

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pada prinsipnya, perusahaan-perusahaan dapat mengakses permodalan melalui 2 (dua) cara, yaitu melalui penerbitan saham atau melalui penerbitan surat hutang.¹ Dalam prosesnya, kedua cara tersebut dapat ditempuh melalui suatu Penawaran Umum² di mana setiap pihak yang akan melakukan penawaran Efek kepada publik seperti peningkatan modal saham suatu perusahaan atau dalam hal Efek bersifat hutang berkewajiban untuk menempatkan dan mempublikasikan seluruh Informasi Material terkait dengan pihak yang melakukan Penawaran Umum berikut dengan Efek yang ditawarkan dalam suatu dokumen yang disebut dengan Prospektus. Tujuan utama dari kedua hal ini adalah perlindungan Investor dan Prospektus sebagaimana dimaksud bertujuan agar Investor dapat memperoleh gambaran akurat atas penawaran yang dilakukan dan di saat yang bersamaan, Prospektus bertujuan untuk dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan investasi.³

¹ Alan N. Rechtschaffen dan Jean-Claude Trichet, *Capital Markets, Derivatives and the Law: Evolution After Crisis*, 2nd ed., New York, Oxford University Press, 2014, hlm. 47.

² Penawaran Umum ditafsirkan dalam artinya yang sangat sempit yaitu Penawaran Umum saham atau obligasi. Masyarakat tidak mengetahui bahwa apa yang dimaksud Penawaran Umum itu sebenarnya mencakup suatu konsep yang sangat luas sekali. Konsep Penawaran Umum yang menjadi begitu luas disebabkan karena adanya istilah Efek, yang juga mempunyai potensi untuk ditafsirkan menjadi sangat luas. Efek tidak hanya merupakan instrumen berupa saham atau obligasi atau yang berkenaan dengan saham dan obligasi saja tetap merupakan konsep yang sangat luas sekali cakupannya.

³ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, St Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1990, hlm. 85.

Penawaran Umum merupakan salah satu hal penting dan tema sentral dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UUPM”). Ini karena Penawaran Umum melibatkan berbagai kepentingan serta dapat mempunyai dampak yang luas, baik terhadap perekonomian dan moneter maupun aspek-aspek lainnya dalam kehidupan masyarakat secara sangat luas. Penawaran Umum juga melibatkan pengalihan dana masyarakat, sehingga dapat menimbulkan berbagai macam akibat yang dapat menyebabkan keresahan dalam masyarakat serta kegoncangan ekonomi. Oleh karena itu pengaturan atas masalah ini menjadi perhatian utama pemerintah.⁴

Dana tersebut dibutuhkan oleh perusahaan untuk berbagai rencana kerja yang ditetapkan seperti: melakukan ekspansi, penambahan *maintenance*, pelunasan utang, dan sebagainya. Di sisi lain, bagi Investor dasar keinginan memberikan sebagian dananya kepada perusahaan dengan tujuan melipatgandakan dana yang dimilikinya melalui keuntungan yang akan diperoleh dari pernyataan modal tersebut.⁵ Banyak alasan kenapa perusahaan melakukan Penawaran Umum baik dengan menjual saham atau surat hutang kepada masyarakat. Alasan utama yang tidak mungkin disangkal adalah karena dalam Penawaran Umum, perusahaan akan menerima uang tunai dan keuntungan dari selisih nilai nominal saham dengan harga saham pada pasar perdana. Seluruh uang yang didapat merupakan uang segar (*fresh money*) yang dapat segera dimanfaatkan untuk berbagai keperluan perusahaan. Penawaran Umum juga bisa menjadi sarana peningkatan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang telah

⁴ Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Tatanusa, 2006, hlm. 20.

⁵ Irfan Iskandar, *Pengantar Hukum Pasar Modal Bidang Kustodian*, Jakarta, Djambatan, 2001, hlm. 5.

melakukan Penawaran Umum, pasar modal merupakan sarana bagi peningkatan nilai perusahaan melalui serangkaian aktivitas penciptaan nilai (*value creation*) yang ditopang oleh keterbukaan informasi secara penuh. Transparansi akan berdampak pada peningkatan harga saham. Peningkatan harga saham merupakan wujud apresiasi Investor akan kinerja perusahaan serta keyakinan akan peningkatan kinerja ke depan. Penawaran Umum juga merupakan cara untuk meningkatkan publisitas atas perusahaan. Hal ini bukan saja karena sebelum Penawaran Umum Emiten harus mengiklankan diri dengan mengeluarkan Prospektus, dan melakukan “*road show*” untuk menjual efeknya. Tetapi juga karena sebuah perusahaan melakukan Penawaran Umum akan terus terpublikasi, baik dengan adanya *quotation* secara terus-menerus atas harga Efek perusahaan di bursa, tetapi juga karena perusahaan publik akan lebih mendapatkan porsi yang belum melakukan Penawaran Umum.⁶

Perlindungan Investor menjadi isu yang sangat penting dalam pengembangan sektor keuangan, termasuk pasar modal. Perlindungan Investor menjadi begitu krusial karena seringkali terjadi eksploitasi oleh *insiders* (pengendali dan pihak manajemen atau direksi) perusahaan terhadap *outside investors* (pemegang saham publik dan kreditor). Eksploitasi yang dilakukan pihak *insiders* ini bertujuan untuk mengambil *resources* yang ada di perusahaan bagi kepentingan ekonomis pribadi *insiders* dengan *cost* yang ditanggung oleh *outside investors*. Eksploitasi ini dapat berupa penjualan aset, *output*, maupun

⁶ Hamud M. Balfas, op. cit., hlm. 21-23.

saham perusahaan kepada pihak-pihak yang terafiliasi dengan *insiders* dengan nilai penjualan di bawah harga pasar.⁷

Keterbukaan atau yang secara umum lebih dikenal dengan *disclosure*, dapat dikatakan adalah satu-satunya kewajiban dari perusahaan ketika perusahaan masuk ke dalam industri pasar modal. Karena begitu menjadi perusahaan publik maka kewajiban terpenting bagi perusahaan publik adalah untuk melakukan *disclosure*. Kewajiban ini harus dilakukan secara terus-menerus baik yang sifatnya berkala atau sewaktu-waktu. *Disclosure* juga tidak hanya menyangkut pengelolaan perusahaan tetapi juga menyangkut para pengelolanya. *Disclosure* juga mempunyai dampak yang luas, karena dia bukan hanya sesuatu yang hanya dilakukan secara sukarela oleh perusahaan, tetapi juga merupakan kewajiban yang mempunyai konsekuensi. *Disclosure* juga mencerminkan baik tidaknya industri pasar modal secara keseluruhan. Menarik tidaknya suatu pasar modal sebagai tempat berinvestasi akan berhubungan dengan baik tidaknya kewajiban *disclosure* dilakukan. *Disclosure* dengan mutu yang rendah dan diterapkan secara tidak tegas, membuat industri pasar modal suatu negara menjadi tidak menarik dan ditinggalkan oleh para pemodal. Oleh karena itu, otoritas pasar modal di mana pun selalu memperhatikan kualitas keterbukaan yang dilakukan oleh Emiten. Karena memang hanya dengan keterbukaan yang bermutu dan dapat dipertanggungjawabkan, industri pasar modal dapat berkembang dan berkompetisi dengan pasar modal lainnya.⁸

⁷ Indra Surya dan Ivan Yustiavandan, *Penerapan Good Corporate Governance Mengesampingkan Hak-Hak Istimewa Demi Kelangsungan Usaha*, Jakarta, Kencana Prenada Media Group, 2008, hlm. 43.

⁸ Hamud M. Balfas, op. cit., hlm. 14.

Keterbukaan (*disclosure*) merupakan elemen terpenting dalam sektor jasa keuangan di negara manapun. Informasi yang diberikan oleh penerbit atas suatu Efek sangatlah berkaitan dengan keputusan untuk melakukan pembelian, penyimpanan atau bahkan penjualan atas Efek tersebut. Sebagai generalisasi, kalimat “terbuka” berarti memperbolehkan atau untuk mengakibatkan sesuatu dibuat untuk diketahui oleh pihak lain, sementara “keterbukaan” berarti sesuatu yang dibuat untuk diketahui. Di atas generalisasi tersebut, hukum dan peraturan-peraturan menempatkan standar yang tinggi untuk memastikan bahwa bahwa informasi yang dibuka adalah akurat, lengkap dan tepat waktu. Sebagai tambahan atas memperbolehkan atau mengakibatkan sesuatu untuk diketahui, suatu badan atau individu dengan kewajiban untuk melakukan keterbukaan wajib:

- (i) untuk tidak membuat pernyataan palsu atau menyesatkan dalam kaitannya dengan Informasi Material, dan
- (ii) untuk tidak meyampaikan suatu Fakta Material yang apabila dilakukan dapat mengakibatkan pernyataan yang salah atau menyesatkan.

Tingkat keterbukaan yang tinggi dalam suatu pasar keuangan merupakan hal yang sangat penting, karena hal tersebut akan berdampak terhadap tingkat kepercayaan Investor. Sudah menjadi suatu hal yang berlaku umum bahwa persyaratan keterbukaan memberikan informasi yang sifatnya terpercaya dan tepat

waktu kepada para Investor.⁹ Para regulator mempersyaratkan keterbukaan untuk beberapa alasan, seperti: memperoleh informasi yang diperlukan regulator atau *self-regulatory organizations* untuk melakukan pemantauan terhadap kepatuhan hukum, peraturan-peraturan dan aturan-aturan. Badan-badan hukum dan individual dengan kewajiban untuk melakukan keterbukaan sebagaimana dimaksud dapat terkena sanksi perdata atau pidana apabila mereka gagal untuk memberikan keterbukaan yang akurat, lengkap dan tepat waktu sebagaimana dipersyaratkan dalam undang-undang dan peraturan terkait.¹⁰

Secara umum, hukum tentang sekuritas atau penerbitan suatu Efek mengatur pencegahan *fraud*, manipulasi harga Efek, dan pelanggaran-pelanggaran atas kewajiban utama serta aktivitas-aktivitas lainnya yang tidak sesuai dengan standar perlindungan untuk Investor yang bersifat (i) adil, (ii) sesuai keadaan pasar, dan (iii) sistematis.¹¹ Perusahaan-perusahaan Indonesia harus tunduk pada peraturan pasar modal apabila mereka masuk dalam kategori sebagai perusahaan publik atau penerbit. Perusahaan publik adalah perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh setidaknya 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya 3 (tiga) miliar rupiah, atau jumlah pemegang saham dan modal disetor tertentu yang diatur dalam peraturan-peraturan pemerintah. Sebagai tambahan, pada saat perusahaan melakukan Penawaran Umum, hal tersebut akan

⁹ Prinsip-prinsip utama bagi penerbit sebagaimana diatur oleh *International Organization of Securities Commission (IOSCO)* adalah “keterbukaan dilakukan secara penuh, akurat dan tepat waktu khususnya terkait dengan hasil, risiko, dan informasi-informasi lainnya yang bersifat material untuk keputusan Investor”. Sumber: Apri Sya’bani, *International Organization of Securities Commission, Objective and Principles of Securities Regulation*, Juni 2010.

¹⁰ Patrick S. Collins, *Regulation of Securities Markets, and Transaction: A Guide to the New Environment*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc, 2011, hlm. 22.

¹¹ *Ibid.*, hlm. 25.

dianggap sebagai penerbit bergantung dari ketentuan hukum pasar modal. Perusahaan publik atau penerbit (*issuer*) dipersyaratkan untuk memperoleh Pernyataan Pendaftaran sebelum pihak tersebut melakukan penawaran-penawaran dalam area pasar modal. Untuk memenuhi hal tersebut, informasi-informasi harus dibuka dan disampaikan kepada OJK dan menyediakan informasi-informasi kepada publik.¹² Pada prinsipnya, negara-negara lain juga memiliki otoritas yang didirikan khusus untuk mengawasi jasa keuangan, seperti (i) Financial Services Agency di Jepang yang bertanggung jawab antara lain untuk menjaga stabilitas sistem keuangan negara, memberikan perlindungan kepada Investor, dan menjalankan pengawasan terhadap transaksi-transaksi Efek. Namun, ada sedikit perbedaan di Jepang di mana wewenang untuk pengaturan mengenai Pernyataan Pendaftaran didelegasikan kepada biro administrasi keuangan regional (*Local Finance Bureau, LFB*) dan wewenang terkait dengan pengawasan, pemeriksaan atas instrumen-instrumen keuangan, pemeriksaan atas dokumen keterbukaan, dan setiap kegiatan yang berhubungan dengan hal-hal tersebut didelegasikan kepada Komisi Pengawasan Efek (*Securities and Exchange Surveillance Commission, SESC*),¹³ (ii) Financial Conduct Authority di Inggris yang berfokus untuk menerapkan peraturan-peraturan terhadap perusahaan yang

¹² Yozua Makes, 'Chapter 13: Indonesia', sebagaimana dikutip dalam Jeffrey Golden (ed.), *The International Capital Markets Review*, 3rd ed., London, Law Business Research Ltd, November 2013, hlm. 158-159.

¹³ *The Financial Services Agency (FSA) is responsible for, inter alia, ensuring the stability of the Japanese financial system, protecting Investors and carrying out surveillance over securities transactions. The FSA delegates powers relating to securities registration to local finance bureau (LFBs), and power relating to daily market surveillance, inspection on financial instruments firms, inspections of disclosure documents and related activities to the Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC).* Sumber: Akihiro Wani dan Reiko Omachi, 'Chapter 15: Japan', sebagaimana dikutip dalam Jeffrey Golden (ed.), *The International Capital Markets Review*, 4th ed., London, Law Business Research Ltd, November 2014, hlm. 196.

menerbitkan Efek yang dapat diperdagangkan di pasar keuangan,¹⁴ (iii) Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) di Jerman yang bertanggung jawab tidak hanya sektor pasar modal tetapi juga melakukan pengawasan terhadap perbankan, penjaminan asuransi (*insurances undertaking*) dan perdagangan Efek (*securities trading*) dalam satu atap,¹⁵ dan (iv) United States Securities and Exchange Commission di Amerika Serikat, yang bertugas untuk melindungi investor-investor, menjaga kondisi pasar yang fair, teratur dan efisien dan untuk memfasilitasi pembentukan/penggalangan dana.¹⁶ Sehingga dari hal ini dapat terlihat bagaimana peran aktif negara dalam melindungi Investor dengan pembentukan suatu badan yang memang bertugas menjaga kepentingan Investor.

Secara spesifik, penawaran atas suatu Efek surat hutang (*promissory notes*), surat berharga (*commercial paper*), saham, hutang, pernyataan hutang, unit

¹⁴ On 1 April 2013, the Financial Services Authority (FSA) was effectively replaced by two new regulators, the Prudential Regulation Authority (PRA) and the Financial Conduct Authority (FCA), which took over the majority of the FSA's functions. Separately, the Bank of England took responsibility for financial market infrastructure (including settlement systems and central clearing counterparties such as the London Clearing House) and the Financial Policy Committee (FPC) was established. The FPC is responsible for macro-prudential regulation. Rather than the supervision of individual firms (micro-prudential supervision, which is the remit of the PRA and for some firms the FCA), the FPC is charged with considering the stability and resilience of the UK financial system as a whole. The governor of the Bank of England chairs the FPC and the chief executive of both the PRA and FCA are also members of the FPC. The FCA has continued the FSA's role in relation to the regulation of the capital markets and such the UK Listing Authority (UKLA) has become a department within the FCA. As the UKLA, the FCA focuses on the regulation of companies that issue securities traded on financial markets. Sumber: Will Pearce, Jonathan Cooklin, Richard Small, Dan Hirschovits, dan Dominic Foulkes, 'Chapter 30: United Kingdom', sebagaimana dikutip dalam Jeffrey Golden (ed.), *The International Capital Markets Review*, 3rd ed., London, Law Business Research Ltd, November 2013, hlm. 373-374.

¹⁵ The Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) brings together under one roof the supervision of banks and financial services providers, insurance undertakings and securities trading. Sumber: Situs resmi BaFin, https://www.bafin.de/EN/DieBaFin/diebaфин_node_en.html (diakses 16 Juli 2018).

¹⁶ The mission of the U.S. Securities and Exchange Commission is to protect Investors, maintain fair, orderly, and efficient markets, and facilitate capital formation. The SEC oversees the key participants in the securities world, including securities exchanges, securities brokers and dealers, investment advisors, and mutual fund. Here the SEC is concerned primarily with promoting the disclosure of important market-related information, maintain fair dealing and protecting against fraud. Sumber: Situs resmi Securities Exchange Commission, <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html> (diakses 16 Juli 2018).

penyertaan dalam suatu kontrak investasi kolektif, *future contracts* yang berkaitan dengan Efek dan *derivative* dari suatu Efek dalam wilayah Indonesia, atau kepada warga negara Indonesia di luar negeri dan ditawarkan baik melalui media cetak atau bentuk lainnya kepada lebih dari 100 (seratus) orang, atau melakukan penjualan kepada lebih dari 50 (lima puluh) orang akan dikategorikan sebagai suatu Penawaran Umum.¹⁷ Dalam kaitannya dengan suatu Penawaran Umum saham atau surat hutang di Indonesia, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UUPM”) memberikan definisi suatu Penawaran Umum adalah kegiatan penawaran Efek yang dilakukan oleh Emiten untuk menjual Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur UUPM dan peraturan pelaksanaannya.¹⁸ Lebih lanjut, yang dapat melakukan Penawaran Umum hanyalah Emiten yang telah menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam (yang dalam hal ini telah berubah menjadi OJK dengan diberlakukannya Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan) untuk

¹⁷ Penjelasan Pasal 1 angka 15 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal: “Penawaran Umum dalam angka ini meliputi penawaran Efek oleh Emiten yang dilakukan dalam wilayah Republik Indonesia atau kepada warga Negara Indonesia dengan menggunakan media massa atau ditawarkan kepada lebih dari 100 (seratus) Pihak atau telah dijual kepada lebih dari 50 (lima puluh) Pihak dalam batas nilai serta batas waktu tertentu. Penawaran Efek di wilayah Republik Indonesia meliputi penawaran Efek yang dilakukan oleh Emiten dalam negeri atau asing, baik kepada pemodal Indonesia maupun asing, yang dilakukan di wilayah Republik Indonesia melalui pemenuhan Prinsip Keterbukaan. Ketentuan Penawaran Umum berlaku juga bagi Emiten dalam negeri yang melakukan Penawaran Umum di luar negeri kepada warga negara Indonesia. Hlm. ini diperlukan dalam rangka melindungi warga negara Indonesia yang melakukan Investasi dalam Efek yang ditawarkan oleh Pihak tersebut di luar wilayah Republik Indonesia. Penawaran Efek kepada lebih dari 100 (seratus) Pihak tersebut tidak dikaitkan dengan apakah penawaran tersebut diikuti dengan pembelian Efek atau tidak. Sedangkan penjualan Efek dimaksud tanpa memperhatikan apakah penjualan tersebut dilakukan melalui penawaran atau tidak. Yang dimaksud dengan “media massa dalam penjelasan angka ini adalah surat kabar, majalah, film, televisi, radio, dan media elektronik lainnya, serta surat, brosur, dan barang cetak lain yang dibagikan kepada lebih dari 100 (seratus) Pihak. Jumlah 100 (seratus) Pihak dalam penawaran Efek dan 50 (lima puluh) Pihak dalam penjualan Efek sebagaimana dimaksud dalam angka ini dapat berubah sesuai dengan perkembangan Pasar Modal. Perubahan tersebut ditetapkan lebih lanjut oleh Bapepam.”

¹⁸ Pasal 1 angka 15 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UUPM”).

menawarkan atau menjual Efek kepada masyarakat dan Pernyataan Pendaftaran tersebut telah efektif.¹⁹

Dalam praktiknya, sebelum pelaksanaan suatu Penawaran Umum di Indonesia, calon perusahaan publik atau penerbit wajib untuk mempersiapkan keterbukaan informasi untuk memperoleh pernyataan efektif dari OJK (dalam ketentuan perundang-undangan di Indonesia persetujuan atas suatu rencana Penawaran Umum diberikan oleh OJK dalam bentuk surat pernyataan efektif) dan ketentuan ini berlaku untuk pihak yang akan melakukan Penawaran Umum di wilayah Republik Indonesia dan atau kepada warga negara Republik Indonesia.²⁰ Apabila kita bandingkan hal ini dengan negara lain seperti (i) Jepang, pengaturan mengenai keterbukaan informasi ini juga diterapkan sebelum suatu perusahaan dapat menerbitkan Penawaran Umum. Sebelum suatu Penawaran Umum baik dalam bentuk ekuitas maupun hutang dapat dilakukan (*primary* atau *secondary*), perusahaan di Jepang diwajibkan untuk menyampaikan Pernyataan Pendaftaran Efek (*securities registration statement*) kepada Direktur Jenderal Biro Administrasi Keuangan Regional (*Director-General of Local Finance Bureau*) yang pada prinsipnya berisikan informasi mengenai informasi atas Efek yang

¹⁹ Pasal 70 UUPM.

²⁰ Penjelasan Pasal 1 angka 15 UUPM: “Penawaran Umum meliputi penawaran Efek oleh Emiten yang dilakukan dalam wilayah Republik Indonesia atau kepada warga negara Indonesia dengan menggunakan media massa atau ditawarkan kepada lebih dari 100 (seratus) Pihak atau telah dijual kepada lebih dari 50 (lima puluh) Pihak dalam batas nilai serta batas waktu tertentu.”

ditawarkan berikut dengan profil dari perusahaan penerbit,²¹ (ii) Inggris, kewajiban suatu perusahaan untuk melakukan keterbukaan informasi diatur dalam *Prospectus Rule* dan ketentuan ini berlaku sebelum suatu perusahaan menyanggah sebagai suatu perusahaan tercatat,²² (iii) Jerman, setiap Efek dan produk investasi

²¹ *To conduct a debt or equity offering (whether primary or secondary), a securities registration statement (SRS), mainly consisting of information about the securities being offered and about the issuer, must be filed with the director general of the LFB, unless such offering constitutes a "private placement" that is exempt from disclosure obligations (private placement exemption). Two major private placement exemptions are the small-number exemption (which may be available when solicitations are made to no more than 49 investors in Japan) and the professional investors exemption (which may be available when solicitations are made only to qualified institutional Investors (QIIs) or specified Investors defined in the FIEA. Once a company has filed the SRS with the LFB as described above, it becomes subject to on going disclosure obligations, and must file annual securities reports, semi-annual or quarterly reports and extraordinary reports with the LFB, as all listed companies in Japan must do. Sumber: Akihiro Wani dan Reiko Omachi, 'Chapter 15: Japan', sebagaimana dikutip dalam Jeffrey Golden (ed.), *The International Capital Markets Review*, 4th ed., London, Law Business Research Ltd, November 2014, hlm. 197.*

²² *A company seeking admission to the Official List will need to decide early in the process whether to seek admission to the 'premium' listing segment of the Official List or to the 'standard' listing segment. Both segments are available to UK and non-UK incorporated companies; however, a 'premium' listing will require the company to adhere to the UK's highest standards of regulation and governance. The initial documentation that the company and its advisers will need to progress will include guidelines on the publication of analysts research (if relevant) and information concerning the company and/or the IPO more generally. The research guidelines contents of any research reports from analysts and establish restriction on the dissemination of such reports in line with relevant regulatory provisions. Similarly, the publicity guidelines will seek to address the regulatory risk resulting from (i) the prohibition on communications, in the course of business, which invite or induce the engagement of investment activity (a 'financial promotion') by anyone other than a person authorized by the CFA, unless the financial promotion is either approved by such authorized person or is covered by an appropriate exemption; (ii) the requirements of the Prospectus Rules in relation to announcements or documents that could be considered an 'advertisement' under those Rules; and (iii) statement being made which differ from those made in the prospectus, which could potentially call into questions the adequacy of disclosure made in the prospectus and increase potential for claims being made by disgruntled investors, and will set out the process that must be followed before information can be released by or on behalf of the issuer (including the vetting of certain communications by the company's legal and financial advisers). Work will also commence on the key transaction documents; namely the prospectus (or admission document for an AIM IPO) and the underwriting agreement. The prospectus will contain comprehensive information on the issuer, its business and its management, and the risk of investing, each as required by the Prospectus Rule and the Financial Services and Markets Act 2000. It is the primary marketing document for the IPO, and will form the basis for an investor's decision to participate in the offering or not. It will therefore also need to contain details of the offer and its timetable. The FCA will review advanced drafts of the prospectus prior to granting its approval. It will provide comments to the advisory team during this vetting process to ensure that the document meets the requirements of the Prospectus Rules and the Listing Rules. Sumber: Pawel Szaja dan Michael Scargill, 'Initial Public Offerings 2020, United Kingdom', *Global Legal Insights*, <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/united-kingdom> (diakses 17 Juli 2019).*

lainnya tidak dapat ditawarkan ke publik tanpa adanya suatu Prospektus,²³ dan (iv) Amerika Serikat, pengaturan keterbukaan informasi keuangan adalah komponen dalam pendaftaran suatu Efek dan setiap Efek yang akan dijual wajib untuk didaftarkan terlebih dahulu. Secara umum, pendaftaran mencakup informasi-informasi tentang deskripsi tentang aset dan usaha dari perusahaan, deskripsi atas Efek yang akan ditawarkan untuk dijual, pengurus perusahaan, dan laporan-laporan keuangan yang diaudit oleh auditor independen.²⁴ Dengan melihat pada persyaratan mengenai persiapan Prospektus berikut dengan keterbukaan informasi sebelum dapat dilakukannya suatu Penawaran Umum, maka dapat disimpulkan bahwa negara-negara seperti Jepang, Jerman, Inggris, Amerika Serikat dan Indonesia menganut asas yang sama yaitu “keterbukaan informasi” yang harus disajikan dalam suatu Prospektus dan Penawaran Umum

²³ *In Germany, securities and other investment products may not be offered to the public without a prospectus; and the publication of any such prospectus requires the prior permission of BaFin. For this purpose BaFin checks whether the prospectus contains the minimum information required by law and whether it has been written in a way that is readily understandable. BaFin also ensures that the prospectus contains no contradictory statements. The prospectus requirement is intended to ensure that Investors are able to obtain sufficient information before making their investment decisions. Prospectuses are checked by a public authority before being published. This is to verify, amongst other aspects, that each prospectus contains the legally required information about the issuer and about the securities or other investment product.* Sumber: Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), ‘Offering securities and investment products’, <https://www.bafin.de/dok/8899916> (diakses 17 Juli 2019).

²⁴ *In general securities sold in the US must be registered. The registration forms companies file provide essential facts while minimizing the burden and expense of complying with the law. In general, registration forms call for: (i) description of the company’s properties and business, (ii) description of the security to be offered for sale, (iii) information about the management of the company; and (iv) financial statements certified by independent accountants. Registration statements and prospectuses become public shortly after filing with the SEC. If filed by US domestic companies, the statement are available on the EDGAR database accessible at www.sec.gov. Registration statements are subject to examination for compliance with disclosure requirements. Not all offerings of securities must be registered with the Commission. Some exemption from the registration requirement include (i) private offerings to a limited number of persons or institutions, (ii) offering of limited size, (iii) intrastate offerings, and (iv) securities of municipal, state, and federal governments.* Sumber: U.S. Securities and Exchange Commission, ‘The Laws That Govern the Securities Industry’, 1 Oktober 2013, <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html> (diakses 14 Juli 2019).

kepada publik hanya dapat dilakukan apabila Perseroan telah memperoleh persetujuan atau pernyataan efektif dari regulator pasar modal di negaranya masing-masing.

Setelah Emiten memperoleh pernyataan efektif dari OJK dan dalam kaitannya dengan pertanggungjawaban atas dana (*proceeds*) yang diterima oleh Emiten yang berasal dari suatu Penawaran Umum, maka pada dasarnya OJK sudah memiliki aturan khusus untuk kewajiban pelaporan dana hasil Penawaran Umum. Adapun peraturan yang mengatur secara khusus mengenai kewajiban pelaporan penggunaan dana hasil Penawaran Umum adalah Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 30/POJK.04/2015 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum (“**POJK 30/2015**”). Adapun kewajiban untuk menyampaikan laporan realisasi penggunaan dana hasil Penawaran Umum (“**LRPD**”) berikut dengan sanksi atas kelalaian dalam memenuhi kewajiban penyampaian LRPD adalah sebagaimana tercantum dalam:

Pasal 2 ayat (1) POJK 30/2015,

“Emiten yang telah melakukan Penawaran Umum wajib menyampaikan LRPD kepada Otoritas Jasa Keuangan sampai dengan seluruh dana hasil Penawaran Umum telah direalisasikan.”

Pasal 2 ayat (3) POJK 30/2015,

“LRPD sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dan ayat (2) wajib dibuat secara berkala setiap 6 (enam) bulan dengan tanggal laporan 30 Juni dan 30 Desember”

Pasal 6 ayat (1) POJK 30/2015,

“Perusahaan Terbuka wajib mempertanggungjawabkan realisasi penggunaan dana hasil Penawaran Umum dalam setiap RUPS tahunan sampai dengan seluruh dana hasil Penawaran Umum telah direalisasikan.”

Pasal 9 ayat (1) POJK 30/2015,

“Emiten yang akan melakukan perubahan penggunaan dana hasil Penawaran Umum saham wajib:

- a. menyampaikan rencana dan alasan perubahan penggunaan dana hasil Penawaran Umum bersamaan dengan pemberitahuan mata acara RUPS kepada Otoritas Jasa Keuangan; dan
- b. memperoleh persetujuan dari RUPS terlebih dahulu”.

Pasal 11 POJK 30/2015,

Perubahan penggunaan dana hasil Penawaran Umum sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 dan Pasal 10, mencakup:

- a. perubahan yang material dari masing-masing unsur penggunaan dana; dan/atau
- b. perubahan lokasi atas objek yang akan dibeli dari dana hasil Penawaran Umum yang memiliki dampak ekonomis.

Pasal 13 POJK 30/2015,

Dalam hal terdapat dana hasil Penawaran Umum yang belum direalisasikan, Emiten wajib:

- a. menempatkan dana tersebut dalam instrument keuangan yang aman dan likuid;

- b. mengungkapkan bentuk dan tempat di mana dana tersebut ditempatkan;
- c. mengungkapkan tingkat suku bunga atau imbal hasil yang diperoleh
- d. mengungkapkan ada atau tidaknya hubungan Afiliasi dan sifat hubungan afiliasi antara Emiten dengan pihak di mana dana tersebut ditempatkan.

Pasal 16 POJK 30/2015,

- (1) Dengan tidak mengurangi ketentuan pidana di bidang pasar modal, Otoritas Jasa Keuangan berwenang mengenakan sanksi administratif terhadap setiap pihak yang melakukan pelanggaran ketentuan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan ini termasuk pihak-pihak yang menyebabkan terjadinya pelanggaran tersebut, berupa:
 - a. peringatan tertulis;
 - b. denda yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu;
 - c. pembatasan kegiatan usaha;
 - d. pembekuan izin usaha;
 - e. pencabutan izin usaha;
 - f. pembatalan persetujuan; dan
 - g. pembatalan pendaftaran.²⁵

²⁵ Pada kurun waktu Januari hingga Maret 2011, Bapepam-LK pernah menjatuhkan sanksi denda kepada 50 Emiten. Perusahaan-perusahaan tersebut terkena sanksi lantaran telat menyerahkan laporan realisasi penggunaan dana, laporan keuangan tengah tahun, laporan tahunan, dan laporan hasil pemeringkat efek (LHPE). Salah satu emiten perkebunan, PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP) dikenakan denda Rp24 juta karena telat menyampaikan laporan realisasi penggunaan dana (Sumber: Didik Purwanto, 'Bapepam-LK denda 50 emiten senilai Rp 1,029 miliar', *Kontan*, 7 Maret 2011, <https://investasi.kontan.co.id/news/bapepam-lk-denda-50-emiten-senilai-rp-1029-miliar-1>, diakses 15 Juli 2020).

- (2) Sanksi administratif sebagaimana dimaksud pada ayat (1) huruf b, huruf c, huruf e, huruf f, atau huruf g dapat dikenakan sanksi administratif berupa peringatan tertulis sebagaimana dimaksud pada ayat (1) huruf a.
- (3) Sanksi administratif berupa denda sebagaimana dimaksud pada ayat (1) huruf b dapat dikenakan secara tersendiri atau bersama-sama dengan pengenaan sanksi administratif sebagaimana dimaksud pada ayat (1) huruf c, huruf d, huruf e, huruf f, atau huruf g.

Berdasarkan Peraturan I-H tentang Sanksi, pengenaan denda didasarkan pada lama hari keterlambatan. Peringatan Tertulis I diberikan atas keterlambatan sampai dengan 30 hari kalender. Peringatan Tertulis II dan denda Rp50.000.000,00 diberikan mulai hari ke-31 sampai dengan hari ke-60. Peringatan Tertulis III dan denda Rp150.000.000,00 diberikan mulai hari ke-61 sampai dengan hari ke-90. Suspensi dilakukan mulai hari ke-91 dan hanya akan dibuka setelah Perusahaan Tercatat menyerahkan laporan keuangan. BEI dapat mengenakan denda maksimal hingga Rp500.000.000,00 kepada pelanggar.

Tingkat kepatuhan tiap Emiten berbeda-beda. Berdasarkan pemantauan BEI atas 9 perusahaan tercatat yang disuspensi pada periode 2017-2019 misalnya, (i) PT Cakra Mineral Tbk (CKRA) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahun di 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di seluruh pasar sejak tanggal 5 Juni 2018, (ii) PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk (AISA) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahun di 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di seluruh pasar sejak tanggal 5 Juli 2018, (iii) PT Borneo Lumbung Energi & Metal Tbk (BORN) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahun di 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di seluruh pasar sejak tanggal 9 Mei 2019, (iv) PT Bakrieland Development Tbk (ELTY) belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di pasar reguler dan pasar tunai sejak 1 Juli 2019, (v) PT Sugih Energy Tbk (SUGI) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahun di 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di seluruh pasar sejak 11 Juli 2019, (vi) PT Evergreen Invesco Tbk (GREN) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahunan 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di pasar reguler dan pasar tunai sejak 19 Juni 2017, (vii) PT Golden Plantation Tbk (GOLL) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahun di 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di pasar reguler dan pasar tunai sejak 30 Januari 2019, (viii) PT Nipress Tbk (NIPS) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahunan 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga disuspensi di pasar reguler dan pasar tunai sejak 1 Juli 2019, dan (ix) PT Sigmagold Inti Perkasa Tbk (TMPI) belum menyampaikan laporan keuangan tengah tahun di 2019 dan belum melakukan pembayaran denda sehingga di-delisting pada tanggal 11 November 2019 (Sumber: Fakhri Rezy, '9 Saham Disuspensi dan Denda Rp150 Juta akibat Telat Setor Laporan Keuangan', *Okezone*, 30 Oktober 2019, <https://economy.okezone.com/read/2019/10/30/278/2123516/9-saham-disuspensi-dan-denda-rp150-juta-akibat-telat-setor-laporan-keuangan?page=1>, diakses 15 Juli 2020).

Namun dalam praktiknya dan menurut hemat Peneliti, peraturan ini sifatnya (i) hanyalah administratif yang mewajibkan Emiten untuk melaporkan penggunaan dana dalam bentuk dan isi yang ditetapkan oleh OJK, (ii) sangat menggantungkan pada kejujuran dan penerapan prinsip *good corporate governance* (GCG) Emiten dalam melakukan pelaporan dan (iii) sangatlah lemah dalam hal pengawasan serta tidak memberikan suatu mekanisme atau pranata pencegahan atas penyalahgunaan penggunaan dana hasil Penawaran Umum. Hal ini dapat secara nyata terlihat dalam hal-hal sebagai berikut:

1. Tidak adanya persyaratan yang diterapkan oleh OJK terhadap calon Emiten atau calon penerbit untuk menuangkan dan menjelaskan secara lengkap dalam Prospektus mengenai (i) objek-objek, benda-benda, atau jasa-jasa material apa saja yang akan dibeli, diperlukan, dan/atau dimanfaatkan dengan menggunakan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum serta (ii) pihak-pihak yang akan melakukan transaksi dengan Emiten dengan menggunakan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum.

Peneliti menyadari bahwa tidaklah efektif dan efisien apabila seluruh keperluan barang dan/atau jasa yang akan dibeli atau digunakan oleh calon Emiten atau calon penerbit yang berasal dari dana hasil Penawaran Umum harus dijelaskan secara satu persatu atau mendetail, namun tentunya penyebutan penggunaan dana hasil Penawaran Umum secara umum atau general juga seharusnya tidak diperbolehkan. Untuk dapat memberikan ilustrasi mengenai bagaimana pengaturan tujuan penggunaan dana dalam suatu Prospektus sebelum dapat dilakukannya suatu Penawaran Umum,

berikut adalah contoh-contoh penggunaan dana yang di-*disclose* dalam Prospektus yang diterbitkan untuk yurisdiksi Amerika Serikat, Inggris, dan Indonesia:

- a. Untuk yurisdiksi Amerika Serikat, *Realogy Holdings Corp.* bermaksud untuk melakukan penawaran penjualan 40.000.000 (empat puluh juta) saham biasa. Penerimaan bersih setelah diestimasi dengan diskon, komisi *underwriter*, dan biaya-biaya transaksi diperkirakan mencapai sekitar USD1,023 juta (USD1,177 juta apabila *underwriter* menggunakan hak opsi mereka untuk membeli saham tambahan).

Perusahaan bermaksud untuk menggunakan dana hasil Penawaran Umum untuk: (i) membayar seluruh jumlah pokok pinjaman dalam Perjanjian Pinjaman Kedua/*Second Lien Loans* sebesar USD650 juta, (ii) membeli kembali atau menebus sekitar USD64 juta jumlah pokok dari *Senior Notes* yang beredar dan USD41 juta jumlah pokok dari *Senior Toggle Notes* yang beredar, (iii) melunasi sekitar USD207 juta jumlah pokok dari Obligasi Konversi yang tidak dipegang oleh Pemegang Signifikan/*Significant Holder* setelah tanggal penutupan Penawaran Umum dengan harga setara dengan 90% jumlah pokok atau USD186 juta, (iv) membayar secara tunai sebesar USD15 juta dari Biaya Pengakhiran Perjanjian Manajemen (*Management Agreement Termination Fee*) pada tanggal 15 Januari 2013, (v) membayar secara tunai sekitar USD105 juta sesuai dengan perjanjian-perjanjian tertulis dengan Pemegang Signifikan/*Significant Holder*

(sebagian di antaranya akan digunakan untuk membayar bunga yang terutang dari Pinjaman Yang Dapat Dikonversi/*Convertible Notes*, (vi) membayar premi dan biaya-biaya sehubungan dengan pembayaran utang sebelumnya, dan (vii) membayar bunga sekitar USD59 juta, yang merupakan bunga yang terutang terhitung sejak tanggal 15 April 2012 sampai dengan tanggal perkiraan pelunasan utang.²⁶

- b. Untuk yurisdiksi Inggris, Vapiano SE. Dengan asumsi penerimaan bersih dana hasil Penawaran Umum sekitar EUR79,8 juta, sesuai dengan perkiraan penempatan seluruh Saham Baru pada kisaran harga menengah (*net proceeds*), perusahaan bermaksud menggunakan sekitar EUR69,8 juta (atau 87,5%) dari *net proceeds* untuk mendanai pertumbuhan dan ekspansi perusahaan di pasar yang telah ada maupun di pasar baru, dan untuk mengakuisisi perusahaan-perusahaan dan restoran-restoran terseleksi dan terkait (yang mencakup investasi di

²⁶ *Realogy Holdings Corp. is selling 40,000,000 shares of its common stock. The net proceeds from the sale of shares in this offering will be approximately \$1,023 million (or \$1,177 million if the underwriters exercise in full their option to purchase additional shares). After deducting estimated underwriting discounts and commissions and offering expenses, Realogy intends to use the net proceeds that they receive in this offering, along with readily available cash, (i) to prepay all of the outstanding \$650 million principal amount of the Second Lien Loans, (ii) to repurchase or redeem approximately \$64 million principal amount of outstanding 10.50% Senior Notes and \$41 million principal amount of outstanding Senior Toggle Notes, (iii) to redeem approximately \$207 million aggregate principal amount of Convertible Notes that are not held by the Significant Holders following the closing date of this offering at a redemption price equal to 90% of the principal amount thereof, or \$186 million, (iv) to pay the \$15 million cash portion of the Management Agreement Termination Fee which will be paid on January 15, 2013, (v) to pay the cash payment of approximately \$105 million pursuant to the Significant Holder letter agreements (a portion of which will be attributable to accrued interest on the Convertible Notes), (vi) to pay the prepayment premiums and fees in connection with the repayment of the foregoing indebtedness and (vii) to pay interest of approximately \$59 million, representing interest payable from April 15, 2012 through the anticipated prepayment date of the indebtedness that will be repaid. Sumber: Prospektus Realogy Holdings Corp., New York, 10 Oktober 2012, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1398987/000119312512421050/d375292d424b4.htm> (diakses 1 Desember 2019).*

lebih dari 10 restoran baru dengan jumlah nilai investasi sekitar EUR20 juta hingga semester kedua 2017). Selanjutnya, perusahaan bermaksud untuk menggunakan sekitar EUR10 juta (atau 12,5%) dari *net proceeds* untuk pembayaran pinjaman pemegang saham subordinasi yang jumlahnya mencapai sekitar EUR10 juta secara keseluruhan.²⁷

c. Untuk yurisdiksi Indonesia:

- 1) PT Buyung Poetra Sembada Tbk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham sebesar 700.000.000 (tujuh ratus juta) saham baru yang merupakan Saham Biasa Atas Nama atau sebesar 29,79% dari modal ditempatkan dan disetor setelah Penawaran Umum Perdana Saham dengan nilai nominal Rp100,00 (seratus rupiah) setiap saham, yang ditawarkan kepada masyarakat dengan Harga Penawaran Rp310,00 (tiga ratus sepuluh rupiah) setiap saham, yang harus dibayar penuh pada saat mengajukan Formulir Pemesanan Pembelian Saham. Nilai saham yang ditawarkan dalam Penawaran Umum Perdana Saham secara keseluruhan adalah sebesar Rp217.000.000.000,00 (dua ratus tujuh belas miliar

²⁷ Assuming net proceeds of approximately €79.8 million, corresponding to the placement of all New Shares at the mid-point of the Price Range (the “**Net Proceeds**”), Vapiano intends to use approximately €69.8 million (or 87.5%) of the Net Proceeds to fund their growth and expansion in existing and new markets and for selective acquisitions of associated companies and Restaurants, which includes investments in more than ten new Restaurants in the amount of approximately €20 million through the second hlm.f of 2017. Furthermore, as described above, we intend to use approximately €10 million (or 12.5%) of the net proceeds for the repayment of subordinated shareholder loans to the tune of approximately €10 million in the aggregate. Sumber: Prospektus Vapiano S.E., Bonn, Germany, 14 Juni 2017, hlm. 120, <https://boersengefluester.de/wp-content/uploads/assets/annuals/2016/A0WMNK.pdf> (diakses 1 Desember 2019).

rupiah). Penggunaan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum akan dialokasikan seluruhnya untuk modal kerja Perseroan. Modal kerja ini akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional Perseroan, antara lain biaya pembelian bahan baku padi dan beras dan bahan penunjang produksi, biaya produksi beras, biaya umum dan administrasi, biaya penjualan, dan pembayaran utang usaha.

- 2) PT Sariguna Primatirta Tbk melakukan Penawaran Umum sejumlah 450.000.000 (empat ratus lima puluh juta) saham atau 20,45% (dua puluh koma empat puluh lima persen) dari total modal ditempatkan dan disetor setelah Penawaran Umum Perdana Saham yang merupakan saham baru dengan nilai nominal Rp100,00 (seratus rupiah) setiap saham yang ditawarkan kepada masyarakat dengan harga penawaran Rp115,00 (seratus lima belas rupiah) setiap saham, yang harus dibayar penuh pada saat mengajukan Formulir Pemesanan Pembelian Saham, sehingga seluruhnya berjumlah sebesar Rp51.750.000.000,00 (lima puluh satu milyar tujuh ratus lima puluh juta rupiah). Dana hasil dari Penawaran Umum perdana yang akan diterima oleh Perseroan, setelah dikurangi seluruh biaya-biaya emisi yang berhubungan dengan Penawaran Umum akan digunakan sekitar 95% untuk pembelian mesin dan peralatan untuk menunjang kegiatan produksi dan operasional dan sisanya sekitar 5% akan digunakan untuk

modal kerja, membiayai penggunaan bahan baku bijih plastik PET yang akan meningkat pesat seiring dengan pengoperasian mesin-mesin baru tersebut.

Apabila kita lihat dari contoh-contoh Prospektus sebagaimana diuraikan di atas, khususnya untuk yurisdiksi selain Indonesia, maka dapat dilihat Informasi Material mengenai tujuan penggunaan dana, di-*disclose* sedemikian rupa (walaupun tidak secara mendetail) dalam bentuk presentase dan angka dalam bentuk uang yang bertujuan untuk memberikan informasi yang cukup dan akurat kepada Investor mengenai tujuan penggunaan dana berikut dengan besarnya dalam suatu jumlah tertentu.

Menurut penilaian Peneliti, keterbukaan mengenai tujuan penggunaan dana hasil Penawaran Umum khususnya di Indonesia sebagaimana diuraikan dalam prospektus-prospektus di atas tidak memberikan suatu kepastian alokasi penggunaan dan tujuan pemanfaatan dan pengeluaran uang. Hal ini juga menimbulkan keadaan yang sangat rentan untuk dilakukannya penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum dikarenakan tujuan penggunaan dana tidak memberikan gambaran dan komitmen yang pasti. Terlebih, apabila ada kecurigaan penyimpangan atas penggunaan dana hasil Penawaran Umum sebagaimana dimaksud dan OJK melakukan pemeriksaan, Emiten dapat beragumentasi dengan sederhana bahwa Emiten tidak pernah melakukan pelanggaran dikarenakan informasi yang disajikan dalam Prospektus bersifat sangat umum atau *general*.

2. Tidak adanya kewajiban atau persyaratan yang diterapkan oleh OJK untuk membuka dan menempatkan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum ke dalam suatu rekening bank atas nama Emiten yang terpisah (*segregated account*) dari rekening operasional yang disertai dengan instrumen yang (i) dapat mencegah terjadinya penyalahgunaan dan (ii) mewajibkan adanya pelaporan yang bersifat rutin atas dana yang telah dimanfaatkan atau tidak dimanfaatkan.

Ketiadaan *segregated account* sebagaimana dimaksud, akan mengakibatkan bercampurnya dana yang diperoleh dari Penawaran Umum dengan dana operasional sehari-hari Emiten yang memang sudah dimiliki oleh Emiten sebelum dilakukannya Penawaran Umum. Lebih lanjut, ketiadaan *segregated account* akan menyulitkan OJK dan tentunya Investor, untuk melakukan pemeriksaan dan pengawasan atas dana hasil Penawaran Umum yang telah diterima oleh Emiten. Dalam praktiknya, dana yang diperoleh Emiten dari Penawaran Umum akan ditempatkan sementara waktu dalam rekening pihak penjamin emisi Efek sampai dengan seluruh target perolehan dana terkumpul dan setelah target perolehan dana terkumpul, akan diteruskan ke rekening bank milik Emiten. Yang menjadi pertanyaan dengan hal ini adalah bagaimana OJK dapat melakukan pengawasan atau pemeriksaan atas penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum apabila dalam POJK 30/2015 tidak mengatur mengenai penempatan dana hasil Penawaran Umum dalam satu rekening terpisah dari rekening operasional Emiten. Dari sini dapat pula terlihat dengan jelas bahwa, OJK

memberikan kebebasan bagi Emiten untuk membuka rekening bank dan menempatkan dananya tersebut pada satu atau lebih beberapa rekening bank atas nama Emiten. Tentunya, dengan diberikannya kebebasan ini kepada Emiten yang secara bersamaan, **tidak disertai dengan adanya kewajiban dari OJK** untuk melakukan pemantauan dan pengawasan atas rekening Emiten tersebut secara aktif dan rutin serta tidak adanya instrumen yang (i) dapat mencegah terjadinya penyalahgunaan dan (ii) mewajibkan adanya pelaporan yang bersifat rutin atas dana yang telah dimanfaatkan atau tidak dimanfaatkan, maka aliran dana masuk dan keluar dari rekening Emiten tersebut dapat bergerak sangat bebas. Di sini, OJK terlihat lepas tangan dan sangat menggantungkan pada kejujuran dan penerapan prinsip *good corporate governance* Emiten, yang mana hal ini menurut hemat Peneliti tidak boleh dilakukan dengan mengingat OJK adalah lembaga independen yang mempunyai fungsi, tugas, dan wewenang pengaturan, pengawasan, pemeriksaan, dan penyidikan sebagaimana diatur dalam Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan yang salah satu tujuannya adalah memberikan perlindungan Investor. Lebih lanjut, kondisi ini semakin diperparah pula dengan kesulitan dari pihak Otoritas Jasa Keuangan sendiri dalam menangani dugaan pelanggaran di bidang pasar modal.²⁸

²⁸ Fuad Rahmany, mantan Kepala Bapepam-LK, mengaku sulit menangani dugaan pelanggaran di bidang pasar modal. Hal ini diungkapkan Fuad Rahmany dalam acara '33 Tahun Diaktifkannya Kembali Pasar Modal Indonesia' di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 11 Agustus 2010. Fuad Rahmany menyatakan setiap kasus pelanggaran pasar modal tidak bisa ditangani dengan cepat. Waktu yang dibutuhkan untuk proses pemeriksaan hingga penyidikan butuh waktu lama. Makin bertambah panjang waktu yang digunakan apabila pihak-pihak yang dipanggil tidak

Dalam kaitannya dengan pemantauan dan pengawasan oleh otoritas pasar modal atas dana hasil Penawaran Umum, Peneliti coba lakukan sedikit perbandingan dengan metode pengawasan yang diterapkan di negara lain seperti Amerika Serikat dan Inggris. Dari riset yang Peneliti lakukan, baik Amerika Serikat dan Inggris, keduanya tidak memiliki pengaturan mengenai kewajiban baik untuk SEC ataupun FCA untuk secara khusus melakukan pemantauan dan pengawasan atas dana hasil Penawaran Umum. Hal ini pada dasarnya menyerupai dengan apa yang ada di Indonesia, di mana tidak ada kewajiban khusus yang dibebankan kepada SEC ataupun FCA untuk melakukan pengawasan dan pemantauan atas dana hasil Penawaran Umum. Baik Amerika Serikat²⁹ maupun Inggris,³⁰ lebih condong kepada model atau

kooperatif untuk diperiksa. Apalagi Bapepam tidak memiliki upaya paksa untuk memanggil pihak tersebut. Sumber: HukumOnline, 'Bapepam Sulit Urai Pelanggaran Pasar Modal', 12 Agustus 2010, <http://www.hukumonline.com/berita/baca/1t4c6382fd7d14a/bapepam-sulit-urai-pelanggaran-pasar-modal> (diakses 14 Desember 2019).

²⁹ *After the IPO, US or non-US company will be subject to strict SEC reporting time lines for quarterly and annual reporting, It will also be required to file current reports on Form 8-K after the occurrence of certain specified material event within four business days of the occurrence of the event. Many private companies are unaccustomed to formal accounting closes for interim reporting periods and the strict reporting time lines for both quarterly and annual periods. In anticipation of going public, the following are some actions that the company should take in advance of the IPO: (i) evaluate the current financial close process in light of post -IPO requirements and consider early implementation of an accelerated close time line that will be required of an SEC issuer, including the gathering of disclosure information for notes to the financial statements. Reducing the financial close cycle time will most likely involve changes in process, IT systems and possibly resources. The transition to an established process can take time, but it is imperative that these modifications be in place before the first Form 10-Q or Form10-K is required, (ii) evaluate the finance and accounting departments organizational structure and skill sets of key personnel in light of post-IPO reporting requirements and identify gaps. Gaps can be filled by recruiting additional staff and providing training for current personel, (iii) draft an accounting policy manual. Many private companies have informal policies and procedures, but public companies should have documented accounting policies as a component of their internal control environment.* Sumber: New York Stock Exchange (NYSE), 'IPO Guide', 2nd ed., Caxton Business & Legal Inc, 2013, hlm. 23, https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf (diakses 10 Juni 2020).

³⁰ *A company will be required to publish annual and semi-annual reports including consolidated financial information for the relevant period, together with an accompanying review of the company's businee for that period, within four months and two months respectively of the end of the relevant financial period. Tha annual financial information must be audited. The semi-*

pakem *self disclosure* atas dana hasil Penawaran Umum yang diterapkan dalam bentuk pelaporan-pelaporan rutin yang sifatnya berkala baik bulanan, tahunan maupun insidental. Walaupun negara seperti Amerika Serikat dan Inggris pada dasarnya memiliki *pattern* yang sama dengan Indonesia dalam kaitannya dengan pengawasan dana hasil Penawaran Umum di mana SEC dan FAC tidak dibebankan dengan suatu kewajiban untuk melakukan pemantauan dan pengawasan atas dana hasil Penawaran Umum, serta bagaimana kedua negara tersebut juga memiliki *pattern* yang sama dalam hal keterbukaan yaitu, *self disclosure*. Namun terdapat suatu perbedaan menarik apabila dibandingkan dengan Indonesia. SEC mewajibkan instrumen independensi lebih kuat dan lebih dalam untuk struktur atau organisasi perusahaan sebagai upaya pencegahan *fraud*. Perusahaan Amerika baik yang tercatat di *New York Stock Exchange* ataupun *Nasdaq* secara umum diwajibkan untuk memiliki susunan anggota direksi, yang mana keseluruhannya adalah direktur independen dan serta terdapat protocol dan perlindungan terhadap karyawan-karyawan yang melakukan “*whistle blowing*”. Selain persyaratan mengenai direktur independen sebagaimana dimaksud, perusahaan diwajibkan pula untuk memiliki komite audit dengan komposisi tiga atau lebih direktur independen serta diwajibkan

annual financial information need not to be audited. As well as report on the company's business for the period, certain information is required, including information on the risks and uncertainties facing the business. The reports are also required to include responsibility statements from the relevant directors of the issuer, for the example the Chief Financial Officer. A company is also required to publish an interim management statement twice a year, between its annual and semi-annual reports, This is not required to include any financial information but should include an update on the group's business and financial position in the period. Sumber: London Stock Exchange, 'A Guide to listing on the London Stock Exchange', White Page Ltd in association with London Stock Exchange, November 2010, <https://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf> (diakses 10 Juni 2020).

pula untuk memiliki komite yang bertanggung jawab atas kompensasi, nominasi, dan *corporate governance*, yang mana keseluruhannya dibawah oleh direktur independen. Setidaknya satu dari masing-masing posisi direksi untuk setiap komite sebagaimana dimaksud pada saat *listing* harus bersifat independen dan untuk selanjutnya, diikuti dengan komposisi mayoritas sebagaimana dipersyaratkan dalam jangka waktu 90 hari setelah *listing* dan secara keseluruhan untuk komite-komite sebagaimana dimaksud beikut dengan persyaratan mayoritas direktur independen dalam jangka waktu 12 bulan setelah *listing*.³¹ Sementara itu di negara Inggris, upaya pencegahan dan perlindungan dini terhadap Investor dilakukan dengan menggunakan metode verifikasi dan pembuktian pada saat sebelum dilakukannya suatu Penawaran Umum. Metode yang dilakukan adalah dengan melakukan verifikasi langsung kepada perusahaan atas Prospektus yang akan diterbitkan dengan meminta dokumen bukti (*underlying documents*) untuk hal-hal yang sifatnya material dalam Prospektus dan hasil dari verifikasi tersebut akan kemudian didokumentasikan secara resmi dan ditandatangani

³¹ A US company listed on either the NYSE or Nasdaq is generally required to have a board of directors comprising a majority of independent directors, an audit committee composed of three or more directors, all of whom must be independent, and compensation and corporate governance and nominating committees, both of which are composed solely of independent directors. In connection with its IPO and listing, a company may employ a phased-in schedule to meet the board and committee independence requirements. At least one director on each of the required committees at the time of listing must be independent, subsequently followed by a majority of independent directors on each requisite committee within 90 days after listing and fully independent committees and a majority of independent members of the board of directors within 12 months after listing. Sumber: Lexology, 'IPO Guide', <https://gettingthedealthrough.com/area/78/jurisdiction/23/initial-public-offerings-2018-united-states/> (diakses 14 Juli 2018).

oleh direksi perusahaan yang bersangkutan³², yang mana hal ini tidak diberlakukan baik di Amerika Serikat maupun di Indonesia.

Apabila kita melihat dan memperhatikan kasus-kasus dalam bidang pasar modal³³ yang terjadi di Indonesia khususnya yang berkaitan dengan dana Investor

³² *The company and all of its directors, including those being appointed as part of the IPO and identified in the prospectus or admission document, are responsible for the contents of the prospectus or admission document and could therefore have liability if it fails to meet the applicable contents standards. The general obligation is that the document contains information necessary to enable investors to make an informed assessment of the assets and liabilities, financial position, profits and losses and prospects of the company and the rights attaching to the shares being listed. If this standard is not met, the company and its directors may be liable to compensate investors who relied on the prospectus or admission document and suffered loss as a result. Those persons responsible could also face criminal sanctions if the document is false or misleading as a result of their dishonesty or recklessness.*

In order to protect against any such civil or criminal liability, a thorough legal and financial due diligence exercise will be conducted, as referred to above. In addition, in the UK it is usual practice to carry out a verification process on the prospectus or admission document. This involves checking that each statement contained therein is corroborated by reference to underlying independent documentation. The exercise is typically managed by the company's legal advisers, who will liaise with the company's directors and other nominated officers. It has become increasingly common for this exercise to be limited to key/material disclosures, as the historic 'line-by-line' verification process is considered to involve disproportionate time and cost. The results of the verification process will be documented in formal notes that are signed by the directors of the company. This differs from US practice where no such formal verification process is recorded. Sumber: Pawel Szaja dan Michael Scargill, 'Initial Public Offerings, United Kingdom', *Global Legal Insights*, <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/united-kingdom> (diakses 17 Juli 2019).

³³ Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK), Nurhaida, dalam penutupan perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia di Jakarta pada tanggal 30 Desember 2011 menyampaikan bahwa sepanjang 2011 Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) memeriksa 178 kasus dugaan pelanggaran di bidang pasar modal, ditambah penyidikan pada 12 kasus dugaan tindak pidana di bidang pasar modal. Kedua tindakan dilakukan berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, khususnya Pasal 100 dan 101. Dari 178 kasus yang diperiksa, 59 kasus telah selesai proses pemeriksaannya dan telah dikenakan sanksi oleh Bapepam-LK, yaitu sanksi administratif atau perintah untuk melakukan tindakan tertentu kepada pihak-pihak yang melakukan pelanggaran. Kemudian 4 kasus ditutup karena tidak ditemukan adanya pelanggaran terhadap peraturan di bidang pasar modal. Lalu sebanyak 81 kasus telah selesai proses pemeriksaannya namun masih menunggu proses penerapan sanksi dan proses lebih lanjut, sedangkan 34 kasus masih dalam proses pemeriksaan. Kasus-kasus dugaan pelanggaran pasar modal yang ditangani oleh Bapepam-LK adalah kasus-kasus yang berkaitan dengan keterbukaan Emiten atau Perusahaan Publik, perdagangan Efek dan pengelolaan investasi. Kasus-kasus yang berkaitan dengan keterbukaan Emiten atau Perusahaan Publik antara lain: dugaan pelanggaran atas ketentuan transaksi yang mengandung benturan kepentingan, transaksi material, keterbukaan pemegang saham tertentu, Informasi atau Fakta Material yang harus segera diumumkan kepada publik, lalu penyajian laporan keuangan serta penggunaan dana hasil Penawaran Umum. Sumber: HukumOnline, '2011, Bapepam-LK Periksa Ratusan Pelanggaran', 1 Januari 2012, <https://www.hukumonline.com/berita/baca/lt4effb5e34c0bf/2011-bapepamlk-periksa-ratusan-pelanggaran/> (diakses 14 Desember 2019).

ditambah dengan keadaan sebagaimana diuraikan di atas, maka dapat ditarik satu kesimpulan bahwa otoritas atau penegak hukum di Indonesia selalu terlambat atau baru akan bertindak melakukan pemeriksaan, penyelidikan, dan penyidikan setelah terjadinya tindakan kejahatan atau setelah adanya pelaporan dari Investor.³⁴ Hal ini terbukti dengan terjadinya pelanggaran berupa penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum yang dilakukan oleh beberapa Emiten,³⁵ yang antara lain: PT Asia Inti Selera, Tbk, PT Jaya Pari Steel Corp Ltd Tbk,³⁶ PT Katarina

³⁴ Salah satu anggota Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal, Indra Safitri menilai bahwa kasus-kasus yang telah diselesaikan oleh Bapepam-LK hanya merupakan kasus-kasus kecil yang penegakan hukumnya hanya sebatas administrasi. Padahal di balik itu banyak kasus-kasus besar yang belum diselesaikan oleh Bapepam-LK. “Salah satu contohnya ya kasus Bank Century. Sampai saat ini yang belum ada penyelesaiannya,” sebutnya. Seharusnya Bapepam-LK bisa masuk, tetapi laporan terakhir BPK malah mengatakan bahwa lembaga itu tidak bisa mengaudit untuk menghasilkan kesimpulan lengkap dan tidak bisa masuk ke dalam data-data nasabah yang ada di Bank Century khususnya nasabah PT Antaboga Delta Sekuritas karena berpijak pada undang-undang. Menurut Indra Safitri, sejauh ini fungsi Bapepam-LK hanya sebagai regulator dan sifatnya reaktif, hanya bereaksi ketika ditemukan adanya kasus menyangkut pasar modal dan lembaga keuangan. Padahal undang-undang yang telah disediakan sudah cukup untuk menjadi dasar hukum bagi Bapepam-LK untuk melaksanakan penegakan hukum. “Jangan menyalahkan undang-undang yang kurang mengakomodir atau kurang lengkap sehingga harus direvisi. Bapepam kan bisa kerja sama dengan kepolisian dan penegak hukum lainnya. Ya seharusnya begitu,” tegasnya. HukumOnline, ‘2011, Bapepam-LK Periksa Ratusan Pelanggaran’, 1 Januari 2012, <https://www.hukumonline.com/berita/baca/lt4effb5e34c0bf/2011-bapepamlk-periksa-ratusan-pelanggaran/> (diakses 14 Desember 2019).

³⁵ Bapepam mengenakan sanksi kepada PT Manly Unitama Finance Tbk (MUF) dan PT Hanson Industri Utama Tbk (HIU). Kepada MUF diberikan sanksi administratif berupa denda sebesar Rp107 juta karena Bapepam menilai MUF telah terlambat melakukan penyampaian informasi penting mengenai perubahan penggunaan dana hasil emisi kepada Bapepam dan publik selama 107 hari. Dengan keterlambatan itu, MUF telah melanggar Peraturan Nomor X.K.4 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Penawaran Umum. Selain denda, MUF juga dikenakan sanksi administratif berupa peringatan tertulis dan perintah tertentu kepada manajemen MUF untuk membayar ke kas negara uang sebesar Rp250 juta. Sementara HIU dikenakan denda sebesar Rp500 juta serta perintah untuk menanggung seluruh biaya registrasi saham HIU yang dimiliki oleh pemegang saham publik yang tidak mempunyai benturan kepentingan dalam rangka implementasi perdagangan saham tanpa warkat (*scripless trading*). Sanksi itu diberikan Bapepam karena HIU dinilai telah melakukan transaksi yang mengandung benturan kepentingan yang dilarang oleh Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Tertentu. Sumber: HukumOnline, ‘Lakukan Pelanggaran, Dua Emiten Dikenakan Sanksi oleh Bapepam’, 1 Desember 2000, <https://www.hukumonline.com/berita/baca/hol1341/lakukan-pelanggarandua-emiten-dikenakan-sanksi-oleh-bapepam/> (diakses 8 Juli 2019).

³⁶ Bapepam mengumumkan hasil pemeriksaan terhadap enam Emiten dan tujuh Perusahaan Efek di mana tiga di antaranya bertindak sebagai Manajer Investasi. Enam Emiten yang dimaksud antara lain: PT Asuransi Ramayana Tbk, PT Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk, PT Asia Inti Selera Tbk, PT Jaya Pari Steel Corp. Ltd. Tbk, PT Myohdotcom Indonesia Tbk dan PT Bumi

Utama Tbk,³⁷ PT Sekawan Intipratama Tbk,³⁸ dan beberapa Emiten lainnya yang tidak dapat diteliti karena tertutupnya akses dan informasi mengenai pelanggaran pasar modal dalam kaitannya dengan penggunaan dana hasil Penawaran Umum Perdana Saham sehingga cukup besar ide Penelitian disertasi ini berkaitan dengan pengalaman kerja Peneliti sebagai *corporate lawyer* yang berfokus dalam bidang pasar modal. Adapun melalui contoh-contoh pelanggaran penggunaan dana hasil Penawaran Umum di atas terjadi dikarenakan tidak adanya suatu pranata hukum

Resources Tbk. “Sentilan” paling keras dilakukan Bapepam terhadap dua Emiten, masing-masing PT Asia Inti Selera Tbk dan PT Jaya Pari Steel Corp. Ltd. Tbk. Keduanya diwajibkan membayar denda sebesar Rp500 juta karena telah melanggar Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Transaksi Afiliasi dan Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu. Dalam kasus PT Asia Inti Selera Tbk, perusahaan juga dinilai telah melanggar Peraturan Nomor X.K.4 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum. Sumber: HukumOnline, ‘Enam Emiten Nakal “Disentil” Bapepam’, 19 Juni 2002, <https://www.hukumonline.com/berita/baca/hol5813/enam-emiten-nakal-disentil-bapepam> (diakses 14 Desember 2019).

³⁷ Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan masih melakukan pemeriksaan terhadap adanya dugaan penyelewengan dana Penawaran Umum Saham Perdana yang dilakukan PT Katarina Utama Tbk (RINA). Menurut Kepala Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam-LK, Sardjito, manajemen perusahaan di bidang jasa penyewaan menara tersebut diduga melakukan penyelewengan atas dana IPO 2009 sebesar Rp33,6 miliar. Dari dana hasil penawaran umum saham perdana sebesar Rp33,6 miliar—yang seharusnya akan digunakan untuk membeli peralatan, modal kerja, serta menambah kantor cabang—hanya direalisasikan sebesar Rp4 miliar–Rp5 miliar, sehingga besar kemungkinan telah terjadi penyelewengan dana publik sebesar Rp28 miliar–Rp29 miliar. Selain itu, perusahaan diduga telah memanipulasi laporan keuangan audit tahun 2009 dengan memasukkan sejumlah piutang fiktif guna memperbesar nilai aset perseroan. Dalam laporan keuangan audit tahun 2009 tersebut, perseroan mencantumkan adanya piutang dari PT Media Intertel Graha (MIG) sebesar Rp8,606 miliar dan mencantumkan pemasukan pendapatan dari MIG sebesar Rp6,773 miliar. Sumber: OkezoneFinance, ‘Bapepam-LK Periksa Katarina Utama’, 4 Januari 2011, <https://economy.okezone.com/read/2011/01/04/278/410110/bapepam-lk-periksa-katarina-utama> (diakses 14 Desember 2019).

³⁸ Per Juli 2014, PT Sekawan Intipratama Tbk (SIAP) telah berhasil melakukan Penawaran Umum Perdana Terbatas (*rights issue*) sejumlah Rp4.800.000.000.000,00 (empat triliun delapan ratus milyar rupiah). Dalam prospektus, disebutkan bahwa sebanyak Rp4,67 triliun atau 99,84% dana *hasil rights issue* akan digunakan untuk melunasi akuisisi RITS Ventures Limited yang menguasai secara tidak langsung 66,50% kepemilikan saham PT Indo Wana Bara Mining Coal yang memiliki Izin Usaha Pertambangan Operasi Produksi seluas 5.000 hektar di Kutai Barat, Kalimantan Timur, dan direncanakan beroperasi komersial mulai Agustus 2014, dengan jumlah cadangan batu bara berdasarkan evaluasi laporan cadangan batu bara yang dilakukan oleh Lembaga Afiliasi Penelitian dan Industri Institut Teknologi Bandung (LAPI-ITB) tertanggal 25 September 2013 sebesar 288,15 juta ton. Namun demikian, hingga Juli 2019, PT Indo Wana Bara Mining Coal masih belum memulai produksi. Sumber: Ihya Ulum Aldin dan Safrezi Fitra (ed.), ‘Rencana Bisnis Tak Jalan, Saham Sekawan Intipratama Dihapus dari Bursa’, *KataData.co.id*, 16 Juni 2019, <https://katadata.co.id/berita/2019/06/16/rencana-bisnis-tak-jalan-saham-sekawan-intipratama-dihapus-dari-bursa> (diakses 4 Juni 2020).

untuk melakukan pencegahan atau tindakan preventif yang diterapkan OJK terhadap penyalahgunaan dana yang diperoleh Emiten dari Penawaran Umum.

Keadaan ini kemudian ditambah pula dengan dengan hal-hal sebagai berikut:

- a. tidak adanya inisiatif dan tidak adanya satu departemen atau divisi di bawah OJK yang secara khusus berkewajiban untuk secara aktif dan rutin melakukan pemantauan dan pengawasan dana hasil Penawaran Umum;
- b. tidak adanya suatu peraturan pada level perundang-undangan atau pada tingkatan di bawahnya yang justru mengatur kewajiban bagi OJK untuk memberikan perlindungan terhadap Investor yang menanamkan dananya dalam suatu Penawaran Umum; dan
- c. birokrasi dalam struktur internal OJK yang berlapis yang mengakibatkan setiap adanya kasus penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum menjadi sudah sangat terlambat untuk ditangani.

Selain dari pelanggaran yang dilakukan oleh emiten-emiten Indonesia sebagaimana disebutkan di atas, pelanggaran mengenai penggunaan dana hasil Penawaran Umum juga terjadi di beberapa negara, seperti contoh di Amerika Serikat. Berdasarkan *press release* yang dipublikasikan oleh *Securities Exchange Commission* pada tanggal 23 April 2012 (*'SEC Charges Chinese Company and Executives With Lying About Asset Values and Use of IPO Proceeds'*), SinoTech Energy Limited ("**SinoTech**") yang merupakan perusahaan jasa pengeboran minyak dikenakan melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (*initial public offering*) pada bulan November 2010. Dalam prospektus yang disajikan oleh SinoTech disebutkan bahwa dana yang diterima dari Investor yang berasal dari

Penawaran Umum sejumlah USD120,000,000 (seratus dua puluh juta dolar Amerika Serikat) akan digunakan untuk keperluan pembelian *lateral hydraulic drilling* (LHD) yang merupakan mesin pengebor yang sangat vital untuk kinerja SinoTech sebagai perusahaan jasa pengeboran. Namun dari hasil pemeriksaan yang dilakukan *Securities Exchange Commission* (SEC) atas dokumen pembelian *lateral hydraulic drilling* (LHD) dan dokumen pendukung lainnya, ditemukan bahwa SinoTech melakukan pembelian atas LHD yang jumlahnya jauh di bawah apa yang disajikan dalam Prospektus dan juga melakukan penggelembungan harga satuan unit LHD tersebut. Dalam informasi yang disampaikan oleh SinoTech atas penggunaan dana hasil Penawaran Umum kepada SEC disebutkan bahwa perusahaan telah menggunakan dana sebesar USD94,000,000 untuk melakukan pembelian 16 unit LHD. Namun dalam faktanya diketahui bahwa, SinoTech hanya melakukan pembelian LHD sebanyak 11 unit dengan harga dibawah USD17,000,000. Selain hal tersebut, SinoTech secara rutin mengelabui dan menyesatkan Investor terkait dengan nilai peralatan dalam *press release*-nya dan dokumen pelaporan yang disampaikan kepada SEC selama periode bulan Desember 2010 sampai dengan November 2011. Tidak berhenti di situ, SEC juga membuktikan bahwa direksi dari SinoTech telah melakukan pengambilan uang dana hasil Penawaran Umum yang ditempatkan di 1 (satu) rekening bank pada musim panas tahun 2011 dengan jumlah sebesar USD40,000,000, yang mana atas pengambilan dana tersebut tidak pernah tercatat dalam buku dan laporan keuangan.³⁹

³⁹ U.S. Securities and Exchange Commission, 'SEC Charges Chinese Company and

Kasus penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum serupa juga terjadi, di mana SEC melalui *press release*-nya tanggal 26 September 2013 (*'SEC Charges China-Based Executive With Fraud and Insider Trading'*), memberikan sanksi kepada mantan CEO ChinaCast Education Corporation ("**ChinaCast**") karena penyedia jasa pelatihan yang berkedudukan di China itu melakukan pencurian puluhan juta dolar Amerika Serikat dari Investor dalam Penawaran Umum yang dilakukan di Amerika Serikat dan memberikan sanksi kepada pejabat eksekutif ChinaCast yang sengaja melepaskan sahamnya dalam perusahaan setelah dia membantu pencurian atas aset berharga dari perusahaan. SEC menduga mantan CEO ChinaCast dan pejabat level management Chan Tze Ngon secara tidak sah melakukan transfer dana publik sebesar USD41,000,000 dari jumlah keseluruhan dana yang berhasil dihimpun dari publik sebesar US\$43,800,000 ke anak perusahaan lain yang secara rahasia dimiliki oleh ChinaCast sebesar 50%. Dari sana Chan kemudian melakukan transfer dana publik sebagaimana dimaksud ke suatu perusahaan di luar kendali ChinaCast. Chan juga secara rahasia menjaminkan USD30,400,000 deposito uang tunai milik ChinaCast untuk menjamin pelunasan hutang suatu perusahaan yang tidak memiliki hubungan afiliasi dengan ChinaCast.⁴⁰

Selain dari hal-hal sebagaimana diuraikan di atas dan dalam kaitannya dengan topik masalah utama penelitian berupa penyalahgunaan dana hasil

Executives with Lying About Asset Values and Use of IPO Proceeds', Press Release, Washington D.C., 23 April 2012, <https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-74htm> (diakses 24 Juli 2019).

⁴⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, 'SEC Charges China-Based Executive With Fraud and Insider Trading', Press Release, Washington D.C., 26 September 2013, <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-200> (diakses 24 Juli 2019).

Penawaran Umum yang dilakukan oleh Emiten di Indonesia, maka tentunya hal ini sangatlah berkaitan erat dengan tingkat pelaksanaan *good corporate governance* (GCG). Untuk melihat bagaimana tingkat pelaksanaan GCG di Indonesia, Peneliti mencoba untuk meneliti tingkat pelaksanaan atau level GCG Indonesia apabila dibandingkan dengan negara-negara tetangga. Berdasarkan data *Market Category Scores: Corporate Governance Watch* periode tahun 2016 dan 2018 yang diterbitkan oleh *Asian Corporate Governance Association* (ACGA),⁴¹ hasilnya sangatlah mengejutkan. Indonesia berada di tingkat terbawah apabila dibandingkan dengan negara-negara seperti Jepang, Singapura, dan Hongkong. Indonesia bahkan berada di bawah Filipina. Lebih lanjut, dalam laporan yang diterbitkan oleh ACGA tersebut, diuraikan bahwa Indonesia hanya mengalami sedikit peningkatan dalam kaitannya dengan reformasi *corporate governance* dalam dua tahun belakangan dengan titik berat pada rendahnya *corporate governance* dalam agenda pemerintahan. Otoritas yang mengatur mengenai instrumen Efek terisolasi dan Bursa Efek hanya memberikan perhatian yang sangat kecil untuk *corporate governance*.

⁴¹ *The Asian Corporate Governance Association (ACGA) is an independent, non-profit membership organization dedicated to working with Investors, companies and regulators in the implementation of effective corporate governance practices throughout Asia. ACGA was founded in 1999 from a belief that corporate governance is fundamental to the long-term development of Asian economies and capital markets. CGA's scope of work: (i) Research, tracking corporate governance development across 11 markets in Asia and producing independent analyses of new laws and regulations, Investor activism and corporate practices, (ii) Advocacy, engaging a constructive dialogue with financial regulators, stock exchanges, institutional Investors and companies on practical issues affecting the regulatory environment and the implementation of better corporate governance practice in Asia and, (iii) Education, organizing conferences and seminars that foster a deeper understanding of the competitive benefits of sound corporate governance and ways to implement it effectively. Sumber: ACGA, http://www.acga-asia.org/public/files/CG_Watch_2014_Key_Charts_Extract.pdf (diakses 2 Februari 2018).*

Market Category Scores: CG Watch 2016 & 2018

2016	2018
1. Australia	1. Australia
2. Singapore	2. Hong Kong
3. Hong Kong	3. Singapore
4. Japan	4. Malaysia
5. Taiwan	5. Taiwan
6. Thailand	6. Thailand
7. Malaysia	7. Japan
8. India	8. India
9. Korea	9. Korea
10. China	10. China
11. Philippines	11. Philippines
12. Indonesia	12. Indonesia

Source: Asian Corporate Governance Association

Lebih lanjut, berdasarkan presentasi yang dilakukan dihadapan Otoritas Jasa Keuangan pada tanggal 9 Februari 2017 oleh (i) Jamie Allen selaku *secretary general* dan (ii) Chris Leahy serta Ben McCarron selaku konsultan spesialis yang bertemakan '*CG Watch 2016: Ecosystems Matter*' disebutkan bahwa (i) ACGA tidak melihat adanya strategi pemerintah secara keseluruhan dalam *corporate governance*, (ii) ACGA sangat prihatin dengan *public governance* (korupsi), (iii) walaupun banyak peraturan diterbitkan, ACGA tidak melihat bukti kuat bahwa perusahaan-perusahaan telah mengikuti dan tunduk pada peraturan tersebut, dan (iv) keterbukaan peraturan yang terbatas, baik dari segi peraturan dan penindakan.

Selain komentar-komentar yang diberikan oleh ACGA sebagaimana diuraikan di atas, isu-isu utama yang dihadapi Indonesia berdasarkan riset dan penelitian yang dilakukan oleh ACGA adalah sebagai berikut:

1. pelaporan atas pelaksanaan *corporate governance*;
2. *public governance* (korupsi);
3. independensi pemerintah dan media;
4. peraturan terkait regulasi masih berkembang.⁴²

Selain laporan ACGA sebagaimana telah diuraikan di atas, Peneliti juga kembali mencoba untuk melihat fakta terkait pelaksanaan GCG di Indonesia dari laporan yang diterbitkan oleh *Joint Initiative of the Asean Capital Market Forum* dan *the Asian Development Bank* (ADB). Dalam laporannya yang berjudul '*ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2015*',⁴³ Indonesia berada di urutan 5 dari 6 negara-negara anggota ASEAN atau

⁴² Metodologi yang digunakan oleh *Asian Corporate Governance Association* (ACGA) dalam laporannya terhadap Otoritas Jasa Keuangan tanggal 9 Februari 2017 tentang Pelaksanaan *Good Corporate Governance* di Indonesia adalah sebagai berikut: (i) *A systemic survey. 95 questions over five categories*, (ii) *Based on ACGA's monthly tracking of CG development in Asia and additional research for CG Watch*, (iii) *Scoring based on both objective and subjective criteria*, (iv) *the survey integrates two perspectives: internal progress over previous two years; and relative performance against other markets in Asia*, (v) *The survey considers multiple dimensions: regulatory improvements, enforcements, corporate practices, investor involvement, view of stakeholders, and so on*, (vi) *introduction of Australia set higher benchmarks on many questions*.

⁴³ *The Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) Corporate Governance initiative composed of the ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) and assessment and ranking of ASEAN publicly listed companies (PLCs), is among several regional initiatives of the ASEAN Capital Markets Forum (ACMF). This initiative has been a collaborative effort of ACMF and the Asian Development Bank since 2011. ACMF Working Group D, the body responsible for this initiative, is now led by the Philippines Securities and Exchange Commission after the handover from Securities Commission Malaysia in November 2015. Its members include capital market regulators and corporate governance proponents from the region. The ASEAN scorecard was developed based on international benchmarks such as the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Principles of Corporate Governance (2004) and the*

dalam kata lain, Indonesia hanya 1 tingkat di bawah Vietnam dan berada di bawah Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand. Sementara itu, dari segi pelaksanaan GCG perusahaan-perusahaan publik di Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, dan Indonesia, hasilnya perusahaan-perusahaan publik di Indonesia menempati posisi terakhir.

Menurut hemat Peneliti, walaupun komentar-komentar ACGA berikut dengan isu-isu yang diutarakan di hadapan OJK sebagaimana disebutkan di atas berikut dengan laporan yang diterbitkan *Joint Initiative of the ASEAN Capital Markets Forum and the Asian Development Bank* sifatnya sangatlah umum dan tidak secara spesifik dan khusus menyentuh dan membahas tingkat pertanggungjawaban atau penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum oleh Emiten, namun dari laporan ACGA maupun *Joint Initiative of the ASEAN Capital Markets Forum and the Asian Development Bank* tersebut dapat terlihat dengan jelas bahwa tingkat pelaksanaan GCG di Indonesia sangatlah lemah. Keadaan ini tentunya perlu diperbaiki tidak hanya dari sisi OJK selaku otoritas yang mengawasi dan menjaga kepentingan Investor, tetapi juga dari perilaku Emiten sendiri yang perlu untuk menjaga kepercayaan publik atau Investor khususnya

International Corporate Governance Network Corporate Governance Principles, as well as industry-leading practices from ASEAN and the world.

For this round, ASEAN corporate governance experts consisting of domestic ranking bodies (DRBs) from Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand, including a corporate governance expert from Vietnam, undertook the corporate governance assessment of ASEAN PLCs, which was concluded in October 2015. The DRBs were the Indonesian Institute for Corporate Directorship; the Minority Shareholder Watchdog Group, Malaysia; the Institute of Corporate Directors, Philippines; the Singapore Institute of Directors and the Centre for Governance, Institutions and Organisations of the National University of Singapore Business School; and the Thai Institute of Directors. Sumber: ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2015: Joint Initiative of the ASEAN Capital Markets Forum and the Asian Development Bank, Metro Manila, Philippines, Asian Development Bank, 2017, hlm. 1, <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/375481/asean-cgscorecard-2015.pdf> (18 Agustus 2019).

terkait dengan dana-dana yang berhasil diperoleh oleh Emiten dari suatu Penawaran Umum. Generalisasi atas rendahnya tingkat pelaksanaan dan kepatuhan perusahaan-perusahaan di Indonesia atas pelaksanaan asas-asas GCG di sini akan terlihat sangat realistis apabila kita sandingkan dengan sebagian kecil contoh kasus penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum yang dilakukan oleh emiten-emiten di Indonesia sebagaimana diuraikan di atas. Bahkan dalam suatu kesempatan, yaitu pada event ‘33 Tahun Diaktifkannya Kembali Pasar Modal Indonesia’ di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 11 Agustus 2010, mantan Kepala Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Indonesia (Bapepam-LK, saat ini berubah menjadi Otoritas Jasa Keuangan), Fuad Rahmany sendiri mengaku sulit menangani dugaan pelanggaran di bidang pasar modal. Lebih lanjut, Fuad Rahmany menyatakan setiap kasus pelanggaran pasar modal tidak bisa ditangani dengan cepat. Waktu yang dibutuhkan untuk proses pemeriksaan hingga penyidikan butuh waktu lama. Makin bertambah panjang waktu yang digunakan apabila pihak-pihak yang dipanggil tidak kooperatif untuk diperiksa. Apalagi Bapepam tidak memiliki upaya paksa untuk memanggil pihak tersebut.

Peneliti menyadari bahwa data-data yang disajikan oleh ACGA dan laporan yang diterbitkan oleh *Joint Initiative of the Asean Capital Market Forum* dan ADB di atas sifatnya adalah umum dan tidak dapat dijadikan patokan atau dasar dalam melihat posisi atau level GCG dari masing-masing Emiten yang melakukan Penawaran Umum di Indonesia, khususnya dalam kaitannya dengan penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum. Namun dari hasil yang disajikan oleh ACGA dan *Joint Initiative of the Asean Capital Market Forum* dan ADB,

berikut dengan kasus-kasus penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum sebagaimana disebutkan di atas, penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum yang diterima oleh Emiten tidak boleh terjadi kembali di masa yang akan datang. Selain itu, negara yang dalam hal ini diwakili oleh OJK seharusnya dapat memberikan perlindungan yang lebih tinggi dan dominan terhadap kepentingan Investor dan publik dengan cara menciptakan suatu pranata hukum untuk mencegah penyalagunaan dana hasil Penawaran Umum—yang salah satunya berupa pembentukan rekening terpisah (*segregated account*) sebelum pernyataan efektif dari OJK diterbitkan yang disertai dengan kewajiban agar dana yang diterima dari Investor untuk ditempatkan ke *segregated account* tersebut.

Lebih lanjut, pranata pencegahan penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum itu sendiri pada prinsipnya perlu dijalankan oleh seluruh emiten-emiten di Indonesia yang melakukan Penawaran Umum supaya tingkat *good coporate governance* terutama terkait dana hasil Penawaran Umum dapat digunakan dan dimanfaatkan sesuai dengan komitmen yang disajikan dalam Prospektus dan tidak untuk keperluan-keperluan lain daripada yang sudah disajikan dalam Prospektus.

Pranata pencegahan penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum tidak dapat berdiri sendiri namun perlu diikuti dan dibarengi dengan inisiatif dan pelaksanaan atas pranata yang akan diuraikan selanjutnya oleh Otoritas Jasa Keuangan. Apabila kita memperhatikan semangat pendirian Otoritas Jasa Keuangan dalam Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 sebagai salah satu lembaga negara yang bersifat independen dengan prinsip '*checks and balances*', didirikan dengan tujuan agar keseluruhan kegiatan jasa keuangan di dalam sektor

jasa keuangan terselenggara secara teratur, adil, transparan, dan akuntabel, serta mampu mewujudkan sistem keuangan yang tumbuh secara berkelanjutan dan stabil, dan mampu melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat. Selain hal tersebut, OJK sendiri dalam melaksanakan tugas dan wewenangnya berlandaskan atas asas-asas sebagai berikut:

1. asas independensi, yakni independen dalam pengambilan keputusan dan pelaksanaan fungsi, tugas, dan wewenang OJK, dengan tetap sesuai peraturan perundang-undangan yang berlaku;
2. asas kepastian hukum, yakni asas dalam negara hukum yang mengutamakan landasan peraturan perundang-undangan dan keadilan dalam setiap kebijakan penyelenggaraan OJK;
3. asas kepentingan umum, yakni asas yang membela dan melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat serta memajukan kesejahteraan umum;
4. asas keterbukaan, yakni asas yang membuka diri terhadap hak masyarakat untuk memperoleh informasi yang benar, jujur dan tidak diskriminatif tentang penyelenggaraan OJK, dengan tetap memperhatikan hak asasi pribadi dan golongan, serta rahasia negara, termasuk rahasia sebagaimana ditetapkan dalam peraturan perundang-undangan;
5. asas profesionalitas, yakni asas yang mengutamakan keahlian dalam pelaksanaan tugas dan wewenang OJK dengan tetap berlandaskan pada kode etik dan ketentuan peraturan perundang-undangan;

6. asas integritas, yakni asas yang berpegang teguh pada nilai-nilai moral dalam setiap tindakan dan keputusan yang diambil dalam penyelenggaraan OJK; dan
7. asas akuntabilitas, yakni asas yang menentukan bahwa setiap kegiatan dan hasil akhir dari setiap kegiatan penyelenggaraan OJK harus dapat dipertanggungjawabkan kepada publik;

Dengan memperhatikan semangat pendirian serta prinsip-prinsip atau asas-asas pelaksanaan tugas dan wewenang OJK sebagaimana diuraikan di atas, ditambah dengan kasus penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum dan dengan memperhatikan pula tingkat *good corporate governance* Indonesia dibandingkan dengan negara-negara tetangga, maka sudah sepatutnya OJK mampu menciptakan suatu sistem pencegahan yang efektif dan efisien dalam penyalahgunaan dana hasil Penawaran Umum untuk memberikan perlindungan kepada Investor yang menempatkan dananya dalam suatu penawaran umum yang dilakukan oleh Emiten.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, Peneliti merumuskan dalam 3 (tiga) permasalahan berikut ini:

1. Bagaimana pengaturan mengenai keterbukaan informasi dalam penggunaan dana hasil Penawaran Umum oleh Emiten?
2. Bagaimana implementasi prinsip keterbukaan informasi dalam penggunaan dana hasil Penawaran Umum oleh Emiten?

3. Bagaimana pengaturan yang perlu diciptakan untuk mencegah penyalahgunaan dana yang diperoleh Emiten dari suatu Penawaran Umum?

1.3. Tujuan Penelitian

Dengan memperhatikan permasalahan yang diajukan dalam penelitian ini, maka tujuan penelitian yang akan dicapai adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisa pengaturan mengenai pertanggungjawaban Emiten atas penggunaan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum.
2. Untuk menganalisa implementasi dari regulasi penggunaan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum.
3. Untuk merumuskan pengaturan yang diperlu diciptakan untuk mencegah penyalahgunaan dana yang diperoleh Emiten dari suatu Penawaran Umum.

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini secara teoritis diharapkan dapat memberi tambahan informasi dan bahan pustaka bagi perkembangan ilmu hukum, khususnya di hukum bisnis sebagai berikut:

1. Memberikan masukan sebagai sumbangan pemikiran bagi dunia ilmu pengetahuan, khususnya hukum bisnis yang semakin berkembang dengan pesat sejalan dengan bentuk dan jenis pilihan investasi yang semakin banyak, yang mana dalam investasi yang dilakukan dalam pasar modal hampir dapat dipastikan akan selalu melibatkan banyak pihak di dalamnya dan jumlah

Investor yang tergolong banyak atau masif. Studi ini memberikan sumbangsih pemikiran kritis yang menegaskan dan mengukuhkan bahwa hukum bisnis telah terdistorsi dan terpengaruh lebih dalam dari aspek ekonomi.

2. Berguna dalam rangka memantapkan dan memperkuat ilmu hukum secara kodrati dan falsafati yang semakin terdistorsi dengan kepentingan-kepentingan dan tujuan-tujuan ekonomi dalam kehidupan ekonomi dan bisnis saat ini.
3. Studi ini menyeimbangkan tujuan pembentukan hukum dengan kepentingan ekonomi. Oleh karena itu secara khusus diharapkan bermanfaat untuk menumbuhkembangkan kesadaran di lingkungan ilmu hukum bisnis bahwa hukum harus dibentuk dan dijalankan dengan memperhatikan kepentingan individual, kepentingan publik dan kepentingan sosial.

1.4.2. Manfaat Praktis

Hasil penelitian ini secara praktis, diharapkan dapat memberikan masukan pemikiran konseptual untuk:

1. Mendapatkan pola dan instrumen ideal dalam penyelenggaraan pasar modal di Indonesia khususnya terkait dengan penggunaan dana hasil penawaran oleh Emiten agar sejalan dengan prinsip *good corporate governance*.
2. Memberikan masukan kebijakan bagi Pemerintah khususnya pada pejabat pemerintah di bidang jasa keuangan agar dapat mempertimbangkan lebih lanjut pokok-pokok pikiran dan solusi-solusi mendasar dalam penelitian ini,

untuk kemudian terdapat kemungkinan untuk lahirnya produk hukum baru untuk perlindungan Investor.

3. Memberikan kontribusi kepada seluruh pelaku pasar modal agar pertumbuhan investasi melalui pasar modal dibarengi dengan tingkat dan prinsip *good corporate governance* yang tinggi.

1.5. Sistematika Penelitian

Hasil penelitian ini akan disusun sebagai disertasi dengan sistematika penelitian yang terbagi dalam 5 (lima) bab di mana masing-masing bab terdiri atas beberapa subbab, sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan, terdiri dari 5 (lima) bab yang berisikan ulasan singkat dan komprehensif mengenai latar belakang dari penelitian dan mengantarkan ilustrasi tentang arti penting permasalahan hukum yang akan diteliti. Permasalahan tersebut dituangkan dalam rumusan masalah yang menjadi fokus penelitian. Selain itu, dalam bab ini akan dibahas pula tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penelitian.

Bab II Tinjauan Pustaka, terdiri dari 2 (dua) subbab yaitu menjelaskan landasan teoritis, yang membahas tentang teori-teori yang digunakan dalam penelitian dan landasan konseptual, yang membahas tentang terminologi dan pokok-pokok konsepsi norma dalam peraturan perundang-undangan yang menjadi dasar penelitian.

Bab III Metode Penelitian, terdiri dari 6 (enam) subbab yang menguraikan mengenai metodologi penelitian, dimulai dari jenis penelitian, pendekatan, bahan

hukum, metode pengumpulan data, metode penyajian data, dan metode analisis data yang digunakan.

Bab IV Hasil Penelitian dan Analisis, terdiri dari 3 (tiga) subbab, masing-masing menjadi dasar diskusi untuk mengembangkan berbagai aspek yang terkait dengan rumusan masalah. Ketiga permasalahan itu dibahas dalam subbab tentang analisis terhadap pengaturan mengenai pertanggungjawaban Emiten atas penggunaan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum, subbab tentang implementasi dari regulasi penggunaan dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum serta subbab tentang pengaturan yang diperlu diciptakan untuk mencegah penyalahgunaan dana yang diperoleh Emiten dari suatu Penawaran Umum.

Bab V Kesimpulan dan Saran, terdiri dari 2 (dua) subbab yaitu kesimpulan yang berisi uraian singkat tentang penelitian dan hasil penelitian dan saran yang berisi saran dari penelitian sehubungan dengan penelitian yang dilakukan.