Merupakan singkatan dari *Vereenigde Oostindische Compagnie* atau dalam terjemahan tidak resminya berarti Perusahaan Perserikatan Hindia Timur.

⁸ *ibid.*, hlm 2.

untuk mengembangkan pasar modal yang sehat, transparan, dan efisien.⁹ Akhirnya memasuki pertengahan dekade tahun 2000-an pasar modal di Indonesia mulai bangkit dalam turut membantu proses pembangunan.

Investasi Indonesia mulai berkembang pada era orde baru, dimana pada tahun 1966 merupakan masuknya investasi dari luar negeri dan munculnya investasi di dalam negeri. Investasi berperan besar dalam peningkatan pembangunan perekonomian Indonesia. Orang yang melakukan kegiatan investasi dikenal dengan sebutan investor. Iklim investasi yang mulai membaik pada era orde baru tersebut menggerakkan pemerintah Indonesia saat itu untuk membuat produk hukum yang dapat memberikan perlindungan hukum bagi investor yang diundangkan dalam waktu yang hampir bersamaan.

Produk hukum tersebut adalah Undang-Undang No.1 Tahun 1967 Tentang Penanaman Modal Asing dan Undang-Undang No.6 Tahun 1968 Tentang Penanaman Modal Dalam Negeri yang pada akhirnya disatukan menjadi Undang-Undang No.25 Tahun 2007 Tentang Penanaman Modal. Undang-undang ini secara garis besar memuat segala pengaturan mengenai tata cara, prosedur, dan aspek lain bagi investor asing maupun lokal dalam menanamkan modalnya di Indonesia.

Alternatif investasi yang berkembang saat ini berupa pasar uang dan pasar modal. Pasar uang dan pasar modal keduanya merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*) yang merupakan sarana penggerak dana atau tempat mempertemukan pihak yang kelebihan dana dan pihak yang mengalami

⁹ Garis Besar Haluan Negara (GBHN) Republik Indonesia tahun 1999-2004, Bab IV bagian B angka 8.

kekurangan dana dan terbentuk untuk memudahkan pertukaran uang antara penabung dan peminjam.¹⁰ Hakekat dari kedua pasar ini pada dasarnya adalah sebagai perantara (*intermediary*) dari proses penyerahan dana dari individu atau lembaga yang memiliki kelebihan dana (*supplier of fund*) kepada orang yang membutuhkan dana (*user of fund*) serta menggunakannya untuk kegiatan produktif baik untuk jangka pendek, menengah, maupun jangka panjang.¹¹

Selain itu pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien.¹² Pasar modal dan pasar uang memiliki beberapa perbedaan antara lain dapat dilihat berdasarkan :

1. Waktu jatuh tempo

Dana yang diperjual belikan di pasar uang ditujukan untuk penggunaan dana jangka pendek (*short time*) lazimnya kurang dari satu (1) tahun,¹³ sedangkan di pasar modal penggunaan ditujukan untuk jangka waktu menengah atau panjang.

2. Jenis instrumen surat berharga yang diperdagangkan.

Instrumen surat berharga yang diperdagangkan di pasar uang antara lain, seperti: Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Deposito, Aksep, dan Promes, Sedangkan di pasar modal instrumen yang diperdagangkan disebutkan dalam Pasal 1 ayat (5) UUPM, yaitu: surat pengakuan utang, surat berharga

¹⁰ M. Paulus Situmorang, *Pengantar Pasar Modal*, (Jakarta : Mitra Wacana Media, 2008), hlm. 1.

¹¹ M. Irsan Nasaruddin dan Indra Surya, *Loc.cit*, hlm. 10.

¹² Tandelilin, Eduardus, 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, BPF, Yogyakarta. hal.13

¹³ *Ibid*, hlm. 19.

komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek.

3. Lembaga yang mengawasi

Dalam hal pengawasan, pasar uang di bawah pengawasan/pembinaan Bank Indonesia (BI). Sedangkan Pasal 3 UUPM menetapkan bahwa pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari kegiatan Pasar Modal dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam).¹⁴

Saham dan obligasi merupakan dua surat berharga paling populer di Pasar Modal. Saham dan obligasi memiliki perbedaan antara lain dilihat dari definisi dan hak-hak dari pemegang efek tersebut. Saham merupakan surat berharga yang bersifat penyertaan artinya jika seseorang membeli saham suatu perusahaan maka seseorang tersebut telah melakukan penyertaan modal atas perusahaan tersebut sebaliknya obligasi merupakan surat berharga utang, artinya jika seseorang membeli obligasi suatu perusahaan maka ia telah meminjamkan dana ke perusahaan tersebut. Jika suatu ketika terjadi likuidasi atau perusahaan dibubarkan, maka pemegang saham akan mendapatkan pembagian terakhir setelah aset-aset perusahaan dijual, sementara pemegang obligasi akan mendapatkan prioritas utama atas penjualan aset-aset tersebut.¹⁵ Obligasi pada prinsipnya merupakan surat hutang jangka panjang karena jatuh temponya rata-rata 5 tahun ke atas.

Baik instrumen saham maupun obligasi masing-masing memiliki kelebihan dan kekurangan, masyarakat sebagai investor akan menetapkan

¹⁴ Jusuf Anwar, *Pasar Modal sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi*, (Bandung : Alumni, 2005), hlm. 4.

¹⁵ Hendy M. Fakhruddin, *Tanya Jawab Pasar Modal*, Gramedia 2008, hlm. 50.

berbagai kriteria dalam melakukan keputusan investasinya. Berbagai hal yang dapat mempengaruhi keputusan masyarakat untuk melakukan atau tidak melakukan keputusan investasinya di pengaruhi oleh persepsi mereka. Persepsi masyarakat terhadap obligasi umumnya merupakan salah satu investasi yang diminati oleh pemodal dibandingkan saham. Obligasi adalah surat tanda bukti bahwa investor pemegang obligasi memberikan pinjaman utang bagi emiten penerbit obligasi, oleh karena itu emiten obligasi akan memberikan kompensasi bagi investor pemegang obligasi berupa kupon yang dibayarkan secara periodik terhadap investor.¹⁶

Bila dibandingkan, saham dinilai sebagai instrumen investasi yang memiliki resiko yang jauh lebih tinggi daripada obligasi, dikarenakan bahwa nilai dari saham memiliki tingkat fluktuatif yang sangat tinggi (saham pada jam pembukaan bursa efek dengan jam penutupan memiliki kemungkinan yang cukup besar untuk mempunyai nilai yang berbeda) disebabkan oleh karena selain dipengaruhi oleh perusahaan sendiri namun juga banyak faktor pasar lainnya yang menentukan fluktuasi dari nilai saham itu sendiri, sementara obligasi memiliki tingkat fluktuatif yang relatif rendah.

Obligasi ditawarkan kepada masyarakat melalui penawaran umum (*Initial Public Offering*). Pihak yang melakukan penawaran umum obligasi disebut emiten. Emiten obligasi disebut sebagai debitur atau yang menerima hutang, sedangkan investor adalah kreditur atau pihak yang memberikan hutang dan sebagai pemegang obligasi. Obligasi tergolong kedalam hutang jangka panjang,

¹⁶ *Ibid.*, hlm 135

sehingga dalam jangka waktu yang begitu lama, berbagai kemungkinan dapat terjadi terhadap perusahaan penerbit obligasi atau emiten, misalnya usaha perusahaan mengalami penurunan sehingga mengalami kerugian dan akhirnya perusahaan jatuh pailit atau dilikuidasi, dan hal-hal lain yang tidak pernah diduga sebelumnya seperti adanya krisis ekonomi, bencana alam dan sebagainya. Oleh karena itu dalam investasi investor harus berhati-hati, hal ini dikarenakan dalam setiap berinteraksi pasti ada risiko-risiko yang timbul, maka dari itu investor harus dapat menganalisis risiko dan memperkecil kemungkinan risiko yang ada, salah satunya dengan melihat peneringat yang diberikan dalam obligasi yang diterbitkan.¹⁷

Masyarakat dengan prinsip konservatif yang lebih menyukai pendapatan tetap, maka obligasi menjadi pilihan berinvestasi seperti masyarakat dengan keperluan pensiun. Keuntungan bunga atau kupon yang diberikan obligasi cenderung tetap. Dengan berinvestasi di instrumen pendapatan tetap, dana pensiun masyarakat akan lebih aman. Selain itu, masyarakat memandang obligasi menjadi salah satu alternatif yang mendasari perusahaan publik atau institusi pemerintah menerbitkan obligasi sebagai alternatif pembiayaan jangka menengah dan panjang seperti ekspansi usaha, pembelian mesin baru, investasi baru atau membiayai infrastruktur pembangunan, karena tingkat bunga obligasi lebih rendah daripada tingkat bunga pinjaman bank, sedangkan sisi investor juga diuntungkan karena dapat memberikan tingkat return yang lebih tinggi dari deposito bank.¹⁸

¹⁷ Jusuf Anwar, *Op.cit*, hlm. 11

¹⁸ Edward, 2007. *Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Perubahan Harga Obligasi*, Universitas Diponegoro, Semarang.

Pasar obligasi Indonesia saat ini telah mengalami perkembangan yang pesat. Hal ini dilihat dari perkembangan pasar obligasi di Asia yang telah tumbuh mencapai 10 kali lipat dalam 10 tahun terakhir sehingga menjadikan Asia sebagai pasar obligasi keempat terbesar di dunia.¹⁹ Adapun pasar obligasi terbesar lainnya adalah Amerika Serikat, Eropa, dan salah satu negara di Asia yakni Jepang, sementara diantara negara-negara di Asia yang punya prospek baik atas obligasi dan investasi secara umum adalah China dan Indonesia.²⁰

Menurut Menteri Keuangan Agus Martowardojo pasar obligasi domestik saat ini dalam kondisi baik sehingga mengundang para investor dalam negeri untuk berinvestasi di obligasi seperti Surat Utang Negara. Adanya Imbal hasil yang menarik, fundamental ekonomi yang kuat dan kebijakan makro ekonomi yang *prudent* menjadi stimulus tersendiri yang menyakinkan masyarakat untuk berinvestasi.²¹

Di Indonesia, obligasi diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Obligasi Indonesia menurut ADB (*Asian Development Bank*) menunjukkan kinerja paling baik di kawasan Asia sepanjang 2013.²² Dibawah ini dapat dilihat data perdagangan Obligasi yang dilaporkan di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 hingga tahun 2014 pada Tabel 1.2

¹⁹ www.vibiznews.com

²⁰ www.bisnis.com

²¹ Menkeu: pasar obligasi domestik undang minat investor. <http://www.antaranews.com/berita/344895/menkeu-pasar-obligasi-domestik-undang-minat-nvestor>

²² Azis, Iwan Jaya. 2013. ADB: *Pasar Obligasi Korporasi Indonesia Tertinggi di Asia Timur*, <http://www.neraca.co.id/article/29266/ADB-Menilai-Pasar-Obligasi-Korporasi-Indonesia-Tertinggi>. Diunduh tanggal 6 April 2016.

Tabel 1.2
Nilai Obligasi Korporasi Periode 2012-2014

Periode	Obligasi Korporasi Outstanding (Rp Juta)
2012	187,461,100.00
2013	218,219,600.00
2014	223,463,600.00

Sumber: www.ojk.go.id

Harga pasar obligasi selalu befluktuasi karena aktifitas jual-beli dari investor serta dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti kupon bunga, jangka waktu dan likuiditas obligasi. Sebagai ilustrasi mengenai perubahan harga obligasi dikarenakan faktor-faktor tersebut diatas dapat dilihat pada tabel berikut ini. Perkembangan Harga Obligasi Korporasi dari Tahun 2012 hingga Tahun 2014 dapat dilihat pada Tabel 1.3.

Tabel 1.3
Bunga Obligasi, Jatuh Tempo dan Likuiditas

No	Nama Obligasi	Tahun	Bunga Obligasi (per tahun)	Jangka waktu (tahun)	Likuiditas	Harga
1	ADMF I Th III B	2012	7,75%	3	100,60%	1,509
2	PNBN Sub III	2013	10,50%	7	99,82%	3,921
3	ISAT VI B	2014	10,800%	10	100,68%	269
4	BNII Sub I	2012	10,75%	7	107,90%	1,771
5	BCAF Sub I	2013	11,20%	5	99,9%	658

Sumber: www.ibpa.co.id dan www.ojk.go.id

Dari Tabel 1.3 yang disajikan terlihat bahwa adanya perbedaan harga obligasi pada setiap perusahaan, perbedaan besar kecilnya harga obligasi tersebut dapat dilihat dari faktor-faktor di atas, faktor pertama kupon obligasi bahwa nilai

kupon cukup tinggi maka harga obligasi akan cenderung semakin meningkat. Sebaliknya, jika tingkat kupon obligasi yang diberikan cukup kecil, maka harga obligasi tersebut akan cenderung turun karena daya tarik untuk investor atau calon pembeli obligasi tersebut sangat sedikit.

Faktor berikutnya yang diteliti adalah jangka waktu jatuh tempo, waktu jatuh tempo obligasi merupakan waktu yang ditentukan perusahaan emiten atas obligasi yang diterbitkannya atau waktu yang dibutuhkan perusahaan obligasi untuk dapat memenuhi kewajibannya. Bodie et al²³ menyatakan ketika suatu obligasi telah mendekati waktu jatuh tempo nilainya akan menurun dikarenakan semakin sedikit sisa pembayaran bunga di atas pasaran tersebut. Teori ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Ericsson dan Reneby (2001), Rubayah et al. (2002) dan Mardika (2008) dimana ditemukan hasil bahwa semakin lama waktu jatuh tempo suatu obligasi maka semakin besar penurunan harga yang dapat terjadi pada obligasi tersebut.

Pertimbangan yang mendasari perusahaan-perusahaan publik atau institusi pemerintah menerbitkan obligasi sebagai alternatif pembiayaan jangka menengah dan panjang (ekspansi usaha, pembelian mesin baru, investasi baru atau membiayai *project-project* infrastruktur pembangunan) adalah karena tingkat bunga obligasi lebih rendah dari pada tingkat bunga pinjaman bank. Pada sisi investor juga diuntungkan karena dapat memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi dari deposito. Kelebihan investasi obligasi dibandingkan saham adalah dalam hal pembayaran *return*. Pendapatan yang diterima saham berasal dari

²³ Bodie, Zvi., Kane, Alex., Marcus alan. 2011. *Investment and Portofolio Management*. Global Edition. McGraw-Hill. hlm 30.

dividen dan *capital gain*. Pembayaran deviden diberikan ketika pembayaran bunga obligasi telah dilakukan.

Apabila dari pembayaran bunga obligasi tidak terdapat sisa untuk deviden, maka pemegang saham tidak mendapat keuntungan dari saham yang dimiliki. Berdasarkan sudut pandang investor, sebagai pihak yang memiliki dana dapat membeli surat hutang (obligasi) untuk memperoleh suatu keuntungan. Jika pada saham, investor memiliki bukti kepemilikan atas saham yang dibelinya pada sebuah perusahaan, sedangkan jika pada obligasi investor hanya memiliki surat utang atas obligasi yang dibelinya tersebut, sehingga pada obligasi tidak terdapat hak kepemilikan seorang investor.²⁴ Namun jika dibandingkan secara teori, obligasi memiliki tingkat risiko yang lebih kecil dari pada saham karena dalam obligasi terdapat kepastian mengenai jangka waktu jatuh tempo. Perkembangan *Coupon* (bunga Obligasi), Jatuh Tempo dan Likuiditas Setiap Perusahaan dari tahun 2012 sampai dengan 2014. Pada obligasi investor juga mendapatkan tingkat *return* yang pasti dalam bentuk kupon, sedangkan pada saham, pembagian deviden dapat berubah-ubah sepanjang tahun. Seorang investor yang mengharapkan pendapatan tetap dengan *return* yang tinggi dan dengan risiko yang bisa dikendalikan maka akan memilih berinvestasi pada obligasi.

Harga obligasi adalah suatu nominal yang harus dibayarkan ataupun diterima saat melakukan transaksi bagi pembeli atau penjual suatu obligasi. Keuntungan yang diperoleh investor dalam berinvestasi pada obligasi selain dari pendapatan tetap berupa kupon atau bunga yang dibayarkan setiap periode, juga

²⁴ Hartono, Jogiyanto. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Keenam. Yogyakarta: BPF. hal.149.

diperoleh dari adanya keuntungan atas penjualan obligasi (*capital gain*) yang dapat dilihat dari perubahan harga yang terjadi pada suatu obligasi. Berdasarkan perkembangan perdagangan pasar obligasi tersebut, tentunya perlu diketahui bagaimana sebenarnya persepsi investor selama melakukan investasi pada obligasi. Persepsi investor terhadap obligasi dapat dicerminkan oleh likuiditas dari suatu obligasi. Likuiditas surat berharga dapat diukur dari besar kecilnya volume perdagangan surat berharga tersebut. Likuiditas obligasi adalah suatu ukuran seberapa sering suatu obligasi diperdagangkan. Menurut Krisnilasari²⁵ likuiditas obligasi dilihat dari frekuensi perdagangan obligasi di pasar modal. Hasil penelitian Krisnilasari²⁶ menyatakan likuiditas mempengaruhi perubahan harga obligasi dengan tanda positif. Namun berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan Amihud dan Mendelson²⁷ Menyatakan likuiditas yang tinggi mengakibatkan penurunan pada perubahan harga obligasi. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Perdanawati (2008) maturitas (waktu jatuh tempo) obligasi secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga obligasi.

Dalam teori disebutkan bahwa kupon merupakan bunga yang diterima oleh investor setiap periodik atas obligasi yang dimilikinya. Edward²⁸ menemukan adanya pengaruh positif signifikan dari *coupon rate* terhadap perubahan harga obligasi. Namun, berbeda dengan yang dikemukakan oleh Achmad dan

²⁵ Krisnilasari, Monica. 2007. “Analisis Pengaruh Likuiditas Obligasi, Coupon dan Jangka Waktu Jatuh Tempo Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi di Bursa Efek Surabaya”. Tesis Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Diponegoro, Semarang.

²⁶ *Ibid*

²⁷ Amihud, Yakov dan Haim Mendelson. 1991. “Liquidity, Maturity, and Yield on US Treasury Securities”, *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 4, p. 1411- 1425.

²⁸ Edward, *Opcit*.

Setiawan²⁹ pada penelitiannya kupon tidak berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi. Kupon merupakan variabel terakhir yang dapat mempengaruhi perubahan harga suatu obligasi. Kupon adalah tingkat bunga yang dibayarkan oleh perusahaan emiten setiap periode hingga waktu jatuh tempo obligasi kepada investor sebagai balas jasa atas investasi yang ditanamkannya. Edward³⁰ dalam penelitiannya menyatakan bahwa kupon berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi. Dalam penelitian Herdy³¹ terdapat pengaruh yang signifikan antara *coupon* terhadap perubahan harga obligasi dan likuiditas terhadap perubahan harga obligasi, sedangkan jangka waktu obligasi tidak berpengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga obligasi. Namun berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan Amihud dan Mendelson³² menyatakan likuiditas yang tinggi mengakibatkan penurunan pada perubahan harga obligasi. Penelitian Subagia dan Sendana³³ menunjukkan bahwa Jangka waktu jatuh tempo berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi periode kuartal 1 tahun 2013 hingga kuartal 2 tahun 2014 dan kupon berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap perubahan harga obligasi.

²⁹ Achmad, N. dan Greace Setiawan. 2007. Pengaruh Rating dan Kupon Terhadap Harga Obligasi (Studi Kasus Obligasi Kriteria Investasi Yang Terdaftar di Bursa Efek Surabaya Tahun 2002-2006). *Jurnal Ilmiah Ranggagading*, Vol. 7, No. 2, pp: 101-110.

³⁰ Edward, *Opcit.*

³¹ Herdy, Damena. 2013. "Analisis Pengaruh Coupon (Bunga Obligasi), Jangka Waktu Jatuh Tempo, dan Likuiditas Obligasi Terhadap Tingkat Perubahan Harga Obligasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia".

³² Amihud dan Mandelson, *Opcit.*

³³ I Ketut Subagia. 2014. "Analisis Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempodan Kupon Obligasi terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi di Bursa Efek Indonesia". *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 4, No. 5, 2015 : 1451-1465

Mendapatkan dana yang besar dari hasil menjual obligasi tentu menguntungkan dan menyenangkan, namun bukan berarti setelah menjual obligasi Emiten bisa tenang-tenang tanpa melakukan upaya menjaga agar tetap mendapat peringkat tinggi dari lembaga pemeringkat. Sebab, jika sampai peringkat ini menurun, bisa menurunkan harga obligasi. Efeknya dalam jangka panjang akan menyulitkan perusahaan dalam melakukan emisi lanjutan. Adapun konsekwensi terhadap *go public* itu sendiri terhadap Emiten antara lain:³⁴

1. Harus menunjuk Wali Amanat yang akan mewakili kepentingan pemegang obligasi.
2. Menyisihkan dana pelunasan obligasi (*sinking fund*), kewajiban melunasi pinjaman pokok dan bunga dalam waktu yang telah ditentukan oleh Emiten dan Wali Amanat.
3. Memberitahukan kepada Wali Amanat setiap perubahan yang terjadi yang dapat mempengaruhi perkembangan perusahaan Emiten.

Obligasi dalam pasar modal Indonesia memiliki bermacam-macam jenis. Dua diantaranya adalah obligasi pemerintah atau Obligasi Ritel Indonesia (ORI) dan Obligasi Perusahaan yang diterbitkan oleh Badan Usaha Milik Negara (BUMN), Badan Usaha Milik Daerah (BUMD), atau Badan Usaha Milik Swasta (BUMS). Obligasi pemerintah berbeda jauh dengan obligasi perusahaan. Obligasi pemerintah cenderung aman karena pembayaran bunga dan pokoknya dijamin oleh pemerintah. Obligasi perusahaan menawarkan bunga yang cukup tinggi

³⁴ *Ibid.* hlm 119-120.

dikarenakan risiko yang melekat pada obligasi perusahaan lebih besar dibandingkan obligasi pemerintah.

Pemerintah Indonesia telah beberapa kali menerbitkan Obligasi pemerintah yang sampai saat ini masih mendapatkan perhatian yang cukup besar dari para investor. Hal ini terbukti dengan selalu terjadinya *oversubscribed*³⁵ setiap kali obligasi pemerintah dijual di pasar perdana. Dilihat dari sisi kepemilikannya, sebagian obligasi pemerintah saat ini ternyata lebih banyak dimiliki oleh lembaga-lembaga finansial dan hanya sedikit saja yang dimiliki oleh investor-investor individual.³⁶ Hal itu tidak bisa dipungkiri karena alasan munculnya obligasi negara pada tahun 1997 itu juga dipicu oleh upaya pemerintah merekapitalisasi industri perbankan yang dalam kondisi ‘kesulitan’.³⁷

Fenomena ini mendapat banyak tanggapan dari kalangan ekonomi maupun birokrat. Ada dua kelompok pemikir yang memiliki dua pendapat yang berbeda mengenai fenomena ini. Kelompok pertama cenderung melihat hal ini sebagai suatu hal yang sangat wajar dan tidak perlu disiasati karena memang tujuan utama dari penerbitan obligasi tersebut adalah untuk mendapatkan dana segar dari investor domestik maupun internasional tanpa mempersoalkan siapa yang akan membeli obligasi tersebut. Kelompok kedua lebih melihat kepada distribusi

³⁵ Indonesia Legal Center Publishing, *Kamus Hukum*, Cetakan kedua, (Jakarta: CV.Karya Gemilang, 2008). *Oversubscribed* (emisi laris) adalah istilah pertanggung jawaban yang menjelaskan emisi saham/obligasi baru dengan lebih banyak pembeli dari pada saham/obligasi yang tersedia. Suatu emisi yang laris atau *overbooked*, seringkali melonjak harganya begitu saham/obligasinya dipasarkan.

³⁶ Adi Cahyadi, *Jalur Distribusi dan Promosi Surat Utang Negara Versi Retail : Kasus Pemerintah Daerah Khusus Hong Kong*, Bunga Rampai Hasil Penelitian Badan Pengkajian Ekonomi Keuangan dan Kerjasama Internasional, (Jakarta: Bapekpi, 2004), hlm. 96.

³⁷ Suli Murwani, *SUN Ritel Jangan Sampai Mengecewakan*, http://www.bisnis.com/servlet/page?_pageid=477&_dad=portal30&_schema=PORTAL30&pared_id=426074&patop_id=009.

kepemilikan obligasi sebagai hal yang tidak kalah pentingnya dari penyerapan obligasi itu sendiri. Kelompok ini cenderung berpendapat bahwa semakin terdistribusinya kepemilikan obligasi pemerintah semakin kuat pula posisi obligasi tersebut sebagai alat ukur investasi (*investment benchmark*) di Indonesia. Lebih jauh lagi, dengan meratanya kepemilikan obligasi oleh masyarakat menyiratkan kepedulian pemerintah dalam memberikan akses yang lebih luas bagi masyarakat terhadap asset-aset pemerintah. Dalam perkembangannya, hingga saat ini tekanan kelompok pemikir kedua menjadi cukup kuat dalam mendorong pemerintah untuk menerbitkan obligasi pemerintah dalam bentuk ritel.³⁸

Kebijakan pemerintahan untuk menerbitkan ORI merupakan salah satu kebijakan moneter yang dikeluarkan dalam rangka menutupi Defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) yang tidak lain merupakan bentuk lain dari Surat Utang Negara (SUN)³⁹ yang dijual secara ritel kepada publik, selain itu ORI juga merupakan salah satu potensi pembiayaan untuk mengurangi beban dan risiko keuangan negara di masa yang akan datang, dari pada terus-menerus mengandalkan ketergantungan bangsa akan hutang luar negeri yang terus menumpuk. Hal ini sesungguhnya telah merefleksikan bahwa kredibilitas pemerintah pada saat ini cukup menggembirakan, dimana masyarakat percaya sepenuhnya untuk melakukan investasi dalam bentuk obligasi tersebut. Selain itu,

³⁸ Adi Cahyadi, *Op.Cit*, hlm 97.

³⁹ Surat Utang Negara adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokok oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya. Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002, Pasal 1 butir 1.

secara tidak langsung masyarakat juga telah ikut berperan serta dalam rangka membiayai pembangunan nasional.⁴⁰

Melihat sejarahnya, Pemerintah Orde Lama menerbitkan empat jenis obligasi negara ritel tahun 1946, 1950 dan 1959. Ketika keadaan politik dan situasi keamanan Ibu Kota Jakarta genting akibat serangan sekutu akhir 1945, pemerintah memutuskan memindahkan ibu kota negara ke Yogyakarta. Di kota kesultanan inilah, dirancang penerbitan obligasi nasional Republik Indonesia (RI) berjangka waktu 40 tahun. Dalam sebuah buku yang diterbitkan Bank Negara Indonesia dipaparkan, obligasi RI pertama itu diterbitkan bulan Mei 1946. Tujuannya, mengumpulkan dana masyarakat untuk perjuangan. Masyarakat kala itu antusias sekali membeli obligasi negara karena idelisme kemerdekaan yang masih tinggi. Dana hasil penerbitan obligasi nasional 1946 digunakan untuk membiayai sektor pertanian dan kerajinan rakyat. Konon, upaya tersebut sukses pula meredam inflasi. Ketika terjadi defisit hebat di tahun 1950, pemerintah mengambil kebijakan pengguntingan uang. Separuh mata uang dipakai sebagai alat pembayaran, dan separuh lainnya ditukar dengan obligasi pemerintah yang kemudian dinamakan Obligasi RI 1950.⁴¹ Artinya penerbitan ORI sebenarnya bukan hal yang baru bagi bangsa Indonesia, karena pada tahun 1950-an pemerintah pada masa Presiden Soekarno juga pernah menerbitkan ORI dengan bunga 3% per tahun. Obligasi ini juga diperdagangkan di bursa saham Jakarta, namun pembayaran obligasi ini menjadi kacau-balau karena pemerintah pada waktu itu tidak memiliki cukup uang. Harga obligasi ini juga menjadi sangat

⁴⁰ Hendri Hartopo, *Ibid.*,

⁴¹ Sejarah Obligasi di Indonesia,
<http://www.investorindonesia.com/images/stories/majalah/152/surat%20utang%20OK.JPG>

rendah sejak pemerintah melakukan kebijakan *devaluasi*⁴² atas rupiah pada tahun 1966, dimana nilai Rp. 1.000,00 dipangkas menjadi Rp. 1,00.⁴³ oleh karena itu pengambilan keputusan oleh pemerintah untuk menerbitkan ORI pada saat ini membutuhkan waktu yang tidak singkat. Penerbitan ORI tersebut tentunya juga telah memperhatikan berbagai macam pertimbangan dan aspek-aspek terkait, baik dari aspek negatif maupun aspek positifnya. Dari sisi hukum sendiri, hal ini tentunya sangat terkait langsung dengan keberadaan Undang-Undang Nomor 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara yang dijadikan sebagai payung hukum bagi para investor dan juga beberapa Peraturan Perundangan pendukung lainnya.

Secara umum Surat Utang Negara digolongkan sebagai investasi bebas resiko (*risk free investment*). Secara khusus digolongkannya Surat Utang Negara sebagai investasi bebas resiko dikaitkan dengan keberadaan jaminan dari pihak pemerintah untuk pembayaran kembali pokok beserta bunga pada saat jatuh tempo. Meskipun merupakan jaminan dari pihak pemerintah, hal itu tidak dapat disamakan dengan penanggung menurut KUHPerduta tetapi hanya merupakan janji/komitmen dari pemerintah untuk menunaikan kewajiban-kewajibannya yang berkenaan dengan Surat Utang Negara.⁴⁴ Surat Utang Negara juga menjadi rujukan (*benchmark*) bagi instrumen surat Utang Negara lainnya yang diperdagangkan di pasar modal.⁴⁵

⁴² Winardi, *Kamus Istilah Ekonomi (Ensiklopedi Mini)*, (Jakarta: P.T.Bina Aksara, 1988), hlm.109. *Devaluation* (devaluasi) adalah menurunnya nilai mata uang suatu Negara terhadap emas dan/atau mata uang Negara lain.

⁴³ Jasso Winarto, *Analisis Pasar Modal Penerbitan ORI Bisa Gairahkan Investasi*, <http://www.suarakarya-online.com/news.html?id=150333>.

⁴⁴ Jonker Sihombing, *Investasi Asing Melalui Surat Utang Negara*, (Bandung: P.T.Alumni, 2008), hlm.8.

⁴⁵ Sapto Rahardjo, *Panduan Investasi Obligasi*, (Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2003), hlm.118.

Transaksi obligasi di Indonesia diperkirakan akan semakin berkembang mengingat bunga obligasi memiliki rata-rata 7 % - 11 % per tahun di atas bunga tabungan biasa atau deposito yang rata-rata mencapai kisaran 5 % per tahun. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan saat ini sedang berkembang pesat di Indonesia. Secara keseluruhan, penerbitan obligasi perusahaan terus menunjukkan peningkatan. Obligasi yang diterbitkan pada tahun 2012 meningkat Rp 20 triliun dari tahun 2011 yang hanya mencapai Rp 47 triliun. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa dari tahun ke tahun obligasi mengalami kemajuan pesat. Kemajuan ini tentunya memiliki faktor pendorong hingga mengangkat nilai transaksi obligasi yang mengalami peningkatan sebesar Rp 150 miliar dalam sehari pada tahun 2012.

Bila dibandingkan dengan imbal hasil obligasi negara-negara lain dengan fundamental ekonomi yang kurang lebih sama dengan Indonesia, obligasi Indonesia masih tetap menarik karena secara nominal maupun riil (selisih antara imbal hasil obligasi dengan inflasi) nilainya masih cukup tinggi. Likuiditas masih akan mengalir untuk mengejar imbal hasil di pasar negara berkembang karena stimulus moneter Bank Sentral Eropa dan Bank Sentral Jepang akan menjadi penyeimbang ekspektasi kenaikan suku bunga oleh Bank Sentral Amerika.

Salah satu faktor yang mendorong penerbitan obligasi perusahaan yakni rendahnya tingkat suku bunga acuan Bank Indonesia atau BI rate yang masih di level 5,75 % bakal mendorong korporasi mencari pendanaan dari pasar modal dibandingkan perbankan. Menempatkan dana pada instrumen obligasi bukan

tanpa risiko, karena penerbit bisa saja gagal membayar kewajibannya. Risiko yang tinggi ini berbanding lurus dengan imbal hasil tinggi yang didapat para investor.

Meskipun obligasi dianggap sebagai investasi yang aman, namun tetap obligasi juga memiliki risiko. Salah satu risiko adalah risiko gagal bayar. Jika suatu emiten gagal bayar, investor akan menerima pengembalian obligasi lebih sedikit dari yang dijanjikan. Hal lain yang membentuk persepsi masyarakat terhadap obligasi juga tergantung dari kondisi ekonomi makro, karena harga obligasi sangat tergantung dari tingkat bunga yang berlaku ataupun kebijakan inflasi yang ditentukan pemerintah, serta dalam hal peringkat obligasi. Gagal bayar (*Default*) dapat dideskripsikan sebagai suatu keadaan dimana emiten selaku debitur yang telah melakukan ingkar janji (*wanprestasi*) terhadap kewajibannya untuk membayar pokok pinjaman dan atau bunga obligasi pada saat jatuh tempo (*maturity date*) kepada pemegang obligasi selaku kreditur.⁴⁶

Investasi dalam bidang obligasi di Indonesia menjadi tidak lagi menjanjikan karena akhir-akhir ini terjadi banyak kasus gagal bayar dan menimbulkan kerugian, khususnya bagi para investor. Kasus gagal bayar yang mulai bermunculan, seperti pada PT. Mobile-8 Telecom Tbk., yang gagal membayar kupon obligasi, waktu jatuh tempo Maret 2013 dan dinyatakan gagal bayar dengan nilai obligasi sebesar Rp. 675.000.000.000.-,⁴⁷ Bakrie Telecom yang menerbitkan obligasi sebesar Rp. 3.800.000.000.000.- dengan kupon yang tidak

⁴⁶ Bapepam, Panduan, *Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta : Bapepam, 2003), hlm. 16.

⁴⁷ <http://investasi.kontan.co.id/news/fren-berpotensi-gagal-bayar-obligasi-rp-675-m>, diakses pada 20 Juni 2016.

dibayar sebesar Rp. 218.000.000.000.- waktu jatuh tempo Mei 2015,⁴⁸ hingga perusahaan Berlian Laju Tanker beserta anak perusahaannya yang menerbitkan obligasi sebesar Rp. 421.428.000.000.000.- dengan waktu jatuh tempo pada Februari 2012 dan dinyatakan gagal bayar.⁴⁹ Hal ini menjadi masalah yang sedang terjadi dalam perekonomian Indonesia dan menjadi serius karena dapat menurunkan roda perekonomian, khususnya di bidang pasar modal.

Kasus-kasus gagal bayar tersebut menunjukkan bahwa beberapa perusahaan telah melakukan wanprestasi terhadap para investor pemegang obligasi yakni dengan tidak membayarkan pokok dan/atau bunga obligasi perusahaan sesuai perjanjian yang telah ditentukan dan disepakati sebelumnya. Perusahaan-perusahaan yang dinyatakan gagal bayar tersebut tidak dapat membayarkan bunga obligasi perusahaan kemungkinan memiliki 2 (dua) masalah yakni perusahaan untuk sementara waktu tidak memiliki kas untuk membayarkan pokok dan/atau bunga obligasi perusahaan atau perusahaan sudah tidak sanggup lagi untuk membayarkan pokok dan/atau bunga obligasi perusahaan tersebut.

Keberadaan Undang-Undang Surat Utang Negara (SUN) dan peraturan perundang-undangan lainnya seperti Peraturan Menteri Keuangan Nomor 36/PMK.06/2006 tentang Penjualan Obligasi Negara Ritel di Pasar Perdana adalah untuk memberikan kepastian hukum kepada para pemodal atas komitmen pemerintah untuk memenuhi kewajiban keuangan serta penyelenggaraan manajemen Surat Utang Negara (SUN) secara lebih transparan, profesional dan

⁴⁸ <http://finance.detik.com/read/2013/11/08/131609/2407403/6/bakrie-telecom-gagal-bayarbunga-utang-rp-218-miliar>, diakses pada 20 Juni 2016

⁴⁹ <http://market.bisnis.com/read/20120228/192/66155/emiten-berlian-laju-tanker-gagal-bayarutang-rp421-48-miliar>, diakses pada 20 Juni 2016

lebih bertanggung jawab. Kepastian hukum bagi dunia usaha merupakan hal yang sangat penting pada saat ini karena setiap investor pada dasarnya menginginkan keamanan dari investasi yang telah dilakukannya. Bagi dunia usaha yang sering menghadapi banyak tantangan dan risiko, adanya jaminan kepastian hukum amatlah penting. Adanya perangkat perundang-undangan yang jelas, transparan, akan memberikan peluang bagi siapa saja anggota masyarakat untuk melakukan kegiatan usaha.”⁵⁰

Kasus gagal bayar oleh emiten penerbit obligasi perusahaan sangat merugikan investor pemegang obligasi, hubungan kontraktual para pihak dalam perjanjian obligasi demikian tidak mencerminkan hubungan yang berlandaskan pada keadilan. Pada hakekatnya hubungan kontraktual tidak dapat dilepaskan dalam hubungannya dengan masalah keadilan. Kontrak sebagai wadah yang mempertemukan kepentingan satu pihak dengan pihak lain membentuk pertukaran kepentingan yang adil. Didalam kontraktual antara emiten penerbit obligasi dengan investor pemegang obligasi pada hakekatnya harus didasari asas-asas pokok hukum kontrak dan teori keadilan sebagai landasan dalam berkontrak.

Pasal 8 ayat 2 dan 3 UU No. 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara menyatakan Ayat (2) Pemerintah wajib membayar bunga dan pokok setiap Surat Utang Negara pada saat jatuh tempo. Ayat (3) Dana untuk membayar bunga dan pokok sebagaimana dimaksud dalam ayat (2) disediakan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara setiap tahun sampai dengan berakhirnya kewajiban tersebut. Hal tersebut sudah menunjukkan kepastian hukum bagi

⁵⁰ Dody Rudianto, *Pembangunan dan Perkembangan Bisnis di Indonesia, Perspektif Pembangunan Indonesia dalam Kajian Pemulihan Ekonomi*, (Jakarta: Golden Trayon Press, 2002), hlm. 63.

investor yang akan berinvestasi pada obligasi negara.⁵¹ Akan tetapi untuk investasi obligasi swasta atau korporasi peraturan mengenai obligasi belum memadai. Pada dasarnya perbedaan perdagangan saham dan obligasi terletak pada wali amanat sebagai pihak ketiga yang menjembatani antara investor dan emiten. Dan dalam perdagangannya harus ada kontrak perwaliamanatan sesuai dengan Pasal 52 UU No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal yang menyatakan emiten dan wali amanat wajib membuat kontrak perwaliamanatan sesuai dengan ketentuan yang dibuat oleh Bapepam.

Pasal tersebut menunjukkan bahwa transaksi obligasi di pasar modal menjadikan kontrak sebagai tolak ukur. Karena merupakan payung hukum bagi investor apabila terjadi sesuatu akibat wanprestasinya emiten terhadap investor. Pasal 53 UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal “Wali Amanat wajib memberikan ganti rugi kepada pemegang Efek bersifat utang atas kerugian karena kelalaiannya dalam pelaksanaan tugasnya sebagaimana diatur dalam Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya serta kontrak perwaliamanatan.” dan seiring dengan Keputusan Bapepam-LK Nomor 412/BL/2010 tentang ketentuan umum dan kontrak perwaliamanatan efek bersifat utang, dalam lampiran Peraturan Nomor VI. C.4 Butir 2 Kewajiban Wali Amanat huruf (d): Wali Amanat wajib bertanggung jawab untuk memberikan ganti rugi kepada pemegang Efek bersifat utang atas kerugian karena kelalaian dalam pelaksanaan tugasnya sebagaimana diatur dalam Kontrak Perwaliamanatan dan peraturan perundang-undangan.

⁵¹ Elvira Fitriyani Pakpahan, *ORI dalam Perspektif Hukum di Indonesia*, Medan: La Tansa Pers, 2010, hal.9.

Hal yang menarik untuk diperhatikan adalah bunyi Butir 4 Peraturan Nomor VI.C.4 Dalam rangka melindungi dan mewakili hak-hak para pemegang Efek bersifat utang, Wali Amanat wajib membuat Kontrak Perwalianan dengan Emiten yang memuat paling sedikit: a. Identitas para pihak, b. Utang Pokok, c. Jatuh Tempo Utang Pokok, d. Bunga, e. Jaminan (jika ada), dan lain-lain. Keputusan Bapepam ini dianggap tidak memberikan kepastian hukum kepada investor karena menjadikan poin jaminan tidak menjadi keharusan. Padahal dalam kredit jelas dinyatakan unsur dari kredit salah satunya adalah jaminan. Utang mempunyai unsur rentan waktu, dan tidak menutup kemungkinan hal-hal baru akan terjadi dengan adanya rentan waktu tersebut misalnya perusahaan pailit sehingga tidak mampu membayar bunga dan pokok obligasi. Tentunya hal tersebut menjadi keresahan bagi investor karena tidak adanya kepastian hukum.

Keadilan menurut Aristoteles adalah berbuat kebajikan dengan kata lain keadilan adalah kebajikan yang utama. Adapun hakikat keadilan itu sendiri memiliki tradisi yang panjang. Keadilan adalah salah satu keutamaan yang menjadi tujuan manusia. Keadilan, bisa dikatakan, merupakan keutamaan terpenting yang mendasari seluruh dimensi kehidupan sosial dan politik. Keadilan adalah salah satu topik yang sejak lama hampir selalu mengiringi sejarah peradaban manusia. Salah satu peradaban tua yang menjunjung tinggi keadilan adalah Imperium Romawi Kuno. Di mana *Justicia*, Sang Dewi Keadilan yang kita kenal dewasa ini sebagai lambang keadilan merupakan warisan dari peradaban kuno tersebut.

Suatu definisi keadilan sederhana sudah diberikan sejak di zaman Romawi Kuno dan malah mempunyai akar-akar lebih tua lagi. Definisi keadilan digambarkan dengan singkat sekali sebagai “*tribuere cuique suum*”. Atau kalimat Latin itu juga dalam bahasa Inggris bisa diartikan sebagai : “*to give everybody his own*” atau dalam bahasa Indonesia yaitu memberikan kepada setiap orang yang menjadi miliknya.⁵²

Dilihat dari teori keadilan bermartabat oleh Prof. Teguh Prasetyo bahwa tarik menarik antara Lex Eterna arus atas dan volksgeis arus bawah dalam memahami hukum sebagai usaha untuk mendekati pikiran Tuhan menurut sistem hukum berdasarkan Pancasila.⁵³ Menurut Teguh Prasetyo, seperti ditulis dalam jurnal internasional IISTE (The International Institute for Science, Technology and Education) bahwa Pancasila telah ditetapkan sebagai sumber utama dari segala sumber hukum yang telah berlaku di negara dan bangsa Indonesia, seperti dikutip sebagai berikut:

Pancasila has been stipulated as the first source and the foremost source of all sources of law which has been in force in the system of laws of the independent and sovereign nation state Indonesia. The stipulation of the Pancasila as the first and foremost source of all sources of laws in the Indonesian legal system as such might be considered as an indication of the fulfilment of the conditions in jurisprudence, theoretically, in doctrine, as well as in legal practice as mentioned above. The stipulation as such, is also fair and logical in other than a system of law, such as the Indonesian system, could in the end decide on when and at what moment a system of law of the independent and sovereign nation state has already been

⁵² Morris Ginsberg, *Keadilan dalam Masyarakat*, (Yogyakarta: Pondok Edukasi, 2001) hlm 6

⁵³ Teguh Prastyo, *Keadilan Bermartabat Perspektif Teori Hukum*, (Bandung: Nusamedia 2015) hlm 30

*established and freed itself from its state of dependence and no longer relies on the source of laws which has been made outside its system.*⁵⁴

Hal tersebut tentunya harus mencerminkan keadilan didalam masyarakat Indonesia khususnya dalam hal kontraktual antara emiten penerbit obligasi dengan investor pemegang obligasi sesuai dengan volksgeis di Indonesia. Tiga Ciri Umum Keadilan Pertama, keadilan selalu tertuju pada orang lain atau keadilan selalu ditandai other directness. Kedua, keadilan harus ditegakkan atau dilaksanakan. Ketiga, keadilan menuntut persamaan (equality).⁵⁵

Terlepas dari beberapa kepentingan Pemerintah untuk menutupi Defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara setiap tahunnya melalui penerbitan Surat Utang Negara (SUN) yang berupa Obligasi Negara Ritel (ORI) tersebut, yang dianggap perlu dan sangat penting bagi masyarakat saat ini adalah pengetahuan mengenai pengaturan penerbitan obligasi Negara ritel dalam ketentuan hukum surat utang negara di Indonesia serta tentang kedudukan dan perlindungan hukum bagi para pemegang obligasi Negara ritel. Hal ini tidak lain adalah untuk mengetahui seberapa besar jaminan keamanan serta perlindungan hukum atas investasi yang telah ditanamkan dalam bentuk Obligasi tersebut, karena tidak menutup kemungkinan kejadian gagal bayar Obligasi Negara pada masa pemerintahan Presiden Soekarno kembali terulang.

Sesuai dengan tujuan Negara Indonesia untuk memajukan kesejahteraan umum kebijakan investasi yang dilakukan pemerintah khususnya di bidang

⁵⁴ Teguh Prasetyo, *Pancasila The Ultimate of All the Sources of Laws (A Dignified Justice Perspective*, Jurnal Internasional, The International Institute for Science, Technology and Education/ IISTE, Oktober 2016, hlm. 103.

⁵⁵ Andre Ata Ujan, *Keadilan dan Demokrasi: Telaah Filsafat Politik John Rawls*, (Yogyakarta: Kanisius, 2001) hlm 23.

obligasi diperlukan rekonstruksi peraturan perundang-undangan di bidang obligasi. Pancasila sebagai *grundnorm* menjadi dasar rekonstruksi peraturan perundang-undangan di bidang obligasi. Agar tercipta hakekat keadaan dalam implementasi peraturan perundang-undangan di bidang obligasi asas keadilan harus berisikan "keadilan hukum" oleh karena hukum harus mengandung keadilan (*ius quia iustum*) bahwa berisi suatu keteraturan yang selaras dan serasi. Keadilan menjadi suatu cita/nilai agung yang harus dijunjung tinggi dalam perjanjian yang berkaitan dengan obligasi. Dimulai dari pembentukan peraturan (*regeling*), pengambil keputusan maupun dalam bentuk tindakan materi pemerintah di bidang obligasi, baik secara formal-prosedural maupun substansi tindakan.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

1. Bagaimana pelaksanaan pengaturan obligasi di Pasar Modal Indonesia yang berbasis nilai keadilan?
2. Mengapa terdapat kelemahan dalam pelaksanaan pengaturan obligasi di Pasar Modal Indonesia?
3. Bagaimana rekonstruksi pengaturan obligasi di Pasar Modal Indonesia yang berbasis nilai keadilan?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut di atas, telah diuraikan tiga permasalahan dalam penelitian ini, yang selanjutnya akan dijabarkan mengenai tujuan penelitian berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan sebagai berikut:

1. Menganalisis dan menemukan pelaksanaan pengaturan obligasi di Pasar Modal Indonesia yang berbasis nilai keadilan.
2. Menganalisis dan menemukan kelemahan yang terdapat dalam pelaksanaan pengaturan obligasi di Pasar Modal Indonesia.
3. Menganalisis dan merekonstruksi pengaturan obligasi di Pasar Modal Indonesia yang berbasis nilai keadilan.

D. Kegunaan Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian ini, maka penulis mengharapkan dapat memberi manfaat sebagai berikut:

1. Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memperkaya ilmu pengetahuan terutama di dalam bidang hukum bisnis khususnya mengenai obligasi di pasar modal yang pertanggungjawabannya sebenarnya tidak mudah, dan masih minimnya peraturan perundangan yang mengatur mengenai obligasi. Penelitian ini diharapkan dapat merekonstruksi peraturan perundangan yang sudah ada atau bahkan menambah peraturan lainnya yang terkait, sehingga penerbitan dan perdagangan obligasi di pasar modal dapat

memberikan perlindungan kepada investor yang membelinya berdasarkan nilai keadilan.

2. Kegunaan Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai langkah untuk membuat kebijakan lainnya mengenai obligasi dengan menganalisis dari segala segi. Selain itu, diharapkan hasil penelitian ini bisa digunakan oleh masyarakat agar mulai berpikir mengenai aspek *legalitas* dan *safety* dari investasi yang ditanamkan selama ini.

E. Kerangka Teori

Permasalahan-permasalahan yang telah diajukan pada bagian perumusan masalah, akan dikaji serta diungkapkan dengan beberapa teori sebagai unit maupun pisau analisis. Dalam menjawab permasalahan dalam penelitian ini akan diajukan beberapa teori. Teori sebenarnya merupakan suatu generasi yang dicapai setelah mengadakan pengujian dan hasilnya menyangkut ruang lingkup faktor yang sangat luas. Teori merupakan *an elaborate hypothesis*, suatu hukum akan terbentuk apabila suatu teori itu telah diuji dan diterima oleh ilmuwan, sebagai suatu keadaan-keadaan tertentu.⁵⁶ Teori akan berfungsi untuk memberikan petunjuk atas gejala-gejala yang timbul dalam penelitian. Kerangka teori dalam penelitian ini akan dikemukakan beberapa teori yang dapat memberikan pedoman dan tujuan untuk tercapainya penelitian ini yang berasal dari pendapat para ahli

⁵⁶ Soerjono Soekanto, *Pengantar Penelitian Hukum*, Jakarta: UI Press, 1981, hlm. 126-127

dan selanjutnya disusun beberapa konsep dari berbagai peraturan perundangan sehingga tercapainya tujuan penelitian, yaitu:

1. Grand Theory (Teori Keadilan Bermartabat)

Teori keadilan bermartabat merupakan teori hukum yang bekerja dengan memperhatikan bahan hukum peraturan perundang-undangan yang berlaku dalam suatu sistem hukum, filsafat hukum, teori, dogma serta doktrin dalam hukum dan praktik hukum yang berlangsung dalam sistem hukum positif. Teori keadilan bermartabat menganut prinsip bahwa secara doktriner, maupun dogmatika hukum, ada ajaran tentang penemuan hukum (*rectsvinding*) yang mengikuti sifat hukum yang selalu progresif di dalam lapisan filsafat hukum, teori hukum, dogmatika hukum dan praktik hukum untuk menjaga nilai-nilai dan moralitas.⁵⁷

Teori keadilan bermartabat menganut prinsip untuk memahami doktrin dan ketentuan-ketentuan yang pernah ada di dalam sistem hukum berdasarkan Pancasila sebagai sistem hukum utama atau kesepakatan pertama yang menjadi sasaran kajian dan penyelidikan teori keadilan bermartabat. Teori keadilan bermartabat memiliki dimensi bagaimana teori ini memandang pembangunan sistem hukum yang khas Indonesia. Bagaimana sistem hukum positif memberi identitas dirinya, di tengah-tengah pengaruh yang sangat kuat dari sistem-sistem hukum dunia yang ada saat ini dan dengan sangat keras seolah-olah melakukan penetrasi ke dalam cara berhukum bangsa Indonesia.

⁵⁷ Teguh Prasetyo, *Keadilan Bermartabat Perspektif Teori Hukum*, *Op.cit*, h. 11-2.

Teori keadilan bermartabat mencatat suatu sikap dalam pembangunan sistem hukum berdasarkan Pancasila. Sistem hukum Indonesia tidak mutlak menganut *statute law*, juga tidak mutlak menganut sistem *common law*, sekalipun banyak yang mendukung pendapat bahwa sistem *judge made law* menjunjung tinggi harkat dan martabat hakim sebagai lembaga atau institusi pencipta hukum. Sistem *common law* berkeyakinan bahwa masyarakat yang dinamis dan terus berkembang setiap saat tidak mungkin tertampung dalam undang-undang dan terus berkembang kasus-kasus hukum yang terjadi di tengah-tengah masyarakat. Sistem hukum berdasarkan Pancasila tidak mudah terkecoh dengan visi demikian tersebut. Teori keadilan bermartabat berlaku pada sistem hukum di Indonesia dengan menemukan keseimbangan antara kedua sistem hukum yang dominan.⁵⁸

Teori keadilan bermartabat memiliki ciri yang menonjol yaitu dalam melakukan penyelidikan untuk menemukan kaidah dan asas-asas hukum dalam melalui lapisan-lapisan ilmu hukum. Teori keadilan bermartabat menjaga keseimbangan pandangan berbeda pada lapisan-lapisan ilmu hukum yang ada dan tidak memandang pendapat yang berbeda di antara lapisan-lapisan ilmu hukum itu sebagai suatu konflik. Teori keadilan bermartabat menjauhkan konflik-konflik tersebut dalam hukum (*conflict within the Law*).⁵⁹

Teori keadilan bermartabat menempuh proses kegiatan berpikir yang dicirikan dengan pemikiran secara mendasar atau radikal. Proses pengamatan atau kegiatan berpikir daripada teori keadilan bermartabat sebagai ilmu hukum dan

⁵⁸*Ibid*, h. 17.

⁵⁹*Ibid*, h. 18.

yang menghasilkan teori keadilan bermartabat menempuh cara, jalan atau pendekatan ilmiah.⁶⁰

Radikal di dalam teori keadilan bermartabat bukanlah radikalisme tetapi berpikir yang bersifat sesuatu yang memiliki batas. Seperti asal kata radikal dari kata Yunani yang berarti akar.⁶¹ Berpikir secara radikal merupakan suatu ciri kefilosofan yang ditemukan pula pada teori keadilan bermartabat. Teori keadilan bermartabat selain berpikir secara mendasar, teori tersebut bertanggung jawab terhadap hati nuraninya. Hal ini menunjukkan hubungan antara kebebasan berpikir dalam filsafat dengan etika yang dikandung di dalam hukum yang melandari proses dan hasil kegiatan berpikir tersebut.⁶² Teori keadilan bermartabat memiliki visi sejalan dengan tujuan hukum, menolak radikalisasi ilmu pengetahuan untuk tujuan-tujuan ideologis.

Teori hukum keadilan bermartabat memiliki ajakan untuk mendekati hukum secara filosofis. Teori ini memahami hukum dengan cinta kepada kebijaksanaan; filsafat artinya mencintai kebijaksanaan.⁶³ Teori keadilan bermartabat mendudukan hukum menjadi titik sentral atau focal point dalam pengkajian maupun proses konstruksi, dekonstruksi ataupun rekonstruksi pemikiran tentang hukum dan kemasyarakatan secara mendalam. Teori keadilan bermartabat menelaah sampai ke akar-akarnya, sampai ke hakikat berbagai masalah hukum. Teori keadilan bermanfaat sebagai filsafat hukum memiliki nilai

⁶⁰ Poedwijatna, *Tahu dan Pengetahuan Pengantar ke Ilmu dan Filsafat*, Rineka Cipta Jakarta, 1991, h.25.

⁶¹ Teguh Prasetyo dan Abdul Halim Barkatullah, *Filsafat, Teori, dan Ilmu Hukum Pemikiran Menuju Masyarakat yang Berkeadilan dan Bermartabat*, Raja Grafindo Persada, Jakarta, 2012. h.1-3.

⁶² *Ibid.*, h. 3.

⁶³ Teguh Prasetyo, *Op. Cit.*, h.23.

abstraksi yang sangat tinggi yang berguna sebagai teori payung (*grand theory*), dapat juga berfungsi sebagai *middle range theory* maupun *applied theory*.⁶⁴

Pemikiran yang sama oleh Profesor Ronald Dworkin yang berpendirian bahwa perhatian terhadap hukum yang universal itu adalah suatu perhatian terhadap *law empire* atau imperium hukum. Imperium hukum merupakan imperium akal budi, karsa, dan rasa seorang anak manusia, dimanapun dia berada menjalani kehidupannya. Keadaan ini sejalan dengan prinsip teori keadilan bermanfaat yang peduli dalam menggunakan kesempatan yang diberikan oleh Tuhan kepadanya untuk membantu sesamanya melalui kegiatan berpikir. Lebih jauh lagi, kegiatan berpikir ini menghasilkan tindakan yaitu memanusiakan manusia atau *nge wong ke wong*.⁶⁵

Teori hukum termasuk teori keadilan bermartabat merupakan ilmu hukum substantif (*substantive legal theory*) atau lebih tegasnya, dapat dipandang sebagai hukum itu sendiri. Teori ini dipersamakan dengan filsafat legal maupun dapat dipersamakan dengan filsafat hukum dan ilmu hukum (*jurisprudence*) serta ilmu hukum substantif. Pemikiran yang dituliskan ini mengkoreksi tulisan dari Teguh Prasetyo (2011)⁶⁶ yang menuliskan bahwa ilmu hukum hanyalah satu bidang hukum yang tidak identik dengan hukum, karena tidak setiap hasil penelitian dan pengembangan ilmu hukum dapat menjadi hukum. Semua itu berubah menjadi hukum apabila sesuai dengan keadilan yang dikandung di dalam masyarakat.

⁶⁴ Teguh Prasetyo dan Abdul Halim Barkatullah, (2012), *Ibid.*, h.9; Teguh Prasetyo, *Ibid.*, h.23.

⁶⁵ Ditulis dan dirangkum berdasarkan buku Teguh Prasetyo dan Abdul Halim Barkatullah, (2012), *Ibid.*, h.4; dan Teguh Prasetyo, *Ibid.*, h.22.

⁶⁶ Teguh Prasetyo dan Abdul Halim B., *Ilmu Hukum dan Filsafat Hukum Studi Pemikiran Ahli Hukum Sepanjang Zaman*, Pustaka Pelajar, Yogyakarta, 2011, h. 9.

Teori keadilan menjadi kaidah dan asas hukum positif di Indonesia sebagai identik dengan keadilan itu sendiri.⁶⁷

Menurut Soerjono Soekanto, melihat hukum sebagai perilaku atau aktivitas orang dan lembaga, sebagai kaidah-kaidah hukum dan sebagai nilai-nilai keadilan yang disebut sebagai dimensi hukum, yaitu dimensi nilai, kaidah dan perilaku.⁶⁸ Nilai adalah ide atau gagasan tentang sesuatu yang abstrak. Nilai bisa berasal dari filsafat tertentu atau dari suatu pandangan hidup. Nilai bisa berupa kebaikan, kebenaran, atau sebaliknya yaitu keburukan, kesalahan. Dalam hukum, nilai mempunyai sifat sebagai keharusan dan kenyataan (*das sollen* dan *das sein*). Kebaikan dikaji dalam filsafat bidang etika. Keharusan mengandung perintah dan sanksi sebab niat keharusan berhubungan dengan kekuasaan. Nilai-nilai hukum terkandung dan termuat dalam kaidah-kaidah. Nilai-nilai ini menjadi objek kajian dalam filsafat hukum.⁶⁹

2. Middle Range Theory (Teori Perlindungan Hukum)

Manusia merupakan makhluk ciptaan Tuhan yang sejak lahir memiliki hak-hak dasar yaitu hak untuk hidup, hak untuk dilindungi, hak untuk bebas dan hak-hak lainnya. Jadi, pada dasarnya setiap manusia memiliki hak untuk dilindungi termasuk dalam kehidupan bernegara. Dengan kata lain, setiap warganegara akan mendapat perlindungan dari negara. Hukum merupakan sarana untuk mewujudkannya sehingga muncul teori perlindungan hukum. Ini adalah

⁶⁷ Teguh Prasetyo, *Op. Cit.*, h.47.

⁶⁸ Soerjono Soekanto, *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Penegakan Hukum*, Rajawali, Jakarta, 1983, h.13.

⁶⁹ Teguh Prasetyo dan Abdul Halim B., *Op. Cit.*, h. 10.

perlindungan akan harkat dan martabat serta hak-hak asasi manusia berdasarkan ketentuan hukum oleh aparatur negara. Dengan begitu, perlindungan hukum merupakan hak mutlak bagi setiap warganegara dan merupakan suatu kewajiban yang harus dilakukan oleh pemerintah, mengingat Indonesia yang dikenal sebagai negara hukum.

Subyek hukum selaku pemikul hak-hak dan kewajiban-kewajiban (*de drager van de rechten en plichten*), baik itu manusia (*naturlijke persoon*), badan hukum (*rechtspersoon*), maupun jabatan (*ambt*), dapat melakukan tindakan-tindakan hukum berdasarkan kemampuan (*bekwaam*) atau kewenangan (*bevoegdheid*) yang dimilikinya. Dalam pergaulan di tengah masyarakat, banyak terjadi hubungan hukum yang muncul sebagai akibat adanya tindakan-tindakan hukum dari subyek hukum itu. Tindakan hukum ini merupakan awal lahirnya hubungan hukum (*rechtsbetrekking*), yakni interaksi antar subyek hukum yang memiliki relevansi hukum atau mempunyai akibat-akibat hukum. Agar hubungan hukum antar subyek hukum itu berjalan secara harmonis, seimbang dan adil, dalam arti setiap subyek hukum mendapatkan apa yang menjadi haknya dan menjalankan kewajiban yang dibebankan kepadanya, maka hukum tampil sebagai aturan main dalam mengatur hubungan hukum tersebut. “Hukum diciptakan sebagai suatu sarana atau instrumen untuk mengatur hak-hak dan kewajiban-kewajiban subyek hukum”.⁷⁰ Di samping itu, hukum juga berfungsi sebagai instrumen perlindungan bagi subyek hukum. Menurut Sudikno Mertokusumo, “hukum berfungsi sebagai perlindungan kepentingan manusia. Agar kepentingan

⁷⁰ Ridwan HR, *Hukum Administrasi Negara*, Yogyakarta: UII Press, 2002, hlm. 210

manusia terlindungi, hukum harus dilaksanakan. Pelaksanaan hukum dapat berlangsung secara normal, damai tetapi dapat terjadi juga karena pelanggaran hukum”.⁷¹ Pelanggaran hukum terjadi ketika subyek hukum tertentu tidak menjalankan kewajiban yang seharusnya dijalankan atau karena melanggar hak-hak subyek hukum lain. Subyek hukum yang dilanggar hak-haknya harus mendapatkan perlindungan hukum.

Fungsi hukum sebagai instrumen pengatur dan instrumen perlindungan ini, di samping fungsi lainnya sebagaimana akan disebutkan di bawah, diarahkan pada suatu tujuan yaitu untuk menciptakan suasana hubungan hukum antar subyek hukum secara harmonis, seimbang, damai, dan adil. Ada pula yang mengatakan bahwa “*Doel van het rechts is een vreedzame ordering van samenleving. Het recht wil de vrede...den vrede onder de mensen bewaart het recht door bepalde menselijke belangen (materiele zowel als ideele), eer, vrijheid, leven, vermogen enz. Tegen benaling te beschermen*” (tujuan hukum adalah mengatur masyarakat secara damai. Hukum menghendaki perdamaian. Perdamaian diantara manusia dipertahankan oleh hukum dengan melindungi kepentingan-kepentingan manusia tertentu (baik materiil maupun ideil), kehormatan, kemerdekaan, jiwa, harta benda dan sebagainya terhadap yang merugikannya). Tujuan-tujuan hukum itu akan tercapai jika masing-masing subyek hukum mendapatkan hak-haknya secara wajar dan menjalankan kewajiban-kewajibannya sesuai dengan aturan hukum yang berlaku.

⁷¹ Sudikno Mertokusumo, *Mengenal Hukum, Suatu Pengantar*, Yogyakarta: Liberty, 1996, hlm. 140

Perlindungan hukum bagi rakyat merupakan konsep universal, dalam arti dianut dan diterapkan oleh setiap negara yang mengedepankan diri sebagai negara hukum, namun seperti disebutkan Paulus E. Lotulung, “masing-masing negara mempunyai cara dan mekanismenya sendiri tentang bagaimana mewujudkan perlindungan hukum tersebut, dan juga sampai seberapa jauh perlindungan hukum itu diberikan”.⁷²

Teori perlindungan hukum merupakan teori yang dikaji dan menganalisis tentang wujud atau bentuk dan tujuan perlindungan, subjek hukum yang dilindungi serta objek perlindungan, subjek hukum yang dilindungi serta objek perlindungan yang diberikan oleh hukum kepada subjeknya. Teori ini dikembangkan oleh Roscoe Pound, sudikno Mertokusumo dan Antonio Fortin.⁷³

Kategori perlindungan hukum bagi rakyat, yaitu perlindungan hukum preventif, represif, dan kuratif. Pada perlindungan hukum preventif, rakyat diberikan kesempatan untuk mengajukan keberatan (*inspraak*) atau pendapatnya sebelum suatu keputusan pemerintah mendapat bentuk yang definitif. Artinya perlindungan hukum yang preventif bertujuan untuk mencegah terjadinya sengketa, sedangkan sebaliknya perlindungan yang represif bertujuan untuk menyelesaikan sengketa. Sedangkan perlindungan kuratif diberikan untuk memberikan penyadaran agar menyadari dan mau serta mampu memperbaiki ke depannya sehingga tidak terulang lagi. Perlindungan hukum yang preventif sangat besar artinya bagi tindakan pemerintahan yang didasarkan kepada kebebasan

⁷² Paulus E. Lotulung, *Beberapa Sistem tentang Kontrol Segi Hukum terhadap Pemerintah*, Bandung: Citra Aditya Bakti, 1993, hlm. 123

⁷³ Salim, *Penerapan Teori Hukum Pada Penelitian Tesis dan Disertasi* (Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2013), h.3

bertindak, karena dengan adanya perlindungan hukum yang preventif pemerintah terdorong untuk bersikap hati-hati dalam mengambil keputusan yang didasarkan pada diskresi.

Di Indonesia perlindungan hukum bagi rakyat akibat tindakan hukum pemerintah ada beberapa kemungkinan, tergantung dari instrumen hukum yang digunakan pemerintah ketika melakukan tindakan hukum. Telah disebutkan bahwa instrumen hukum yang lazim digunakan adalah keputusan dan ketetapan. Tindakan hukum pemerintah yang berupa mengeluarkan keputusan merupakan tindakan pemerintah yang termasuk dalam kategori *regeling* atau perbuatan pemerintah dalam bidang legislasi. Hal ini dikarenakan, sebagaimana yang telah disebutkan di depan, bahwa keputusan yang dikeluarkan oleh pemerintah itu merupakan peraturan perundang-undangan.

3. Applied Theori (Teori Perjanjian) Teori 3 P⁷⁴

Teori ini didasarkan kepada pemikiran *Scott J. Burham* yang mendasarkan dalam penyusunan suatu kontrak haruslah dimulai mendasari dengan pemikiran-pemikiran sebagai berikut:

- i. *Predictable*, dalam perancangan dan analisa kontrak seorang darfter harus dapat meramalkan atau melakukan prediksi mengenai kemungkinan-kemungkinan apa yang akan terjadi yang ada kaitannya dengan kontrak yang disusun.
- ii. *Provider*, yaitu Siap-siap terhadap kemungkinan yang akan terjadi.

⁷⁴ Teori ini dikembangkan oleh *Scott J. Burham* dalam bukunya *Drafting Contract*, yang diterbitkan oleh *The Michie Company Montana* 1992, Hal.2

iii. *Protect of Law*, perlindungan hukum terhadap kontrak yang telah dirancang dan dianalisa sehingga dapat melindungi klien atau pelaku bisnis dari kemungkinan kemungkin terburuk dalam menjalankan bisnis.

Lebih dari seabad yang lalu (tahun 1861), ahli hukum Inggris yang masyur Sir Hendry Maine menerbitkan buku berjudul *Ancient Law* (Hukum Kuno). Dalam bagian yang terkenal. Maine mencoba menjelaskan bagaimana hukum berevolusi selama bertahun-tahun pada masyarakat yang “progresif” (yaitu, yang modern). Maine menunjukkan bahwa pada masyarakat seperti itu hukum bergerak “dari satus ke kontrak”. Maksudnya, hubungan hukum dalam masyarakat modern tidak tergantung secara khusus pada kelahiran atau kasta; hubungan hukum itu tergantung pada perjanjian sukarela.⁷⁵ Kontrak adalah perangkat hukum yang umumnya berkenaan dengan perjanjian sukarela.⁷⁶

Hukum kontrak di Indonesia diatur dalam Buku III KUHPerdara Bab Kedua yang mengatur tentang perikatan-perikaan yang dilahirkan dari kontrak atau persetujuan. Pengertian kontrak dengan persetujuan adalah sama seperti terlihat yang didefinisikan pada pasal 1313 KUHPerdara. Hukum kontrak hanya mengatur aspek tertentu dari pasar dan mengatur jenis perjanjian tertentu.⁷⁷ Sekalipun demikian mungkin kontrak adalah bagian yang kurang menonjol dari hukum yang hidup (*living law*) dibandingkan bidang lain yang berkembang berdasarkan hukum kontrak atau pemikiran tentang kontrak.⁷⁸

⁷⁵ Lawrence F. Friedman, *American Law An Introduction*, Second Editon, Hukum Amerika Sebuah Pengantar (Penerjemah Wishnu Basuki), Penerbit PT.Tatanusa, Jakarta 2001, Hal.195.

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ *Ibid.* Hal.196.

⁷⁸ *Ibid.* Hal. 197.

F. Kerangka Konseptual

1. Pasar Modal Indonesia

Pasar Modal menurut Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) Pasal 1 angka 13 mendefinisikan 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. Dalam definisi ini terdapat unsur-unsur pokok, yakni penawaran umum (*Initial Public Offering/IPO*), perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Definisi dari pasar modal, lembaga dan profesi yang terkait di pasar modal, serta peraturan yang mengaturnya berbeda di tiap negara. Namun secara substansi UUPM dalam banyak hal mirip dengan Undang-undang Pasar Modal Amerika Serikat (*Securities Act 1933 dan Securities Exchange Act 1934*).⁷⁹ Dan beberapa negara (seperti Brazil dan Jepang) mengambil pola peraturan pasar modal Amerika Serikat dalam rangka menciptakan pasar yang efisien dan prinsip keterbukaan.⁸⁰ Dalam Penjelasan Undang-Undang No. 8 tahun 1995 Tentang Pasar Modal (UUPM) disebutkan bahwa pasar modal memiliki peran strategis dalam menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan pemerataan, pertumbuhan dan stabilitas ekonomi nasional. Selanjutnya dikatakan juga, dalam mencapai tujuan tersebut, pasar modal memiliki peran strategis sebagai salah satu sumber pembiayaan untuk dunia usaha, termasuk usaha kecil dan menengah untuk mengembangkan usaha. Selain

⁷⁹ Bismar Nasution, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal* (Jakarta: Fakultas Hukum Universitas Indonesia, 2001) hlm. 10

⁸⁰ *ibid.* hlm. 4

itu, pasar modal juga merupakan sarana investasi untuk masyarakat, termasuk pemodal kecil dan menengah.

Pasar Modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar modal menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana atau pihak yang akan menginvestasikan dananya (investor) dan pihak yang memerlukan dana misalnya perusahaan (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan atau tingkat keuntungan tertentu (*return*) sedangkan pihak perusahaan dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan.⁸¹

Pasar modal memberikan peluang kepada masyarakat untuk melakukan investasi, baik investasi yang berjangka pendek, menengah maupun investasi berjangka panjang, sedangkan bagi pihak emiten semakin mudah untuk memperoleh dana dari masyarakat pemodal (investor) dengan cara menerbitkan surat berharga baik yang bersifat equitas maupun yang bersifat utang.⁸² Emiten adalah pengguna dana, sedangkan pemilik dana ini disebut sebagai investor. Di pasar modal, emiten harus memiliki sesuatu untuk dijadikan jaminan atas dana yang akan dipinjam dari investor. Di samping harus dapat meyakinkan investor

⁸¹ Hendy. M. Fakhruddin, *Op.cit*, hlm. 3.

⁸² Gunawan Wijaya dan Jono, *Seri Pengetahuan Pasar Modal: Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Wali Amanat dalam Pasar Modal* (Jakarta: Kencana, 2006) hlm. 2

bahwa dana yang akan dipinjamkannya itu akan dikembalikan, emiten juga harus memiliki kualifikasi perusahaan yang mendukung.

Pasar Modal merupakan pasar yang memperdagangkan efek dalam bentuk instrumen keuangan jangka panjang baik dalam bentuk modal (*equity*) dan utang. Pasar Modal merupakan tempat orang membeli atau menjual surat efek yang baru dikeluarkan.⁸³ Instrumen atau surat-surat berharga yang diperdagangkan di Pasar Modal pada umumnya dapat dibedakan ke dalam surat berharga yang bersifat utang yang dikenal dengan nama obligasi (*bonds*) dan surat berharga yang bersifat kepemilikan atau umumnya disebut saham. Obligasi adalah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor/pemegang obligasi tersebut telah meminjamkan sejumlah uang, Sedangkan saham adalah sertifikat yang menunjukkan kepemilikan suatu perusahaan dan pemegang saham memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan.⁸⁴

Di pasar modal terjadi penawaran umum, dimana perusahaan publik (emiten) menawarkan efek kepada para investor di suatu tempat yang dinamakan bursa. Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.⁸⁵ Dalam bahasa Inggris disebut *securities*. Dalam Bahasa Belanda disebut *effecten*, dan dalam Bahasa Latin, *effectus*. Kata *securities* bersumber pada pengertian bahwa surat berharga tersebut memberikan garansi atau jaminan yang dapat dicairkan

⁸³ M. Irsan Nasaruddin & Indra Surya, *Op.cit*, hlm. 181.

⁸⁴ *Ibid*, hlm. 182.

⁸⁵ Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pasal 1 angka (5)

(*liquid*) dengan sejumlah uang sesuai dengan nilai yang tercantum dalam surat berharga itu. Sedangkan kata *bursa* diambil dari kata *bourse*, yang berarti tempat bertemunya penjual dan pembeli untuk komoditas tertentu dengan penyelenggaranya melalui prosedur perantara.⁸⁶ Prospektus (*prospectus*) adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.⁸⁷ Prospektus merupakan dokumen yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk tujuan penerbitan surat-surat berharga yang akan dijual oleh perusahaan tersebut (*issuer*), termasuk data-data yang berhubungan dengan keuangan perusahaan.⁸⁸ Kebutuhan akan prospektus ini sangat penting bagi investor karena isinya merupakan informasi yang akan menentukan keputusan calon investor dalam melakukan investasi. Dengan melakukan penawaran umum, berarti perusahaan dituntut untuk lebih terbuka dan harus mengikuti peraturan-peraturan pasar modal mengenai kewajiban pelaporan. Segala sesuatu yang berhubungan dengan keuangan baik pemasukan maupun pengeluaran harus tercatat secara terperinci dan dapat dipertanggungjawabkan. Perusahaan harus selalu membuat pelaporan yang diwajibkan sesuai dengan waktu yang ditetapkan. Laporan keuangan juga terus dipantau baik oleh pemilik modal maupun oleh masyarakat umum, sehingga jika terjadi penyimpangan bisa segera diketahui. Dengan adanya laporan ini, maka akan dapat diketahui seberapa jauh perkembangan dari perusahaan.⁸⁹

⁸⁶ M. Irsan Nasrudin dan Indra Surya, *Op. Cit.*, hlm.11

⁸⁷ Pasal 1 angka 26 UUPM

⁸⁸ Howell, Rate A, and Allison, John R., *Business Law: Text and Cases*, Third Edition, CBS College Publishing, 1985, p. 1311

⁸⁹ Pandji Anoraga dan Piji Pakarti, *op. cit.*, hlm. 48

Saat ini kegiatan pasar modal sudah menuju perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*) atau perdagangan tanpa warkat adalah perdagangan yang secara elektronik merubah sertifikat efek ke dalam bentuk elektronik. Karakteristik dari *scripless trading*, yaitu:⁹⁰

1. Tidak ada fisik efek. Warkat efek yang diperdagangkan sudah dimasukkan dalam penitipan kolektif pada PT. KSEI dan sertifikat efek dikonversikan menjadi data elektronik sehingga tidak ada lagi bentuk fisik efek dalam kegiatan transaksi.
2. Kepemilikan efek dinyatakan dengan posisi pada rekening. Tidak adanya perpindahan warkat efek secara fisik, sehingga mengharuskan para pihak yang melakukan transaksi bursa membuka rekening terlebih dahulu pada PT. KSEI.
3. Pemindahan secara elektronik. Perpindahan kepemilikan efek dilakukan dengan pemindahbukuan efek di antara rekening efek yang diselenggarakan secara elektronik melalui sistem yang terintegrasi antara sistem KSEI, Pemegang Rekening maupun Emiten/BAE. Dengan demikian seluruh instruksi, konfirmasi maupun sistem pencatatan kepemilikan dari partisipan ke KSEI dan sebaliknya dilakukan secara elektronik.

Sebelum tahun 1996, pasar modal Indonesia hanya mengenal perdagangan obligasi dengan menggunakan warkat yaitu kepemilikan atas efek ditandai dengan bukti fisik yang berupa sertifikat atas kepemilikan obligasi. Akan tetapi sistem

⁹⁰ Herwidayatmo, “*Kesiapan Bapepam sebagai Regulator dalam Perdagangan Efek secara Elektronik (E-Commerce)*”, Makalah dalam seminar sehari Pasar Modal Kesiapan Pelaku Pasar Modal dengan diimplementasikannya *Scripless Trading Menuju Era On Line Trading*, Jakarta, 1 November 2000, hal. 5-6.

perdagangan obligasi ini sudah tidak sesuai lagi dengan perkembangan Pasar Modal Indonesia yang ramai, karena tidak efisiennya proses penyelesaian transaksi, selain itu banyak terjadi masalah dan kerugian. Tahun 1997 BEJ meluncurkan *Jakarta Automated Trading System* (JATS), yaitu sistem perdagangan otomatis yang menggantikan sistem perdagangan manual yang dapat memfasilitasi perdagangan efek dengan frekuensi yang lebih besar dan lebih menjamin kegiatan pasar yang fair dan transparan dibanding sistem manual. Pada tahun 2000 BEJ menerapkan perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*) dengan tujuan untuk meningkatkan likuiditas pasar dan untuk mempercepat penyelesaian transaksi. Sementara itu, di BES sudah mempunyai sistem perdagangan secara jarak jauh (*remote system*) sejak tahun 1996 yang disebut SMART (*Surabaya Market Information & Automatic Remote Trading*). Perdagangan ini dilakukan secara elektronik yaitu dengan sistem terkomputerisasi.⁹¹ Sejak tanggal 3 Desember 2007 di Indonesia hanya terdapat satu bursa yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan gabungan antara Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Dengan memperhatikan perkembangan transaksi obligasi elektronik yang semakin berkembang saat ini dan guna memberikan jaminan bagi investor yang diakibatkan karena adanya pergeseran sistem teknologi yang dapat menimbulkan permasalahan hukum antara lain masalah risiko yang sering terjadi dalam perdagangan obligasi yaitu risiko gagal bayar dan bagaimana permasalahan pembuktian kepemilikan yang ditimbulkan akibat perdagangan secara elektronik.

⁹¹ *Ibid*, hlm. 34.

2. Obligasi

Perkataan Obligasi berasal dari bahasa Belanda “*obligatie*” yang secara harfiah berarti hutang atau kewajiban. Selain itu, obligasi masih dalam bahasa Belanda dapat berarti pula suatu hutang (*schuldrief*). Dalam pengertian surat hutang ini, obligasi dalam terminology hukum Belanda kerap disebut pula dengan istilah obligasi “*obligatie lening*”, yang berarti secara bukti pinjaman uang yang dikeluarkan oleh suatu perseroan atau badan hukum lain yang dapat diperdagangkan dengan cara menyerahkan surat tersebut.

Obligasi merupakan salah satu jenis efek. Di Indonesia yaitu dalam Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Efek didefinisikan sebagai berikut:

”Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap *derivative* dari efek.”

Dalam bahasa Inggris obligasi disebut dengan istilah “*bond*”. Dalam *Dictionary of Accounting*,⁹² *bond* diartikan sebagai “*a written contract evidencing a long term, interest-bearing loan*”. Sedangkan menurut *Law Dictionary*,⁹³ *bond* diartikan sebagai “*evidence of debt*”. Selain itu dalam kamus yang sama, *bond* dapat berarti pula:

“*Obligation of state its subdivision, or a private corporation, represented by certificate for principal and detachable coupons for current interest; includes all interest-bearing obligations of persons, firms or corporation*”.

⁹² Estes, Ralph, *Dictionary of Accounting*, MIT Press, Massachusetts, USA. Dalam A. Setiadi, *Obligasi dalam Perspektif Hukum Indonesia*, (Bandung: P.T. Citra Aditya Bakti, 1996), hlm.2.

⁹³ Giffis, Steven H, *Law Dictionary*, Barron’s Educational Series Inc, Woodbury, 1975. dalam *Ibid*.

Kedua pengertian *bond* di atas adalah sesuai dengan yang disebut dan dimaksud sebagai obligasi dalam penelitian ini. Di Negara-Negara Anglo-Amerika, *bond* termasuk dalam pengertian *securities* yang kurang lebih pengertiannya sama dengan *effecten* atau efek sebagaimana sudah disebutkan sebelumnya.

Namun demikian, hendaknya tidak terkecoh dengan istilah *bond*, sebab dalam bahasa Inggris, *bond* tidak selalu berarti obligasi seperti yang dimaksudkan di atas, tetapi dapat pula berarti "*a cash or property deposit made to guarantee performance*", jadi *bond* di sini bukanlah berarti suatu surat hutang lagi melainkan suatu "*written instrument with sureties*" yang dimaksudkan untuk "*guaranteeing faithful performance of acts or duties*". *Bond* dalam pengertian yang terakhir ini misalnya ialah *performance bond* atau *surety bond* yang biasa digunakan sebagai jaminan atas pelaksanaan suatu pekerjaan seperti pekerjaan pemborongan.

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal tidak memberikan definisi mengenai obligasi, tetapi pengertian obligasi dapat ditemukan pada peraturan perundang-undangan lain yang menyatakan sebagai berikut:

"Obligasi ialah bukti hutang emiten yang mengandung janji pembayaran bunga atau janji lain serta pelunasan pokok pinjamannya dilakukan pada tanggal jatuh tempo, sekurang-kurangnya 3 tahun sejak tanggal emisi".

Pada prinsipnya, obligasi merupakan bukti atas suatu prestasi dari penerbit kepada pemegangnya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa antara penerbit dan pemegang obligasi terdapat suatu perikatan. Sehingga pada pihak

penerbit timbul suatu kewajiban untuk melakukan suatu prestasi.⁹⁴ Dalam hal ini akan muncul pertanyaan mengenai bentuk perikatan yang terjadi antara penerbit dan pemegang obligasi.

Dari uraian di atas, disinggung bahwa suatu hutang (*schuld*) atau suatu prestasi dapat ditimbulkan dari perikatan apa saja. Penjual mempunyai kewajiban berprestasi untuk menyerahkan barang yang dijualnya kepada pembeli. Demikian pula si peminjam uang mempunyai kewajiban berprestasi untuk mengembalikan jumlah yang dipinjamnya kepada si kreditur. Di sini terlihat bahwa hutang dalam pengertian hukum sangatlah luas.

Obligasi merupakan tanda bahwa seorang turut serta dalam meminjamkan uang kepada perseroan bersama-sama lain-lain orang secara menerima tanda piutang dari perseroan.⁹⁵ Dari pendapat Wirjono ini dapat dilihat bahwa hubungan antara penerbit dan pemegang obligasi adalah pinjam meminjam uang.

Penerbit meminjam uang kepada pemegang obligasi sehingga timbul kewajiban dari penerbit untuk mengembalikan uang yang dipinjamkannya kepada pemegang obligasi. Atas kewajiban atau prestasinya tersebut, penerbit menerbitkan surat yang disebut surat obligasi sebagai bukti atas prestasi yang wajib dilakukannya.

Terhadap hubungan penerbit dan pemegang obligasi ini berlaku ketentuan-ketentuan Pasal 1754-1769 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (KUH Perdata)

⁹⁴ Setiadi, *Obligasi dalam Perspektif Hukum Indonesia*, (Bandung: P.T.Citra Aditya, 1996), hlm.7.

⁹⁵ Wirjono Prodjodikoro, *Hukum Perkumpulan, Perseroan dan Koperasi*, (Jakarta: Pradnya Paramita, 1985), hlm.70.

tentang pinjam meminjam pada umumnya. Dalam Pasal 1754 KUH Perdata disebutkan bahwa pinjam meminjam ialah:

“Persetujuan dengan mana pihak yang satu memberikan kepada pihak yang lain suatu jumlah tertentu barang- barang yang habis karena pemakaian, dengan syarat bahwa pihak yang belakangan ini akan mengembalikan sejumlah yang sama dari macam dan keadaan yang sama pula”.

Penafsiran ini kemudian diperkuat lagi oleh ketentuan Pasal 1765 KUH Perdata yang memperbolehkan pinjam meminjam (uang) dengan bunga, yaitu sebagai berikut:

“adalah diperbolehkan memperjanjikan bunga atas peminjaman uang atau barang lain yang habis karena pemakaian”.

Dengan demikian jelaslah bahwa dari segi yuridis perikatan dasar antara penerbit dan pemegang obligasi adalah perikatan pinjam meminjam uang atau hutang piutang. Pada perikatan obligasi, penerbit obligasi meminjamkan kepada para pemegang obligasi sejumlah uang, yaitu senilai nominal obligasi yang bersangkutan dan berjanji akan membayar sejumlah bunga serta mengembalikan uang tersebut pada saat jatuh tempo obligasi.

Pesatnya perkembangan lembaga keuangan syari'ah, memberikan harapan bagi perkembangan pasar modal yang dilandasi prinsip-prinsip syari'ah. Ada keterkaitan yang erat dalam upaya pengembangan lembaga keuangan syari'ah dengan pasar modal syari'ah. Lembaga keuangan syari'ah membutuhkan penempatan portofolionya pada pasar modal syari'ah dengan saham yang halal dalam obligasi syari'ah. Terutama untuk memenuhi kebutuhan penempatan dana investasi lembaga keuangan syari'ah yang cenderung over likuiditas pada pasca fatwa MUI mengenai haramnya bunga bank.

Obligasi merupakan salah satu instrumen pasar modal syari'ah, disamping saham syari'ah dan reksa dana syari'ah. Pada awalnya banyak kalangan yang meragukan dari keabsahan obligasi syari'ah. Mengingat obligasi syari'ah merupakan surat bukti kepemilikan hutang, yang dalam islam sendiri hal tersebut tidak diakui. Namun demikian, sebagaimana pengertian bank syari'ah adalah bank yang menjalankan prinsip syari'ah, tetap menghimpun dan menyalurkan dana, tetapi tidak dengan dasar bunga, demikian juga adanya pergeseran pengertian pada obligasi. Mulanya dikenal sebagai *instrumen fixed income* karena memberikan kupon dengan bunga tetap (*fixed*) sepanjang tenornya. Kemudian dikembangkan pula obligasi dengan kupon bunga mengambang (*floating*) sehingga bunga yang diterima pemegang obligasi tidak lagi tetap. Dalam hal obligasi syari'ah, kupon yang diberikan tidak lagi berdasarkan bunga, tetapi bagi hasil atau margin/*fee*.

Obligasi syari'ah sebagaimana Fatwa Dewan Syari'ah Nasional (DSN) No.32/DSN-MUI/IX/2002, *obligasi syari'ah adalah* suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syari'ah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syari'ah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syari'ah berupa bagi hasil atau margin atau fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Walaupun masih ada sebagian ulama yang mempertanyakan kebolehan obligasi syari'ah, namun obligasi syari'ah di Indonesia telah dipayungi kehalalannya oleh Fatwa Dewan Syari'ah Nasional (DSN) bernomor 32/DSN-MUI/IX/2002. Dua obligasi yang beredar bernomor 32/DSN-MUI/IX/2002, yaitu obligasi syari'ah mudharabah

dan obligasi syari'ah ijarah. Masing-masing disahkan oleh Fatwa DSN –MUI No.33/DSN-MUI/IX/2002 dan fatwa DSN-MUI No.41/DSN-MUI/111/2004.

Adapun kaidah syari'ah untuk obligasi syari'ah ini adalah :

1. Bersifat mudharabah karena tidak harus menanggung rugi.
2. Dapat menerima pembagian dari pendapatan (*revenue sharing*) dimana emiten mengikat diri untuk membatasi penggunaan pendapatan sebagai biaya usaha.
3. Dapat dijual dibawah nilai paru (modal awal) kalau perusahaan mengalami kerugian.
4. Perubahan nilai pasar bukan berarti perubahan jumlah utang.

3. Keadilan

Summum Ius Summa Injuria/ Summa Lex Summa Crux. Keadilan tertinggi dapat berarti ketidakadilan tertinggi. Demikianlah hukum yang selalu mencititakan keadilan maka selama itu pula pasti dalam perwujudannya akan terhenti untuk mewujudkan keadilan yang sesungguhnya. Keadilan merupakan persoalan pokok di dalam hukum. Keadilan juga merupakan salah satu tujuan dari hukum. Bahkan di kalangan umum, keadilan adalah hal yang tidak dapat dipisahkan dengan hukum. Namun banyak pula yang menganggap bahwa keadilan masih tidak dapat dicapai melalui hukum saat ini. Keadilan tidak sama dan sederhana dengan sama rata. Keadilan pada perkembangannya pun memiliki definisi yang berubah-ubah seiring dengan perkembangan zaman dan pola pikir manusia.

Hakekat definisi keadilan yang sebenarnya sulit ditentukan. Bahkan setiap orang memiliki pandangan yang subjektif tentang bagaimana itu keadilan.

Keadilan atau dalam bahasa Inggris, *justice*, merupakan bagian dari nilai (*value*) bersifat abstrak sehingga memiliki banyak arti dan konotasi. Apabila dilihat dari semenjak awal perkembangan peradaban manusia di dunia sampai saat ini, dari seluruh perjalanan sejarah keadilan, khususnya bagi dunia barat, keadilan sering berganti-ganti wajah secara periodik terbentuk berbagai rupa dari keadilan.⁹⁶

Persoalan keadilan sejalan dengan evolusi filsafat hukum. Evolusi filsafat hukum sebagai bagian dari evolusi filsafat secara keseluruhan, berputar di sekitar persoalan tertentu yang muncul secara berulang-ulang yaitu keadilan, kesejahteraan, dan kebenaran. Di antara persoalan itu yang paling menonjol dalam kaitannya dengan hukum adalah persoalan keadilan, karena hukum atau aturan perundang-undangan harusnya adil, namun seringkali berkebalikan dan bahkan terabaikan. Hukum selalu berketerkaitan dengan keadilan walaupun sering secara *empiric* kurang disadari sepenuhnya sebagaimana dikatakan oleh Cicero “tidaklah mungkin mengingkari karakter hukum sebagai hukum yang tidak adil, sebab hukum seharusnya adil,” katanya. Barangkali kita dapat mengatakan bahwa hukum tanpa keadilan ibarat membuat gulai tanpa daging, hampa tak bermakna. Sebaliknya keadilan tanpa hukum ibarat menyeberangi sungai tanpa jembatan, tertatih-tatih.

Keadilan merupakan persoalan fundamental dalam hukum. Kaum naturalis mengatakan bahwa tujuan utama hukum adalah keadilan. Akan tetapi, di dalam keadilan ada sifat relativisme, karena sifatnya yang abstrak, luas, dan kompleks maka tujuan hukum seringkali ngambang. Oleh karena itu, selayaknya tujuan

⁹⁶ Efran Helmi Juni. 2012. *Filsafat Hukum*. Halaman: Bandung: CV Pustaka Setia. hal. 397.

hukum haruslah lebih realistis. Tujuan hukum yang agak realistic itu adalah kepastian hukum dan kemanfaatan hukum. Namun demikian sekalipun kaum positivisme lebih menekankan pada kepastian hukum dan kaum fungsionalis mengutamakan kemanfaatan hukum, kitapun dapat mengatakan bahwa *summum ius, summa injuria, summa lex, summa crux* (hukum yang keras dapat melukai, kecuali keadilan yang dapat menolongnya). Jadi walaupun keadilan itu bukan merupakan tujuan hukum satu-satunya tetapi tujuan hukum yang paling substantif adalah keadilan.

Aristoteles, seorang pemikir Yunani mengatakan bahwa *unicuique suum tribuere* (memberikan kepada setiap orang sesuatu yang menjadi haknya) dan *neminem laedere* (janganlah merugikan orang lain) atau lengkapnya menurut Kant, *honeste vivere, neminem laeder, suum quique tribuere/tribuendi*. Berdasarkan pemikiran yang demikian, titik berat para pejuang keadilan berusaha untuk memperjuangkan agar negara memberikan keadilan kepada yang berhak memperolehnya. Jika seseorang mempunyai hak atas sesuatu, maka kita wajib memberikan hak itu kepadanya. Keadilan dapat menunjuk pada tiga hal, yaitu keadaan, tuntutan dan keutamaan. Keadilan sebagai keadaan menyatakan bahwa setiap orang berhak memperoleh apa yang menjadi haknya dan diperlakukan sama secara adil pula. Keadilan sebagai tuntutan menyatakan bahwa setiap orang berhak menuntut agar keadilan itu diciptakan baik dengan mengambil tindakan yang diperlukan (bertindaklah bila perlu dan wajar menurut rasa keadilan) maupun dengan menjauhkan diri dari tindakan yang tidak adil (berbuatlah kebajikan dan jauhkanlah diri dari ketidakadilan). Keadilan sebagai keutamaan

adalah sebuah tekad untuk selalu berpikir, berkata, dan berperilaku adil, itulah kejujuran yang substantif.⁹⁷

Keadilan adalah kondisi kebenaran ideal secara moral mengenai segala sesuatu hal, baik menyangkut benda atau orang. Keadilan intinya adalah meletakkan segala sesuatunya pada tempatnya.⁹⁸ Keadilan yang *substantive* adalah keadilan yang dapat dinikmati oleh setiap warga negara. Dalam perwujudannya terdapat keseimbangan, keselarasan dan keserasian antara keadilan yang diberikan secara individual dengan keadilan secara kolektif atau keadilan *social*.⁹⁹

Menurut Plato Socrates, filosof Yunani yang genius ini tidak secara khusus berbicara tentang keadilan. Pandangannya tentang keadilan ditemukan dalam pandangan-pandangan Plato. Menurut pandangan Plato, keadilan hanya dapat ada di dalam hukum dan perundang-undangan yang dibuat oleh para ahli yang khusus memikirkan hal itu. Dalam bukunya *The Laws*, Plato tidak hanya membentangkan pikirannya tentang hukum secara khusus, tetapi juga tentang keadilan, sedangkan hukum secara khusus ditemukan dalam bukunya yang lain, *The Republic*. Keadilan dan hukum memiliki ikatan yang sangat kuat. Keadilan diperoleh melalui penegakan hukum. Hukum menurut Plato adalah hukum positif yang dibuat oleh si pembuat undang-undang yang maha tahu yaitu negara. Baginya negara adalah satu-satunya sumber hukum. Dengan mengatakan bahwa keadilan hanya ada di dalam hukum yang dibuat oleh negara, maka ia

⁹⁷ Dominikus Rato. 2011. *Filsafat Hukum: Mencari, Menemukan, dan Memahami Hukum*. Surabaya: LaksBang Justitia. Halaman: 54-58.

⁹⁸ Keadilan. <http://id.wikipedia.org/wiki/Keadilan>.

⁹⁹ Dominikus Rato. *Op. Cit.* Halaman: 98.

diklasifikasinya sebagai penganut monisme hukum dan memang dari Plato lah monisme hukum itu lahir. Monisme berasal dari kata ‘mono’ yang berarti tunggal atau satu-satunya. Dengan demikian, filsafat hukum Plato mengingatkan kita pada filsafat negara totaliter modern yang menempatkan segala aspek kehidupan perorangan di bawah pengawasan hukum dan administrasi negara. Menurut Plato, hukum adalah suatu aliran emas, penjelmaan dari ‘*the right reasoning*’ (cara berpikir benar). Akan tetapi isi dan sumber pikiran-pikiran itu oleh Plato tidak diberi penjelasan. Dalam kaitannya dengan itu, Plato membuat *criteria* keadilan adalah ‘kebaikan’ dalam arti harmoni dan pertimbangan dari dalam, yang tidak dapat diketahui atau diterangkan dengan argumentasi ‘rasional’.¹⁰⁰ Plato memandang keadilan sebagai hubungan harmonis dengan berbagai organisme sosial. Setiap warga negara harus melakukan tugasnya sesuai dengan posisi dan sifat alamiahnya.¹⁰¹

Menurut Aristoteles, Aristoteles adalah seorang filosof yang pertama kali merumuskan arti keadilan. Beliau mengatakan bahwa keadilan adalah memberikan kepada setiap orang apa yang menjadi haknya, *fiat justitia breaat mundus*. Dalam pengertian ini Aristoteles membagi dua jenis keadilan yaitu *justitia correctiva* (keadilan korektif) dan *justitia distributiva* (keadilan distributif/membagi). *Justitia correctiva* (keadilan korektif) mirip dengan *justitia commutative* menurut Thomas Aquinas atau disebut juga keadilan refitikator yaitu keadilan yang di dasarkan atas transaksi (*sunallagamata*) baik dilakukan secara

¹⁰⁰ *Ibid*, hal. 58-59.

¹⁰¹ Efran Helmi Juni. *Op. Cit.* Halaman: 398.

sukarela maupun dengan paksaan. Keadilan ini pada umumnya terjadi dalam lapangan hukum privat seperti jual-beli, tukar-menukar, atau sewa-menyewa.

Keadilan distributiva (*justitia distributiva*) adalah keadilan yang membagi yang membutuhkan distribusi atas penghargaan. Keadilan ini berkenaan dengan hukum *public*. Aktualisasi keadilan ini berkaitan dengan kesediaan seseorang berperilaku adil atau tidak adil, tetapi juga berkenaan dengan kebijakan *public*, yaitu struktur proses-proses politik, ekonomi, *social* dan budaya dalam masyarakat dan negara pada umumnya. Misalnya, apakah upah buruh ditetapkan secara wajar-tidak wajar atau patut-tidak patut tidak hanya ditentukan pada rasa keadilan sang majikan, melainkan oleh kondisi *social*, politik dan ekonomi pada umumnya. Keadilan *corrective* (*justitia correctiva*) adalah keadilan yang memberikan kepada setiap orang sama banyaknya. Jadi, disini berlaku prinsip kesamaan tanpa memperhatikan jasa-jasa atau amal baktinya. Ia memegang peran dalam hubungan hukum transaksi tukar-menukar barang atau jasa, dalam mana sebanyak mungkin harus terdapat persamaan antara apa yang dipertukarkan. *Corrective justice* lebih menguasai hubungan hukum antar individu. Pengertian ini mirip dengan pengertian keadilan komutatif atau *justitia commutativa* menurut Thomas Aquinas.

Keadaan yang adil menurut Aristoteles adalah suatu keadaan dimana ada keseimbangan atau titik tengah antara dua ekstrim dalam berbagai keadaan, karena baginya dari dunia moral hanya berada di dua kemungkinan: kemaksiatan dan kebajikan. Pandangan ini mirip dengan pandangan Plato. Menurut Plato, harmoni adalah suatu keadaan keseimbangan roh dari dalam yang tidak dapat

dianalisa dengan akal. Ajaran Aristoteles ini sebagaimana dalam tulisannya tentang *Eticha Nicomacheia*, sering dikenal dengan sebutan “ajaran Mesotes”. Jika kita perhatikan bahwa dalam ajaran Aristoteles ini seolah-olah menyamakan hukum dan moral. Ajaran ini yang selalu dikritik oleh Hans Kelsen yang menyebutkan Aristoteles sebagai filosof moral. Hal ini dapat dipahami karena Hans Kelsen mengatakan bahwa hukum dan moral adalah dua hal yang berbeda, hukum harus dipisahkan dari moral, hukum harus murni dan objektif.¹⁰² Yang sangat penting bagi sudut pandangnya ialah pendapat bahwa keadilan mesti dipahami dalam pengertian kesamaan. Namun Aristoteles membuat perbedaan penting antara kesamaan numerik dan kesamaan proporsional. Kesamaan numerik mempersamakan tiap manusia sebagai satu unit. Inilah yang sekarang biasa kita pahami tentang kesamaan dan yang kita maksudkan ketika mengatakan bahwa semua warga adalah sama di depan hukum. Kesamaan proporsional memberi tiap orang apa yang menjadi haknya sesuai dengan kemampuannya, prestasinya dan sebagainya. Dari pembedaan ini Aristoteles menghadirkan banyak kontroversi dan perdebatan seputar keadilan.¹⁰³

Menurut Thomas Aquinas. Thomas van Aquinas (1274) dalam bukunya yang berjudul *Summa Theologica* menancapkan ajarannya selama bertahun-tahun selama kekuasaan gereja katolik. Inti ajarannya berkenaan dengan hukum alam. Dalam ajarannya itu Thomas Aquinas (Aquino) dengan berpegang pada ajaran Agustinus sebelumnya yang scholastik (filsafat gereja Katholik), menetapkan tentang hubungan antara nilai agama dan doktrin keilmuan. Pandangannya yang

¹⁰² Dominicus Rato. *Op. Cit.* Halaman: 59, 60-61.

¹⁰³ Carl Joachim Friedrich. 2010. *Filsafat Hukum: Perspektif Historis*. Bandung: Penerbit Nusa Media. Halaman: 24.

paling utama mengatakan bahwa “kebenaran hanya ada dalam gereja.”. Berdasarkan pandangannya itulah, semua ilmu wajib selaras dengan ajaran gereja (Khatolik). Setiap ajaran yang bertentangan dengan ajaran gereja Khatolik itulah hendaknya dianulir.

Thomas Aquinas, filsuf hukum alam, membagi keadilan atas dua macam yaitu keadilan umum (*justitia generalis/universalis*) dan keadilan khusus (*justitia spesicalis*). Keadilan umum adalah keadilan menurut kehendak undang-undang yang wajib dikerjakan atau wajib tidak dikerjakan/wajib dihindari demi kepentingan umum. Dalam pembagian Thomas Aquinas keadilan ini disebut *justitia legalis* yaitu keadilan berdasarkan hukum. Keadilan khusus adalah keadilan atas dasar kesamaan atau proporsionalitas. Keadilan khusus (*justitia spesicalis*) ini dibagi lagi atas tiga yaitu: keadilan yang membagi (*justitia distributiva*), keadilan karena kebersamaan (*justitia commutativa*) dan keadilan yang memberi (*justitia vindicativa*).¹⁰⁴

Menurut Hans Kelsen. Hans Kelsen merupakan salah satu figur utama dalam ajaran yang murni tentang hukum (*Reine Rechtslehre*) yang menegaskan bahwa pengertian hukum harus dibedakan dengan pengertian keadilan. Menurutnya keadilan adalah persoalan filsafat bukan persoalan hukum. Keadilan tidak memberi jawaban tentang kekuatan berlakunya hukum. Jawaban bagi kekuatan berlakunya hukum sehingga kaidah-kaidahnya wajib dilaksanakan dan ditaati, sangat tergantung pada hubungan yang ditetapkan antara hukum dan keadilan. Hubungan itu pada dasarnya, dengan meminjam pandangan Gustav

¹⁰⁴ Dominicus Rato. *Op. Cit.* Halaman: 62-63.

Radbruch bahwa “hukum bisa saja tidak adil, tetapi hukum hanyalah hukum karena maunya adil.” Meskipun demikian, hubungan antara hukum dan keadilan seperti yang dirumuskan Radbruch itu belum menjelaskan banyak persoalan tentang hakekat keadilan, dengan begitu, juga timbul persoalan kapankah hukum itu kondusif digunakan untuk menegakkan keadilan. Akan tetapi pandangan Kelsen itu perlu juga dibandingkan dengan pandangan Radbruch itu. Jika keadilan diletakkan di luar hukum, maka orang dapat mencari keadilan tanpa harus melalui hukum. Melalui analisisnya yang rinci terhadap posisi ajaran hukum alam di satu pihak dan ajaran positivisme di pihak lain, Hans Kelsen tiba pada konsekuensi berikut: norma keadilan yang metafisik pada dasarnya lahir dari ajaran hukum alam yang idealistis. Karena seperti yang sudah terjadi dengan idealisme Plato, idealisme dalam ajaran hukum alam juga menyiratkan dualisme dalam norma keadilan. Yang satu adalah norma keadilan yang sumbernya bersifat *transcendental* dan yang lain lagi adalah keadilan yang bersumber pada akal budi manusia yang *prudential* (arif). Itulah sebabnya mengapa ajaran hukum alam sebaliknya bersifat monistik, karena ajaran itu hanya mengakui satu macam keadilan, yaitu keadilan yang lahir dari hukum positif yang diterapkan oleh manusia.

Hans Kelsen kemudian mengambil sikap dengan mengembangkan pandangan yang kemudian dikenal sebagai ajaran hukum murni. Dengan tegas dituliskannya bahwa ajaran hukum murni yang dikembangkannya ini bersifat monistik, dan karenanya hanya mengakui satu macam hukum, yaitu hukum positif. Meskipun demikian, ajaran hukum murni mengakui peranan dari norma dasar (*grundnorm*) yang merupakan produk dari proses yang *transcendental-logis*,

dan dengan demikian Kelsen mempertahankan metode yang digunakan dalam ajaran hukum alam. Norma dasar itu bukanlah suatu jenis hukum yang lain dari hukum positif, melainkan dasar moral dari hukum positif itu sendiri, *grundnorm*. Kelsen walaupun ia seorang Platonis, namun ia pun mengkritisi pandangan Plato sebagaimana dilihat di atas, sehingga Kelsen memiliki pandangannya sendiri dengan seorang idealis Platonis yang kritis.¹⁰⁵

Menurut John Rawls Tentang keadilan, John Rawls berpendapat bahwa perlu ada keseimbangan, kesebandingan, dan keselarasan (*harmony*) antara kepentingan pribadi dengan kepentingan bersama atau kepentingan masyarakat, termasuk di dalamnya negara. Bagaimana ukuran dan keseimbangan itu dibentuk, diperjuangkan dan diberikan itulah yang disebut dengan keadilan. Keadilan tidak dapat diberikan begitu saja, melainkan melalui perjuangan. Itulah inti dari kehidupan ini. Keadilan merupakan nilai yang tidak dapat ditawar-tawar karena hanya dengan keadilanlah ada jaminan kestabilan dan ketenteraman dalam hidup manusia. Agar tidak terjadi benturan antara kepentingan pribadi dengan kepentingan bersama atau kepentingan masyarakat itu diperlukan aturan-aturan yang dibangun secara adil pula. Disinilah hukum bertindak sebagai wasit, bukan hanya sebagai wasit yang mati hati nuraninya, melainkan wasit yang di adil. Pada masyarakat modern, hukum baru akan dapat ditaati apabila ia mampu meletakkan prinsip-prinsip keadilan.

Hukum menurut John Rawls, dalam konteks yang sedang dibahas, tidak boleh dipersepsikan sebagai wasit yang tidak memihak dan bersimpati dengan

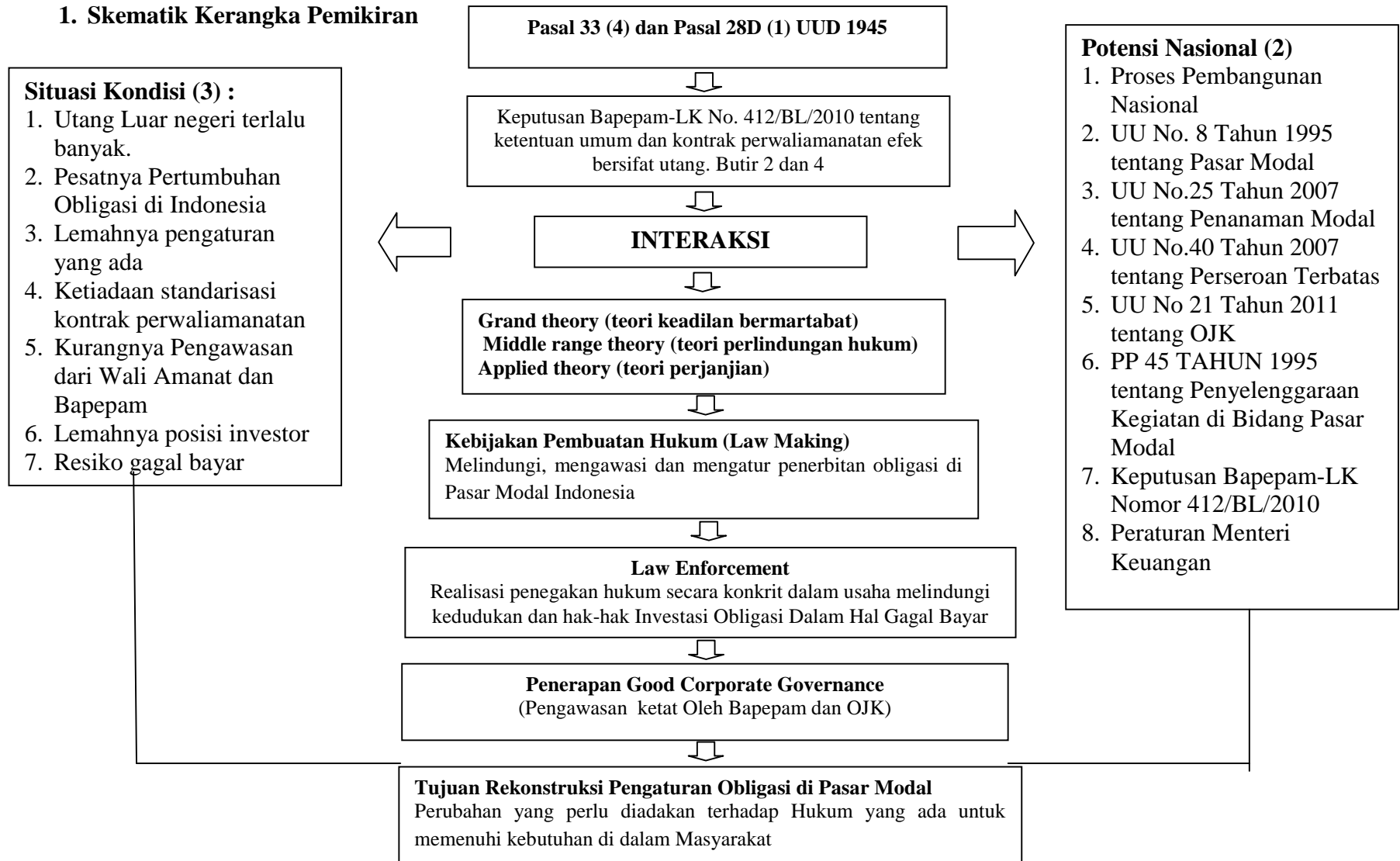
¹⁰⁵ Dominic Rato. *Op. Cit.* Halaman: 64, 70-71.

orang lain sebagaimana diajarkan oleh kaum utilitarianisme. Hal itu tidaklah cukup. Hukum haruslah menjadi hakim yang tidak netral, melainkan selalu berpihak yaitu keberpihakan pada kebenaran dan keadilan. Menurut Rawls hukum haruslah menjadi penuntun agar orang dapat mengambil posisi dengan tetap memperhatikan kepentingan individunya. Jika memang sangat diperlukan, hukum dapat pula menjadi hakim yang memihak, yaitu memihak kepada mereka yang sedang tidak memperoleh keadilan, kaum terpinggirkan. Jadi, hukum harus mampu dan berani melakukan pilihan dan keberpihakan, yaitu berpihak pada orang yang memang berhak diperlakukan dan memperoleh keadilan. Yang perlu ditekankan adalah bahwa John Rawls mengatakan bahwa hukum adalah wasit, bukanlah pemain. Sebagai wasit ia harus memihak pada kebenaran, itulah keadilan.¹⁰⁶

¹⁰⁶ Dominicus Rato. *Op. Cit.* Halaman: 71-72.

G. Kerangka Pemikiran

1. Skematik Kerangka Pemikiran



2. Penjelasan Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, dapat dipahami bahwa konsep dasar Pancasila sebagai landasan filosofis dan Pasal 33 ayat 4 serta Pasal 28 D ayat 1 Undang-Undang Dasar 1945 dapat dijadikan sebagai paradigma konstruktivisme yang sekaligus mengandung paradigma filosofis dan politis. Kemudian Pasal 52 Undang-Undang Pasar Modal dan Keputusan Bapepam-LK Nomor 412/BL/2010 tentang Ketentuan Umum dan Kontrak Perwaliamanatan Efek Bersifat Utang pada Butir 2 dan 4 menjadi sesuatu hal yang perlu direkonstruksi karena dianggap tidak memberikan kepastian hukum. Dari paradigma tersebut dapat dilihat situasi kondisi yang terjadi sekarang utang luar negeri terlalu banyak sehingga penerbitan obligasi begitu pesat karena dianggap dapat mengurangi ketergantungan terhadap asing. Akan tetapi tidak disadari bahwa pengaturan khusus mengenai obligasi belum memadai hanya bergantung kepada Undang-Undang Pasar Modal. Lemahnya pengawasan yang dilakukan oleh Wali amanat sebagai wakil investor dan Bapepam sebagai pengawas pasar modal mengakibatkan rentannya terjadi resiko gagal bayar terhadap penerbitan obligasi sehingga pihak yang paling dirugikan adalah investor. Situasi dan kondisi tersebut berinteraksi dengan potensi nasional dalam hal perencanaan pembangunan nasional yang berhubungan langsung dengan berbagai peraturan yang ada. Sehingga dianggap sangat perlu menggunakan beberapa teori untuk menganalisis dan menemukan kebijakan pembuatan hukum (*law making*) untuk melindungi, mengawasi dan mengatur penerbitan obligasi di pasar modal.

Realisasi penegakan hukum (*law enforcement*) secara konkrit dalam usaha melindungi kedudukan dan hak-hak investor obligasi dalam hal gagal bayar. Sehingga dapat diterapkan *Good Corporate Governance* yang merupakan bentuk pengawasan konkrit oleh Bapepam dan OJK. Dengan kondisi ini maka tujuannya adalah merekonstruksi pengaturan obligasi di pasar modal. Perubahan-perubahan yang dianggap perlu diadakan terhadap hukum yang ada agar memenuhi kebutuhan-kebutuhan baru di dalam kehidupan masyarakat.

H. Metode Penelitian

1. Paradigma Penelitian

Paradigma penelitian yang dilakukan yaitu paradigma konstruktivisme (interpretatif). Paradigma konstruktivisme merupakan Paradigma yang mencoba melihat bahwa kebenaran suatu realitas hukum bersifat relatif, berlaku sesuai konteks spesifik yang dinilai relevan oleh pelaku sosial. Realitas hukum merupakan realitas majemuk yang beragam, berdasarkan pengalaman sosial individual karena merupakan konstruksi mental manusia, sehingga penelitian yang dilakukan menekankan empati dan interaksi dialektik antara peneliti dan yang diteliti untuk merekonstruksi realitas hukum melalui metode kualitatif.¹⁰⁷ Paradigma ini memandang ilmu sosial sebagai analisis sistematis terhadap *socially meaningful action* melalui pengamatan langsung dan terperinci terhadap pelaku sosial dalam pola kehidupan sehari-hari yang wajar atau alamiah, agar

¹⁰⁷ Esmi Warassih, Tanpa Tahun, *Metode Penelitian Hukum*, Yayasan Dewi Sartika, Semarang, hlm. 162.

mampu memahami dan menafsirkan bagaimana para pelaku sosial yang bersangkutan menciptakan dan memelihara/mengelola dunia sosial mereka.¹⁰⁸

Diharapkan dengan model paradigma tersebut nantinya, kajian terhadap konstruksi pengaturan obligasi di pasar modal yang terdapat pada Undang-Undang Pasar Modal dan Keputusan Bapepam tentang kontrak perwalianamanatan dapat dilihat dari berbagai sudut pandang secara komprehensif, terutama dalam kaitannya dengan nilai-nilai keadilan bermartabat. Selanjutnya apabila dalam konstruksi hukum pengaturan obligasi di pasar modal tersebut tidak memenuhi nilai-nilai keadilan bermartabat, maka promovenda akan melakukan rekonstruksi hukum pengaturan obligasi di pasar modal berbasis nilai keadilan. Intinya, adanya keseimbangan hak dan kewajiban, bagian dengan kualitas, prestasi dengan kontraprestasi, kesesuaian dengan keadilan bermartabat atau ketaatan hukum, adanya kepastian hukum, perlindungan/proteksi hukum, adanya ketegasan penindakan hukum diantara emiten dan wali amanat.

2. Pendekatan Penelitian

Pendekatan penelitian adalah *juridis sosiologis*. Menurut Ronny Hanitijo Soemitro, *juridis sosiologis* artinya adalah mengidentifikasi dan mengkonsepkan hukum sebagai institusi sosial yang riil dan fungsional dalam sistem kehidupan bermasyarakat yang mempola. Pendekatan sosiologis disebut juga dengan pendekatan empiris”.¹⁰⁹ Melalui pendekatan *juridis sosiologis* dalam penelitian ini nantinya, peneliti ingin menemukan esensi keadilan dan ketertiban

¹⁰⁸Dedy N. Hidayat, *Paradigma dan Metodologi Penelitian Sosial Empirik Klasik*, Departemen Ilmu Komunikasi FISIP Universitas Indonesia, Jakarta, 2003, h.3.

¹⁰⁹ Ronny Hanitijo Soemitro, 1983, *Metode Penelitian Hukum*, Jakarta, Ghalia, hlm. 7.

hukum yang seharusnya dihadirkan dalam hukum di Indonesia yang berkaitan erat dengan masalah pengaturan obligasi di pasar modal Indonesia.

3. Jenis Penelitian

Jenis penelitian adalah *deskriptif analitis*. Jenis penelitian *deskriptif analitis* bertujuan untuk menemukan suatu pengetahuan baru yang sebelumnya belum ada dalam hal ini yang ingin ditemukan adalah kepastian hukum dan keadilan secara utuh yang selama ini dalam kaitannya pengaturan obligasi di pasar modal yang belum memenuhi rasa keadilan.

4. Sumber Data

Sumber data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Data Primer

Data primer merupakan data atau fakta-fakta yang diperoleh langsung melalui penelitian di lapangan termasuk keterangan dari responden yang berhubungan dengan objek penelitian dan praktik yang dapat dilihat serta berhubungan dengan obyek penelitian.

b. Data Sekunder

Data sekunder merupakan data yang secara tidak langsung yang memberikan bahan kajian penelitian dan bahan hukum yang berupa dokumen, arsip,

peraturan perundang-undangan dan berbagai literatur lainnya. Data sekunder ini diperoleh dari:¹¹⁰

- 1) Bahan Hukum Primer, yaitu bahan hukum yang bersifat mengikat yang terdiri dari:
 - a) Undang-Undang Dasar Negara Kesatuan Republik Indonesia Tahun 1945
 - b) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
 - c) Undang-Undang Nomor 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal
 - d) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas
 - e) Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan
 - f) Undang-Undang Nomor 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara
 - g) Keputusan Bapepam-LK Nomor 412/BL/2010
 - h) Peraturan Menteri Keuangan
 - i) Peraturan Perundang-undangan lainnya yang berhubungan dengan penelitian ini
- 2) Bahan Hukum Sekunder, yaitu bahan-bahan hukum yang memberikan penjelasan dan petunjuk terhadap bahan hukum primer, yang terdiri dari:
 - a) Berbagai literatur/buku-buku yang berhubungan dengan materi penelitian
 - b) Berbagai hasil seminar, lokakarya, simposium, dan penelitian karya ilmiah dan artikel lain yang berkaitan dengan materi penelitian

¹¹⁰ Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif, Suatu Pengantar Singkat*, Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2003, hlm. 13

- 3) Bahan Hukum Tertier, yaitu bahan hukum yang memberikan petunjuk dan penjelasan terhadap bahan hukum primer dan bahan hukum sekunder, yang terdiri dari: Kamus Hukum, Kamus Inggris-Indonesia, Kamus Umum Bahasa Indonesia, dan Ensiklopedia.

5. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang dilakukan pada penelitian ini observasi ke Bursa Efek Indonesia dan melakukan wawancara secara bebas terpimpin sesuai permasalahan disertai dengan Erwinsdy Ginting Manajer Investasi Obligasi pada Bursa Efek Indonesia. Dan mengumpulkan data melalui studi pustaka yang meliputi asas, konsep, ajaran dan teori-teori hukum serta keadilan. Baik yang tersurat maupun tersirat di dalam Pancasila (Sila kedua dan kelima), Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945 (Pasal 34 ayat 4 dan Pasal 28 D ayat 1), Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, Keputusan Bapepam tentang kontrak perwaliamanatan dan lain sebagainya.

6. Analisa Data

Pengumpulan data dilakukan meliputi data sekunder melalui catatan-catatan, koran, laporan, dan sumber-sumber lain yang berhubungan dengan penerbitan dan perdagangan obligasi di pasar modal, serta data primer yang diperoleh langsung dari wawancara narasumber. Analisis dilakukan dengan metode deskriptif analitis yang menganalisis data primer dan sekunder. Deskriptif meliputi isi dan struktur hukum positif, yaitu suatu kegiatan yang dilakukan oleh

penulis untuk menentukan isi atau makan aturan hukum yang dijadikan rujukan dalam menyelesaikan permasalahan hukum yang menjadi objek kajian.¹¹¹ Analisis data secara induktif akan digunakan sebagai cara dalam penulisan disertasi.

I. Sistematika Penulisan Disertasi

Sistematikan penulisan disertasi dibagi menjadi beberapa bab sebagai berikut: Bab I Pendahuluan, berisi latar belakang permasalahan, rumusan permasalahan, tujuan penelitian, manfaat penelitian, kerangka teori, kerangka pemikiran, dan metode penelitian. Bab II Kajian teori, berisi landasan teori, studi pustaka yang berkaitan dengan permasalahan penelitian, dan teori-teori hukum yang digunakan untuk menganalisis hasil penelitian. Bab III Pembahasan mengenai permasalahan pertama yaitu pelaksanaan pengaturan obligasi di pasar modal indonesia dengan prinsip keadilan. Bab IV Pembahasan mengenai permasalahan kedua yaitu kelemahan yang terjadi dalam pelaksanaan pengaturan obligasi di Pasar Modal Indonesia. Bab V Pembahasan permasalahan ketiga yaitu rekonstruksi pengaturan obligasi yang berbasis nilai keadilan. Bab VI Penutup, berisi kesimpulan, implikasi kajian disertasi dan saran-saran disertasi. Daftar pustaka dan lampiran.

J. Orisinalitas/Keaslian Penelitian

Berdasarkan pengetahuan dari penelusuran penulis atas hasil-hasil penelitian yang sudah ada, penelitian berkaitan dengan obligasi di pasar modal

¹¹¹ H. Zainuddin, *Kerangka, Dalil, Teoritis, Konseptual, dan Metode Penelitian*, Sinar Grafika, Jakarta, 2014, h.107.

indonesia ini tentunya sudah pernah dilakukan dalam tema dan permasalahan-permasalahan yang sama akan tetapi fokus bahasannya berbeda. Adapun hasil penelitian yang pernah ada yang berkaitan dengan obligasi di pasar modal indonesia antara lain:

Tabel 1.4 Matriks Perbandingan

No.	Judul Penelitian Terdahulu/ Penyusun	Permasalahan	Hasil Penelitian	Perbedaan dengan Disertasi Promovendus
1.	Analisis Hukum Terhadap Penerbitan Obligasi Negara Ritel (ORI) Elvira Fitriyani Pakpahan (Universitas Sumatera Utara)	Bagaimana pengaturan penerbitan obligasi negara ritel dalam ketentuan hukum surat utang negara, serta kedudukan dan perlindungan hukum bagi pemegang obligasi negara ritel. Hal ini tidak lain adalah untuk mengetahui seberapa besar jaminan serta perlindungan hukum atas investasi yang telah ditanamkan dalam bentuk obligasi tersebut.	Pengaturan penerbitan ORI dalam ketentuan hukum Surat Utang Negara menjamin keberadaan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah Republik Indonesia. Artinya pemerintah menjamin dan wajib membayar bunga dan pokok setiap SUN yang jatuh tempo. Kedudukan hukum bagi pemegang obligasi negara ritel pada dasarnya tidak jauh berbeda dengan kreditur konkuren pada perjanjian utang piutang yang tidak mempunyai hak untuk didahulukan pembayarannya dari kreditur-kreditur lainnya apabila pemerintah <i>wanprestasi</i> . Perlindungan hukum bagi pemegang obligasi negara ritel adalah berdasarkan UU SUN dan berdasarkan perjanjian pinjam meminjam uang antara pemerintah dengan investor.	Di fokuskan pada obligasi yang diterbitkan perusahaan swasta. Pelaksanaan pengaturan obligasi di pasar modal Indonesia yang berbasis nilai keadilan. Kelemahan pelaksanaan pengaturan obligasi di pasar modal Indonesia dan rekonstruksi pengaturan obligasi di pasar modal Indonesia. Penelitian ini lebih kepada penemuan applied teori baru yang dapat menjawab permasalahan yang ada akibat tidak adanya kepastian hukum pada pengaturan obligasi di pasar modal Indonesia.
2.	Tanggung Jawab Penerbit Obligasi	Bagaimana tanggung jawab penerbit obligasi dalam hal gagal bayar menurut ketentuan hukum pasar modal, akibat	Akibat hukum yang timbul dari penerbitan obligasi oleh emiten adalah kewajiban emiten untuk mengembalikan pokok pinjaman dan bunga obligasi. Kewajiban ini merupakan	Tidak sebatas membahas tanggung jawab saja, akan tetapi merekonstruksi pengaturan obligasi yang

	<p>Terhadap Investor Dalam Hal Gagal Bayar Menurut Ketentuan Hukum Pasar Modal</p> <p>Rosalina Oktavia Kamarga (Universitas Katolik Parahyangan)</p>	<p>hukum yang timbul dari penerbitan obligasi oleh pihak emiten dan pertanggung jawaban penerbit obligasi kepada investor jika terjadi gagal bayar.</p>	<p>kewajiban kontraktual yang timbul dari perjanjian penerbitan obligasi (<i>bond indenture</i>). Kewajiban tersebut harus dilaksanakan oleh emiten, karena perjanjian merupakan undang-undang bagi para pihak (Pasal 1338 ayat (1) KUH Perdata). Selain kewajiban kontraktual, akibat hukum lainnya adalah kewajiban emiten untuk melaksanakan ketentuan-ketentuan UUPM serta peraturan pelaksanaannya, antara lain kewajiban menyampaikan laporan dan keterbukaan informasi sesuai Pasal 85 UUPM, kewajiban menyampaikan laporan secara berkala kepada Bapepam (OJK) dan mengumumkan laporan tersebut kepada masyarakat sesuai Pasal 86 ayat (1) UUPM, dan kewajiban untuk menyampaikan kepada Bapepam (OJK) dan mengumumkan kepada masyarakat tentang peristiwa material yang dapat mempengaruhi harga efek. Penerbit obligasi bertanggung jawab kepada investor jika terjadi gagal bayar. Pertanggungjawaban tersebut adalah dengan tetap membayar pokok dan bunga obligasi kepada investor sesuai dengan apa yang disepakati dalam perjanjian. Sebagai bentuk pertanggungjawabannya, maka sesuai ketentuan UUPM, penerbit obligasi yang mengalami gagal bayar dapat dikenakan sanksi administratif, sanksi pidana, dan sanksi perdata</p>	<p>memberikan rasa kepastian hukum melalui kontrak perwaliamanatan.</p>
--	--	---	--	---

			<p>berdasarkan ketentuan Pasal 102 ayat (1) dan ayat (2), Pasal 103, dan Pasal 111 UUPM. Kepentingan investor diwakili oleh wali amanat sesuai ketentuan Pasal 51 ayat (2) UUPM, yang mengatakan bahwa sejak ditandatangani perjanjian perwaliamanatan antara emiten dan wali amanat, maka wali amanat telah sepakat dan mengikatkan diri untuk mewakili pemegang efek bersifat utang. Dalam hal ini, wali amanat diberi kuasa berdasarkan undang-undang untuk mewakili pemegang obligasi dalam melakukan tindakan hukum yang berkaitan dengan kepentingan pemegang obligasi tersebut, termasuk melakukan penuntutan hak-hak pemegang obligasi, baik di dalam maupun di luar pengadilan, tanpa memerlukan surat kuasa khusus dari pemegang obligasi.</p>	
3.	<p>Perlindungan Hukum Bagi Investor Pemegang Obligasi Perusahaan Yang Diterbitkan Oleh Badan</p>	<p>Bagaimana perlindungan hukum bagi investor pemegang obligasi terhadap risiko gagal bayar yang melekat pada obligasi perusahaan dan upaya hukum yang dapat ditempuh wali amanat untuk melindungi hak investor pemegang obligasi.</p>	<p>Undang-Undang No.8 Tahun 1995 dan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor 412/BL/2010 belum memberikan perlindungan hukum yang begitu kuat khususnya mengenai jaminan yang diberikan oleh emiten pada saat menerbitkan obligasi perusahaan. Upaya mediasi dan arbitrase melalui Badan Arbitrase Pasar Modal Indonesia (BAPMI) yang dilakukan wali amanat tidak sepenuhnya melindungi investor pemegang obligasi.</p>	<p>Kajian Filsafat dalam pelaksanaan pengaturan obligasi di pasar modal Indonesia berbasis nilai keadilan. Rekonstruksi pengaturan obligasi di pasar modal Indonesia.</p>

	Usaha Milik Swasta (BUMS) Terhadap Risiko Gagal Bayar Syehni Rizky Putra Abadi (Universitas Negeri Surabaya)		Undang-Undang No.8 Tahun 1995 dan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor 412/BL/2010 hendaknya mewajibkan dan mengatur lebih jelas mengenai jaminan khusus yang harus disediakan oleh emiten dalam penerbitan obligasi korporasi agar investor pemegang obligasi dapat terlindungi jika suatu saat terjadi gagal bayar obligasi perusahaan oleh emiten. Upaya hukum berupa pengajuan gugatan melalui pengadilan dan pengajuan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) hendaknya lebih diutamakan oleh wali amanat dan dapat dimasukkan dalam perjanjian perwaliamanatan.	
4.	Pelaksanaan Tanggung Jawab Wali Amanat Dalam Penerbitan Obligasi di Pasar Modal Maria Imelda Aritonang	Bagaimana pelaksanaan tanggung jawab Wali Amanat dalam penerbitan obligasi di pasar modal; dan kendala-kendala yang akan dihadapi dan bagaimana cara mengatasinya.	Kedudukan Wali Amanat berdasarkan perjanjian perwaliamanatan didasarkan pada Pasal 1317 KUH Perdata, Pasal 1 angka 30 dan Pasal 51 ayat 2 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995. Wali Amanat merupakan wakil dari pemegang obligasi, maka Wali Amanat wajib menanggung setiap kerugian yang diderita para pemegang obligasi (investor), yang diakibatkan karena kelalaian, kecerobohan, atau tindakantindakan wali amanat yang bertentangan dengan kepentingan investor. Dasar hukum pemegang obligasi untuk menuntut rugi adalah Pasal 53 UUPM. Kendala-kendala dihadapi oleh wali amanat	Fokus kepada kontrak perwaliamanatan sebagai dasar kekuatan hukum dan kepastian hukum bagi investor obligasi. Kebebasan berkontrak yang berkeadilan.