



Original Article

Perlindungan Hukum bagi Investor atas Pelanggaran *Lock-up period* (Studi Kasus PT. Bersama Zatta Jaya Tbk)

Jason Marcellino Widjaja^{1✉}, Rasji²

^{1,2}Universitas Tarumanagara, Jakarta

Korespondensi Email: jason.205220078@stu.untar.ac.id[✉]

Abstrak:

Pasar modal memiliki peran utama dalam menunjang pertumbuhan ekonomi melalui fungsi intermediasi antara investor dan emiten. Kepercayaan publik terhadap pasar modal hanya dapat terwujud apabila prinsip keterbukaan, keadilan, dan perlindungan investor dijalankan secara konsisten. Salah satu instrumen hukum yang bertujuan melindungi investor adalah *lock-up period*, sebagaimana diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 25/POJK.04/2017 tentang Pembatasan Atas Saham yang Diterbitkan Sebelum Penawaran Umum. Namun, pelanggaran terhadap ketentuan ini masih terjadi, seperti pada kasus PT Bersama Zatta Jaya Tbk (ZATA), di mana pemegang saham utama menjual sahamnya selama masa *lock-up period* masih berlaku. Bursa Efek Indonesia (BEI) memberikan tindakan berupa Pengumuman *Unusual Market Activity* (UMA) dan suspensi perdagangan, namun belum terdapat sanksi administratif dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) selaku otoritas pengawas. Kondisi ini menunjukkan adanya kesenjangan antara *Das Sollen* (yang diinginkan) dan *Das Sein* (kenyataannya), serta lemahnya efektivitas sanksi dalam memberikan efek jera terhadap pelanggar. Penelitian ini menyoroti perlunya penguatan peran OJK dalam penegakan hukum pasar modal agar perlindungan investor dapat terlaksana secara optimal dan menjaga stabilitas kepercayaan publik terhadap pasar modal Indonesia

Kata kunci: Pasar Modal, Lock-up period, OJK, Sanksi Administratif, Perlindungan Investor



<https://jurnal.usk.ac.id/riwayat>

Pendahuluan

Pasar modal memegang peran krusial dalam perkembangan ekonomi nasional melalui fungsi intermediasi, yaitu mempertemukan pihak yang mempunyai dana lebih (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana (emiten). Dalam konteks ini, kepercayaan publik menjadi kunci yang menjadi faktor penentu keberlangsungan dan

stabilitas pasar modal. Kepercayaan publik hanya dapat tumbuh apabila seluruh pelaku pasar modal menjunjung tinggi prinsip keterbukaan (*disclosure*), keadilan (*fairness*), dan perlindungan terhadap investor.

Salah satu mekanisme hukum yang dirancang untuk melindungi kepentingan investor, ialah ketentuan *lock-up period*. *lock-up period* telah disinggung dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (“POJK”) No. 25/POJK.04/2017 tentang Pembatasan Atas Saham yang Diterbitkan Sebelum Penawaran Umum. Berdasarkan ketentuan pasal 2 ayat (1) POJK tersebut, setiap pihak yang mendapatkan efek berbentuk ekuitas dari emiten dengan harga, nilai konversi, atau harga pelaksanaan yang lebih rendah daripada harga penawaran umum pertama kali dalam kurun waktu enam bulan sebelum dilakukannya pernyataan pendaftaran diajukan kepada OJK, tidak diperbolehkan untuk mengalihkan seluruh maupun beberapa bagian dari kepemilikan efek ekuitas tersebut hingga delapan bulan setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif ([Otoritas Jasa Keuangan, 2017a](#)).

Tujuan utama dari ketentuan ini ialah untuk mencegah terjadinya aksi jual besar-besaran (*massive sell-off*) yang dapat menyebabkan penurunan drastis harga saham serta menimbulkan ketidakstabilan pasar sesaat setelah saham melantai di bursa. Namun dalam praktiknya, masih ditemukan pelanggaran terhadap ketentuan *lock-up period*, yang dapat merugikan investor publik. Salah satu kasus yang mencuat ialah kasus PT Bersama Zatta Jaya Tbk (“ZATA”), perusahaan ritel fashion yang melobi di Bursa Efek Indonesia (“BEI”) pada akhir tahun 2022. PT Lembur Sadaya Investama (“LSI”) melepaskan sahamnya sebesar 960 juta sahamnya atau sekitar 10,71% saham ZATA pada saat masa *lock-up period* sedang berlangsung, yakni pada tanggal 12, 13 dan 17 Januari 2023. Dalam prospektus ZATA dijelaskan bahwa pihak LSI telah bersedia untuk melakukan *lock-up period* dalam jangka waktu 8 bulan ([PT Bersama Zatta Jaya Tbk, 2022](#)).

Aksi penjualan ini memicu kekhawatiran di kalangan investor publik dan menimbulkan gejolak pada harga saham ZATA. Menyikapi hal tersebut, Bursa Efek Indonesia memberikan sanksi terhadap ZATA dikarenakan adanya aktivitas pasar yang tidak biasa (*Unusual Market Activity/“UMA”*) dan dilanjutkan dengan suspensi perdagangan saham ZATA sebagai langkah preventif untuk melindungi investor publik dari potensi kerugian lebih lanjut ([Bursa Efek Indonesia, 2023](#)). Meskipun demikian, hingga kini belum terdapat informasi mengenai sanksi atau tindakan hukum yang dijatuhkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (“OJK”) terhadap pelanggaran ini. Direktur Penilaian Bursa Efek Indonesia (“BEI”), I Gede Nyoman Yetna, menyampaikan bahwa pihak yang melanggar ketentuan POJK dapat dikenakan sanksi, tanpa mengesampingkan ketentuan pidana di dalam pasar modal, OJK memiliki kewenangan untuk menjatuhkan sanksi administratif kepada setiap pihak yang melakukan pelanggaran ([Kumparan Bisnis, 2023](#)).

Kasus ZATA menjadi cerminan adanya kesenjangan antara *Das Sein* dan *Das Sollen*. *Das Sollen* atau hukum yang diharapkan, telah mengatur mengenai larangan untuk melakukan penjualan saham dalam batas waktu tertentu, tetapi kenyataannya (*Das Sein*) salah satu pemegang saham ZATA melakukan penjualan saham ZATA pada saat *lock-up period*. Ketidaksihonestan antara ketentuan normatif dan dalam praktiknya di lapangan ini menunjukkan lemahnya pengawasan serta penegakan hukum terhadap pelanggaran aturan *lock-up period*, yang pada akhirnya mengurangi efektivitas perlindungan terhadap investor publik. Terlebih lagi sanksi yang diberikan hanya berupa cap aktivitas pasar yang tidak biasa dan dilanjutkan dengan suspensi

perdagangan yang hanya berlangsung selama 3 hari.

Rumusan masalah dalam penelitian ini berfokus pada dua hal utama, yaitu apakah sanksi yang dijatuhkan terhadap pelanggaran *lock-up period* dalam kasus ZATA telah efektif dalam memberikan deterrent effect dan menjaga stabilitas pasar modal, serta bagaimana bentuk perlindungan hukum yang tersedia bagi investor terhadap tindakan penjualan saham yang dilakukan pada masa *lock-up period*. Kedua isu ini penting dikaji untuk menilai efektivitas penegakan regulasi pasar modal, kepastian hukum bagi investor, serta mekanisme pengawasan dan penindakan yang diberikan oleh otoritas terkait dalam rangka menjaga integritas dan kepercayaan publik terhadap pasar modal Indonesia.

Metode

Penelitian ini menerapkan metode penelitian hukum normatif dengan memadukan dua jenis pendekatan, yakni pendekatan terhadap peraturan perundang-undangan yang ada (*statute approach*) dan pendekatan terhadap kasus yang terjadi (*case approach*) (Muhaimin, 2020). Pendekatan perundang-undangan dimanfaatkan untuk mengkaji serta menganalisis berbagai norma hukum yang berkaitan dengan pengaturan *lock-up period* dan perlindungan investor, sebagaimana diatur dalam Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Peraturan Bursa Efek Indonesia (“PBEI”), dan POJK.

Selain itu, pendekatan terhadap kasus digunakan untuk mengkaji kasus pelanggaran *lock-up period* pada ZATA guna menilai apakah sanksi yang telah dijatuhkan telah memberikan efek jera dan bagaimana mengenai perlindungan hukumnya bagi investor publik. Bahan hukum yang digunakan dalam penelitian ini meliputi bahan hukum primer, yaitu peraturan perundang-undangan serta prospektus emiten; bahan hukum sekunder berupa buku, jurnal, dan artikel hukum lainnya; serta bahan hukum tersier yang mencakup kamus dan sumber daring resmi sebagai pendukung analisis (Matheus, 2021). Analisis dilakukan secara kualitatif deskriptif untuk menilai efektivitas perlindungan hukum bagi investor terhadap pelanggaran *lock-up period* di pasar modal Indonesia.

Hasil Penelitian

Efektivitas Sanksi Terhadap Pelanggaran *Lock-up period* dalam Kasus ZATA

Berdasarkan hasil penelusuran terhadap pengumuman resmi BEI, ZATA dikenai tindakan berupa pengumuman UMA pada 30 Januari 2023 dan suspensi perdagangan saham pada 31 Januari 2023 di seluruh pasar. Suspensi tersebut dilakukan selama tiga hari bursa dan dibuka kembali pada 3 Februari 2023 setelah emiten memberikan klarifikasi. Langkah ini dilakukan karena ditemukan adanya aktivitas perdagangan saham yang tidak wajar, disertai dengan penurunan harga saham secara signifikan setelah masa *lock-up period* yang masih berlaku.

Tindakan BEI tersebut secara hukum bersifat represif. Represif sendiri ialah langkah hukum ketika sudah terjadi sebuah pelanggaran. Dalam hal ini sanksi berupa suspensi dan pengumuman UMA tidak sepenuhnya memberikan efek jera (*deterrent effect*). Sejatinya sanksi seharusnya dapat memberikan efek jera kepada pelaku pelanggaran (Soekanto, 2015). Sanksi yang diberikan kepada pihak ZATA disebut tidak membuat jera dikarenakan sanksi hanya diberikan oleh BEI, yang mana BEI hanya dapat memberikan langkah pengawasan secara teknis. Hal ini dikarenakan didalam pengumuman UMA yang diberikan oleh BEI dijelaskan bahwa pengumuman UMA

tidak selalu menunjukkan adanya atau tidak adanya indikasi sebuah pelanggaran yang dilakukan terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal ([Bursa Efek Indonesia, 2023](#)). Selain itu pada Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal disebutkan hanya OJK yang berwenang untuk memberikan sanksi administratif.

Dikarenakan sanksi yang diberikan hanya dilakukan oleh BEI dan tidak oleh OJK, maka hal ini menyebabkan sanksi yang diberikan tidak membuat efek jera. Seharusnya apabila OJK memberikan sanksi administratif, hal ini dapat membuat efek jera baik bagi emiten tersebut ataupun emiten lainnya. Dikarenakan sanksi administratif yang dikenakan oleh OJK telah diatur dalam pasal 102 Ayat (2) Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, jenis sanksi administratif yang dapat dikenakan meliputi:

- a. Pemberian peringatan tertulis
- b. Pengenaan denda,
- c. Pembatasan terhadap aktivitas berusaha,
- d. Pembekuan aktivitas berusaha,
- e. Pencabutan izin untuk berusaha,
- f. Pembatalan persetujuan, dan
- g. Pembatalan pendaftaran ([Indonesia, 1995a](#)).

Ketiadaan sanksi lanjutan dari OJK membuat penegakan hukum dalam kasus ZATA belum mencerminkan adanya efek jera yang kuat. Investor publik tidak memperoleh kepastian bahwa pelanggaran serupa akan ditindak tegas di masa yang akan datang. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa sanksi yang diberikan oleh BEI belum efektif untuk menimbulkan efek jera, karena tidak diikuti dengan sanksi administratif oleh OJK sebagai otoritas tertinggi di sektor pasar modal.

Perlindungan Hukum bagi Investor atas Penjualan Saham pada Masa *Lock-up period*

Perlindungan hukum bagi investor merupakan salah satu aspek utama dalam sistem hukum pasar modal, dikarenakan menurut La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, dan Vishny dalam studi mereka yang berjudul *Investor Protection and Corporate Governance* menyatakan bahwa keberhasilan pasar modal suatu negara sangat dipengaruhi oleh kuatnya perlindungan investor. Regulasi yang lemah dapat memunculkan praktik-praktik yang merugikan pemegang saham publik, seperti *insider trading*, manipulasi harga, dan asimetris informasi ([La Porta et al., 2000](#)). Menurut Philipus M. Hardjon, perlindungan hukum terbagi kedalam dua bentuk, yaitu perlindungan hukum dalam bentuk preventif dan perlindungan hukum dalam bentuk represif ([Hadjon, 1987](#)).

Perlindungan hukum preventif ialah bentuk perlindungan yang diberikan sebelum terjadinya pelanggaran. Tujuannya ialah untuk mencegah kerugian bagi investor dengan menciptakan sistem hukum yang jelas, transparan, dan dapat diakses dan dilihat seluruh pihak.

Dalam konteks *lock-up period*, perlindungan preventif diwujudkan melalui:

1. Kewajiban Pengungkapan Informasi (Disclosure Obligation)

Emiten wajib mengungkapkan secara terbuka ketentuan mengenai *lock-up period* di dalam prospektus penawaran umum sebagaimana tertulis pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 8/POJK.04/2017 tentang Dokumen Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum.

Informasi tersebut meliputi:

- a. Jangka waktu penguncian saham,
- b. Pihak-pihak yang terikat oleh perjanjian lock-up, dan
- c. Tujuan serta dasar hukumnya ([Otoritas Jasa Keuangan, 2017c](#)).

Transparansi ini memberikan kesempatan bagi calon investor untuk menilai risiko investasi dan mengantisipasi potensi fluktuasi harga saham setelah *lock-up period* berakhir.

2. Pengawasan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI)

Sebagai lembaga yang melangsungkan perdagangan efek, BEI memiliki peran pengawasan terhadap segala aktivitas perdagangan efek. Hal ini tercantum dalam Pasal 7 Ayat 2 Undang-Undang Pasar Modal yang berisi bahwa Bursa Efek wajib menyediakan wadah pendukung dan mengawasi segala aktivitas seluruh anggota dari bursa efek ([Indonesia, 1995b](#)). Salah satu peran BEI dalam melakukan pengawasan perdagangan efek ialah memberikan peringatan Unusual Market Activity (UMA) terhadap emiten yang dinilai memiliki kegiatan perdagangan saham yang tidak biasa.

3. Kebijakan Keterbukaan oleh OJK

Berdasarkan ketentuan Pasal 9 huruf (c) Undang-Undang No. 21 tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, disebutkan bahwa OJK memiliki tugas untuk melakukan fungsi pengawasan, melakukan pemeriksaan, memberikan perlindungan terhadap konsumen, serta mengambil tindakan lain yang berkaitan dengan kegiatan jasa keuangan ([Indonesia, 2011](#)). Atas dasar perlindungan konsumen seperti peraturan di atas, OJK membuat POJK No. 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material Oleh Emiten atau Perusahaan Publik. Di dalam Pasal 2 ayat (1) POJK tersebut membahas mengenai kewajiban emiten untuk membuka segala informasi mengenai laporan informasi atau berbagai fakta material kepada OJK, serta melakukan pengumuman pada publik (Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, 2015).

Dengan adanya perlindungan preventif, hukum berfungsi sebagai pagar agar pelaku pasar tetap berada dalam koridor etika dan peraturan. Namun, efektivitasnya sangat tergantung pada ketegasan pengawasan dan konsistensi penarapan sanksi.

Perlindungan hukum dalam bentuk represif ialah suatu bentuk perlindungan hukum yang diberikan setelah terjadinya pelanggaran hukum, yang bertujuan untuk mengembalikan kondisi sebagaimana mestinya, menegakkan keadilan, dan memberikan efek jera terhadap pelanggar. Bentuk dari tugas perlindungan represif yang diemban oleh OJK ialah pemberian sanksi administratif.

Berdasarkan ketentuan Pasal 9 huruf g Undang-Undang No.21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, dijelaskan bahwa OJK memiliki kewenangan untuk menjatuhkan sanksi dalam bentuk administratif ([Indonesia, 2011](#)). Adapun sanksi administratif yang dapat dikenakan oleh OJK meliputi peringatan secara tertulis, pengenaan denda, pembatasan maupun pembekuan aktivitas untuk berusaha, pencabutan izin untuk berusaha, pembatalan persetujuan, serta pembatalan pendaftaran. Ketentuan tersebut diatur lebih detail dalam Pasal 8 ayat (1) POJK No. 78/POJK.04/2017 tentang Transaksi Efek Yang Tidak Dilarang Bagi Orang Dalam ([Otoritas Jasa Keuangan, 2017b](#)).

Dalam hal terjadinya pelanggaran *lock-up period*, investor publik memperoleh perlindungan hukum represif yang berasal dari tindakan OJK. Walaupun investor tidak memperoleh ganti rugi secara langsung, pengenaan sanksi administratif berfungsi untuk menjaga integritas pasar dan mencegah pelanggaran berulang yang dapat

merugikan masyarakat luas.

Kesimpulan

Kasus pelanggaran *lock-up period* pada ZATA menunjukkan bahwa sanksi yang diberikan oleh BEI berupa pengumuman UMA dan suspensi perdagangan selama 3 hari, belum efektif dalam memberikan efek jera karena tidak disertai sanksi administratif dari OJK. Padahal, OJK berwenang memberikan sanksi administratif untuk menegakkan kepatuhan. Perlindungan hukum bagi investor dalam konteks *lock-up period* terbagi menjadi dua, yakni preventif dan represif. Perlindungan preventif diwujudkan melalui kewajiban keterbukaan informasi, pengawasan BEI, dan kebijakan transparansi OJK. Sedangkan perlindungan represif dilakukan melalui pemberian sanksi administratif.

Daftar Pustaka

- Bursa Efek Indonesia. (2023). *Pengumuman Unusual Market Activity PT Bersama Zatta Jaya Tbk (ZATA) Peng-UMA-00017/BEI.WAS/01-2023*.
- Hadjon, P. M. (1987). *Perlindungan Hukum Bagi Rakyat di Indonesia: Sebuah Studi tentang Prinsip-Prinsipnya, Penerapannya oleh Pengadilan Dalam Lingkungan Peradilan Umum dan Pembentukan Peradilan Administrasi Negara*. Bina Ilmu.
- Indonesia, R. (1995a). *Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 102*.
- Indonesia, R. (1995b). *Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 7*.
- Indonesia, R. (2011). *Undang-Undang No. 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan Pasal 9*.
- Kumaran Bisnis. (2023, January). *Sultan Subang Jual Saham ZATA Meski Lagi Masa Lock-up, Bakal Kena Sanksi?* Kumaran.Com.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Matheus, J. (2021). E-Arbitration: Digitization Of Business Dispute Resolution Pada Sektor E-Commerce Dalam Menyongsong Era Industri 4.0 Di Tengah Pandemi Covid-19. *Lex Renaissance*, 6(4), 692–704.
- Muhaimin. (2020). *Metode Penelitian Hukum*. Mataram University Press.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017a). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 25/POJK.04/2017, Pasal 2 Ayat (1)*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017b). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 78/POJK.04/2017 tentang Transaksi Efek yang Tidak Dilarang Bagi Orang Dalam*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017c). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 8/POJK.04/2017 tentang Dokumen Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum*.
- Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia. (2015). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 Tentang Keterbukaan Atas Informasi Atau Fakta Material Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik*.
- PT Bersama Zatta Jaya Tbk. (2022). *Prospektus Final Penawaran Umum Perdana Saham* (p. 3).
- Soekanto, S. (2015). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penegakan Hukum*. RajaGrafindo Persada.