

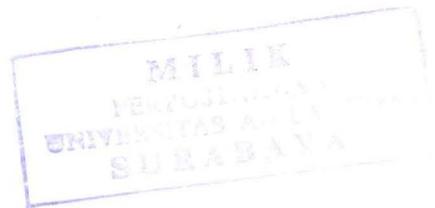
OBLIGATIONS (LAW).  
CAPITAL MARKET - LAW AND LEGISLATION



LAPORAN PENELITIAN  
DIK SUPLEMEN UNIVERSITAS AIRLANGGA  
TAHUN ANGGARAN 1999/2000

KKB  
KF-2B  
347.01  
Jen  
P

## PERLINDUNGAN HUKUM INVESTOR PEMEGANG OBLIGASI DALAM RANGKA PERJANJIAN PERWALIAMANATAN BANK DI PASAR MODAL



Peneliti :

RAHMI JENED, SH., MH.  
Dra. Hj. SOENDARI KABAT, SH., M.Hum.  
MAS RAHMAH, SH., MH.



\*005101141\*

### LEMBAGA PENELITIAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Dibiayai oleh : Dana DIK Suplemen Universitas Airlangga  
SK Rektor Nomor : 9171/J03/PG/1999  
Tanggal 23 September 1999  
Nomor urut : 07

3000 051013141

FAKULTAS HUKUM  
UNIVERSITAS AIRLANGGA

Februari, 2000



# LEMBAGA PENELITIAN

- |                                      |                                       |                                 |
|--------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------|
| 1. Puslit Pembangunan Regional.      | 5. Puslit Pengembangan Gizi (5995720) | 9. Puslit Kependudukan dan      |
| 2. Puslit Obat Tradisional           | 6. Puslit/Studi Wanita (5995722)      | Pembangunan (5995719)           |
| 3. Puslit Pengembangan Hukum         | 7. Puslit Olahraga                    | 10. Puslit/Kesehatan Reproduksi |
| 4. Puslit Lingkungan Hidup (5995718) | 8. Puslit Bioenergi                   |                                 |

Kampus C Unair, Jl. Mulyorejo Surabaya 60115 Telp. (031) 5995246, 5995248, 5995247 Fax. (031) 5995346  
E-mail: lpunair@rad.net.id - http://www.geocities.com/Athens/Olympus/6223

## IDENTITAS DAN PENGESAHAN LAPORAN AKHIR HASIL PENELITIAN

1. a. Judul Penelitian : Perlindungan Hukum Investor Pemegang Obligasi Dalam Rangka Perjanjian Perwaliamanatan di Pasar Modal
- b. Macam Penelitian : ( ) Fundamental, (V) Terapan, ( ) Pengembangan
- c. Katagori Penelitian : ( ) I (V) II ( ) III
2. Kepala Proyek Penelitian
- a. Nama Lengkap dan Gelar : Rahmi Jened, SH.,MH.
- b. Jenis Kelamin : W a n i t a
- c. Pangkat/Golongan dan NIP: Penata (Gol. III/c) 131 923 881
- d. Jabatan Sekarang : Staf Pengajar
- e. Fakultas/Puslit/Jurusan : Hukum/Hukum Perdata
- f. Univ./Inst. /Akademi : Universitas Airlangga
- g. Bidang Ilmu Yang Diteliti : Hukum Perdata (Hukum Pasar Modal)
3. Jumlah Tim Peneliti : 3 (tiga) orang
4. Lokasi Penelitian : Surabaya dan Jakarta
5. Kerjasama dengan Instansi Lain
- a. Nama Instansi : -
- b. A l a m a t : -
6. Jangka Waktu Penelitian : 5 (lima) bulan
7. Biaya Yang Diperlukan : 2.600.000,00
8. Seminar Hasil Penelitian
- a. Dilaksanakan Tanggal : 6 Maret 2000
- b. Hasil Penelitian : ( ) Baik Sekali (V) Baik  
( ) S e d a n g ( ) K u r a n g

Surabaya, 6 Maret 2000

Mengetahui/Mengesahkan :

a.n. Rektor  
Ketua Lembaga Penelitian,

Prof.Dr. Noor Cholies Zaini f  
NIP. 130 355 372

## RINGKASAN PENELITIAN

|                  |   |  |
|------------------|---|--|
| Judul Penelitian | : | Perlindungan Hukum Investor Pemegang Obligasi Dalam Rangka Perjanjian Perwaliananatan di Pasar Modal |
| Ketua Peneliti   | : | Rahmi Jened, S.H.,MH   |
| Anggota Peneliti | : | Dra. Hj. Sundari Kabat, S.H., M.Hum<br>Mas Rahmah, S.H., CN.   |
| Fakultas/Puslit  | : | Hukum / Universitas Airlangga  |
| Sumber Biaya     | : | Dana Rutin Universitas Airlangga 1999/2000   |

---

### Ringkasan

Krisis ekonomi bermula dari terdepresiasinya nilai tukar rupiah terhadap dollar yang semula Rp. 2.400,00 per US \$ 1 sempat menjadi Rp. 15.000,00 per US\$ 1. Krisis ekonomi membawa akses dalam aktivitas pasar modal yang dianggap sebagai "*emerging market*" di Indonesia. Saat itu, akibat krisis ekonomi sedikitnya 70 % perusahaan di Bursa Efek Jakarta diambang kebangkrutan (Harian Bisnis Indonesia 22 September, 1998 : 4). Satu tahun kemudian tak kurang 124 perusahaan yang sudah tercatat (*listed*) di bursa, dihapus dari pencatatan (*delisting*) baik dari Bursa Efek Jakarta maupun Bursa Efek Surabaya (SCFM 15 Juli 1999).

Kepailitan dan "*delisting*" membawa konsekuensi yang kompleks, utamanya jika mengingat kepentingan berbagai pihak yang ingin dilindungi. Namun demikian isu kepailitan dan "*delisting*" perusahaan publik akan membawa dampak langsung bagi investor pemegang obligasi. Dalam arti "Apakah investor pemegang obligasi dapat menagih piutangnya berikut interest dan hak-hak dan yang melekat pada obligasi, meski obligasi tersebut belum jatuh tempo ?

Dalam kaitan ini, nampak bahwa resiko *capital lost* bagi investor pemegang obligasi sangat besar, lebih-lebih bila dicermati bahwa sejak awal investor pemegang obligasi telah diikat dengan Perjanjian Perwaliananatan yang dibuat oleh Emiten dengan lembaga Waliamanat tanpa melibatkan investor pemegang obligasi yang bersangkutan.

Berdasarkan latar belakang permasalahan tersebut di atas, masalah yang akan diteliti adalah :

1. Bagaimana prosedur emisi dan investasi obligasi pasar modal ?
2. Bagaimana hubungan hukum para pihak yang terkait dalam emisi dan investasi obligasi di pasar modal ?
3. Sarana hukum apakah yang dapat melindungi investor obligasi dalam investasinya di pasar modal ?

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui prosedur dan hubungan hukum para pihak yang terkait dalam emisi dan investasi

obligasi di pasar modal. Dari hal tersebut selanjutnya dapat ditelaah sarana hukum apakah yang dapat digunakan untuk melindungi investor pemegang obligasi.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi perumus kebijaksanaan di bidang pasar modal, bagi para investor juga bagi kalangan praktisi dan akademis yang menggeluti bidang pasar modal. Selain itu diharapkan penelitian ini akan dapat memberikan wacana dan wawasan bagi kami dalam proses belajar mengajar Hukum Pasar Modal, Hukum Surat Berharga, serta Hukum Perbankan.

Penelitian ini bersifat *socio legal research*. Data yang digunakan sebagai acuan adalah data primer dan data sekunder. Data primer diperoleh dari peraturan perundang-undangan dan hasil wawancara dengan responden. Data sekunder berasal dari kepustakaan. Mengingat kendala di lapangan, peneliti hanya dapat mewawancarai Trading & Membership Assistant Manager Bursa Efek Surabaya. Seluruh data yang terkumpul dianalisis secara kualitatif dan dipaparkan secara deskriptif.

Hasil penelitian menunjukkan :

1. Prosedur emisi obligasi pada dasarnya sama seperti prosedur emisi saham. Namun seperti praktek yang terjadi di hampir semua negara, obligasi diperdagangkan di luar bursa (*Over the Counter - OTC*). Bursa Efek Surabaya yang memfokuskan pada pasar obligasi mengembangkan konsep *Over the Counter Fixed Income Service* (OTC-FIS)
2. Dalam mencermati prosedur emisi dan investasi obligasi seperti tersebut di atas, ada berbagai macam perjanjian yang melingkupinya yaitu :
  - a. Perjanjian Penjaminan Emisi
  - b. Perjanjian Hutang Piutang
  - c. Perjanjian Keperantaraan
  - d. Perjanjian Perwaliamanatan
  - e. Perjanjian Penanggungan (jika ada)Perjanjian ini mencerminkan bagaimana hubungan hukum para pihak yang terkait dengan emisi dan investasi obligasi.
3. Sarana perlindungan hukum bagi investasi pemegang obligasi meliputi :
  - a. Sarana hukum preventif meliputi informasi yang menampilkan kinerja Emiten, data rating dan eksistensi Waliamanat
  - b. Sarana hukum represif meliputi sanksi administrasi , sanksi perdata, sanksi pidana, bentuk obligasi berjaminan serta RUPPO

## KATA PENGANTAR

Puji syukur peneliti panjatkan kepada Allah SWT karena atas rahmat-Nya, maka penelitian berjudul "Perlindungan Hukum Investor Pemegang Obligasi Dalam Rangka Perjanjian Perwaliamanatan di Pasar Modal" dapat peneliti laksanakan.

Kami menyadari bahwa laporan penelitian ini masih banyak kelemahannya, untuk itu peneliti mengharapkan kritik dan saran guna perbaikan laporan penelitian ini. Harapan peneliti semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan pada umumnya dan proses belajar mengajar pada khususnya.

Pada kesempatan ini peneliti menyampaikan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada :

- Yth. Rektor Universitas Airlangga
- Yth. Ketua Lembaga Penelitian Universitas Airlangga
- Yth. Dekan Fakultas Hukum Universitas Airlangga

serta pihak-pihak yang telah membantu dalam rangka penyelesaian laporan penelitian ini.

Surabaya, Pebruari 2000

Peneliti

## DAFTAR ISI

|  | Halaman |
|--|---------|
| RINGKASAN PENELITIAN .....   | i       |
| KATA PENGANTAR .....   | v       |
| DAFTAR ISI .....   | vi      |
| BAB I. PENDAHULUAN .....   | 1       |
| 1. Latar Belakang Permasalahan .....                                     | 1       |
| 2. Rumusan Masalah .....   | 2       |
| 3. Tujuan Penelitian .....   | 2       |
| 4. Kontribusi Penelitian .....   | 3       |
| BAB II TINJAUAN PUSTAKA .....  | 4       |
| BAB III. METODE PENELITIAN .....   | 15      |
| BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN .....                                       | 16      |
| 1. Prosedur Dalam Rangka Emisi dan Investasi<br>Obligasi .....           | 16      |
| 2. Hubungan Hukum Para Pihak Dalam Emisi<br>dan Investasi Obligasi ..... | 23      |
| 3. Sarana Hukum Perlindungan Bagi Investor<br>Pemegang Obligasi.....     | 33      |
| BAB V. PENUTUP .....   | 39      |
| 1. Simpulan .....  | 39      |
| 2. Saran .....   | 40      |
| DAFTAR BACAAN  |         |

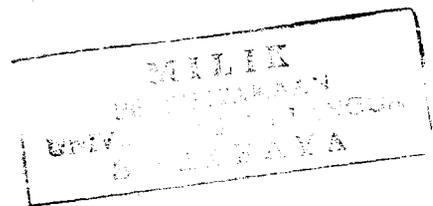
# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1. Latar Belakang Permasalahan

Krisis ekonomi bermula dari terdepresiasinya nilai tukar rupiah terhadap dollar yang semula Rp. 2.400,00 per US \$ 1 sempat menjadi Rp. 15.000,00 per US\$ 1. Krisis ekonomi membawa akses dalam aktivitas pasar modal yang dianggap sebagai "*emerging market*" di Indonesia. Saat itu, akibat krisis ekonomi sedikitnya 70 % perusahaan di Bursa Efek Jakarta diambang kebangkrutan (Harian Bisnis Indonesia 22 September, 1998 : 4). Satu tahun kemudian tak kurang 124 perusahaan yang sudah tercatat (listed) di bursa, dihapus dari pencatatan (*delisting*) baik dari Bursa Efek Jakarta maupun Bursa Efek Surabaya (SCFM 15 Juli 1999).

Kepailitan dan "*delisting*" membawa konsekuensi yang kompleks, utamanya jika mengingat kepentingan berbagai pihak yang ingin dilindungi. Namun demikian isu kepailitan dan "*delisting*" perusahaan publik akan membawa dampak langsung bagi investor pemegang obligasi. Dalam arti "Apakah investor pemegang obligasi dapat menagih piutangnya berikut interest dan



hak-hak dan yang melekat pada obligasi, meski obligasi tersebut belum jatuh tempo ?

Dalam kaitan ini, nampak bahwa resiko *capital lost* bagi investor pemegang obligasi sangat besar, lebih-lebih bila dicermati bahwa sejak awal investor pemegang obligasi telah diikat dengan Perjanjian Perwaliamanatan yang dibuat oleh Emiten dengan lembaga Waliamanat tanpa melibatkan investor pemegang obligasi yang bersangkutan.

## 2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang permasalahan tersebut di atas, masalah yang akan diteliti adalah :

1. Bagaimana prosedur emisi dan investasi obligasi pasar modal ?
2. Bagaimana hubungan hukum para pihak yang terkait dalam emisi dan investasi obligasi di pasar modal ?
3. Sarana hukum apakah yang dapat melindungi investor obligasi dalam investasinya di pasar modal ?

## 3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui prosedur dan hubungan hukum para pihak yang terkait dalam emisi dan investasi obligasi di pasar modal. Dari hal tersebut selanjutnya

dapat ditelaah sarana hukum apakah yang dapat digunakan untuk melindungi investor pemegang obligasi.

#### **4. Kontribusi Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi perumus kebijaksanaan di bidang pasar modal, bagi para investor juga bagi kalangan praktisi dan akademis yang menggeluti bidang pasar modal. Selain itu diharapkan penelitian ini akan dapat memberikan wacana dan wawasan bagi kami dalam proses belajar mengajar Hukum Pasar Modal, Hukum Surat Berharga, serta Hukum Perbankan.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

Emiten adalah pihak yang melakukan kegiatan penawaran efek dalam tujuan untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam Undang-Undang Pasar Modal. Efek adalah surat berharga yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyeteran investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Sementara obligasi adalah tanda bukti pengakuan utang dengan bunga/kupon yang ditentukan oleh suatu pihak melalui suatu prosedur penawaran umum untuk jangka waktu di atas satu tahun dan tercatat di bursa (Journal Hukum Bisnis Vol 3, 1998 : 51).

Obligasi hanya dapat diterbitkan oleh badan hukum, baik yang berbentuk Perseroan Terbatas ataupun bentuk badan hukum lainnya. Berbeda dengan hak-hak yang dimiliki oleh pemegang saham, pemegang obligasi tidak mempunyai hak suara maupun hak atas deviden. Pemegang obligasi hanya berhak atas bunga dan atas pelunasan pinjaman pada waktu pinjaman berakhir tanpa memperdulikan untung rugi perusahaan (Journal Hukum Bisnis Vol 3, 1998 : 60).

Jenis obligasi bermacam-macam, diantaranya (Journal Hukum Bisnis Vol 3, 1998 : 61) :

1. Obligasi dengan tingkat suku bunga tetap  
Telah ditetapkan sejak semula tingkat persentase bunga yang wajib dibayar perusahaan. Karena bunganya tetap maka pergerakan harga obligasi di pasar sekunder umumnya berlawanan dengan pergerakan tingkat bunga yang berlaku umum.
2. Obligasi dengan tingkat bunga mengambang  
Berbagai cara dapat dipakai dalam menetapkan tingkat bunga mengambang, misalnya, dikaitkan dengan SIBOR atau UBOR. Namun adakalanya dengan ditetapkan tetap untuk tahun pertama dan menyumbang untuk tahun berikutnya.
3. Obligasi dengan jaminan  
Dalam pasar modal dikenal obligasi berjaminan (*secured bonds*) maupun tanpa jaminan (*insecured bonds*). Obligasi dengan jaminan juga beragam, misalnya, obligasi yang dijaminan oleh *guarantor* atau dijamin aktiva tertentu seperti tanah, gedung, pabrik dan perlengkapannya. Sedang obligasi tanpa jaminan tunduk pada ketentuan umum jaminan yang diatur dalam Pasal 1131 KUH Perdata.
4. Obligasi Konversi  
Obligasi ini memberikan hak bagi pemegangnya untuk memberikan obligasi dengan saham perseroan dengan harga tertentu di samping haknya untuk menerima pembayaran pokok obligasi dan bunga jika pemegangnya tidak ingin menukarkannya pada saham.

Sementara Setiadi membagi jenis-jenis obligasi menjadi (A. Setadi, 1998 : 25-35)

1. Yang bersifat hutang murni (*Plain "Vanilla" Bonds*)
2. Yang tidak murni bersifat hutang (*Equity Like Bonds*)

Untuk obligasi yang bersifat hutang murni mencakup :

- a. Berdasarkan Penerbitnya  
Berdasarkan penerbitnya atau pihak yang mengeluarkan (emiten), obligasi dibedakan menjadi beberapa jenis yaitu :

- a. Obligasi Perusahaan (*Corporate Bond*). Obligasi perusahaan merupakan obligasi yang diterbitkan oleh suatu perusahaan atau badan hukum. Dalam *Black's Dictionary*, *corporate bond* ini didefinisikan sebagai "*a written promise by a corporation under seal to pay a fixed sum of money at some future time named, with stated interest payable at some fixed time or intervals, given in return for money or its equivalent received by the corporation, sometimes secured and sometimes not.* *Corporate bond* ini biasanya diterbitkan untuk jangka waktu panjang. Obligasi jenis ini ada yang dijamin dengan kekayaan tertentu perusahaan penerbitnya dan ada yang tidak dijamin dengan kekayaan tertentu, tetapi hanya dengan kekayaan penerbitnya secara umum. Obligasi jenis *corporate bond* ini biasanya menawarkan bunga yang cukup tinggi. Obligasi ini yang paling banyak diterbitkan di Indonesia, baik oleh perusahaan swasta nasional, *joint venture* maupun badan usaha pemerintah (*persero*).
- b. Obligasi Pemerintah (*Government Bond*). Obligasi ini merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah. Obligasi ini biasanya diterbitkan oleh pemerintah pusat dalam rangka pembiayaan pembangunan dan biasanya pula berjangka panjang yaitu 10 sampai 20 tahun. Obligasi ini biasanya tidak dijamin dengan kekayaan tertentu. Namun demikian, dari segi keamanannya termasuk dalam kelompok "*highest quality bond*", sebab penerbitnya adalah pemerintah. Tetapi *government bond* ini biasanya memberikan keuntungan yang sangat kecil. Beberapa waktu yang gencar diperdebatkan mengenai perlu tidaknya pemerintah Indonesia mengeluarkan *government bond* sebagai alternatif pendanaan pembangunan sehubungan dengan hutang-hutang luar negerinya, banyak pemerintah negara lain yang sudah menerbitkan obligasi untuk membiayai pembangunan. Salah satu pemerintah yang pernah menerbitkan *government bond* ini misalnya ialah pemerintah Amerika Serikat yang menerbitkan *government bond* yang dikenal dengan nama *treasury bond*.
- c. *Municipal Bond*. Obligasi ini pada dasarnya sama dengan *government bond*. Hanya saja, obligasi ini diterbitkan oleh pemerintah daerah (*local government*) atau pemerintah negara bagian.

- b. Berdasarkan jangka waktu  
Berdasarkan jangka waktu penerbitannya, obligasi dibagi menjadi :
- a. Obligasi jangka panjang (*Long term-Bond*) Obligasi ini merupakan obligasi yang jangka waktu jatuh temponya lama. Yang dimaksud dengan jangka waktu panjang ini lebih dari satu periode akuntansi yang biasanya satu tahun.
  - b. Obligasi Jangka Pendek (*Short term Bond*). Obligasi jangka pendek merupakan obligasi yang jangka waktunya maksimal satu periode tahun pembukuan.
- c. Berdasarkan penghitungan bunga obligasi  
Obligasi biasanya memberikan keuntungan atau pendapatan bagi pemegangnya yang berupa bunga (*interest*). Dari segi penghitungan pendapatan yang diperoleh dari bunga obligasi ini, jenis obligasi dapat dibagi menjadi :
- a. Obligasi Dengan Bunga Tetap (*Fixed-rate Bond*). Obligasi dengan bunga yang tetap merupakan obligasi yang memberikan bunga yang bersifat tetap selama jangka waktu obligasi tersebut. Misalnya sebuah obligasi diterbitkan untuk jangka waktu 5 (lima) tahun dengan tingkat bunga 18 % per tahun, ini berarti setiap tahun, mulai dari tahun pertama sampai tahun kelima, bunga atas obligasi tersebut adalah tetap, yaitu 18 % per tahun.
  - b. Obligasi Dengan Bunga Mengambang (*Floating-rate Bond*), Obligasi ini merupakan obligasi yang perhitungan bunganya ditentukan dengan cara tertentu yang berubah-ubah (karena itu dikatakan mengambang atau *floating*). Biasanya ada beberapa cara yang digunakan untuk menentukan tingkat bunga mengambang ini, misalnya ialah dengan mengkaitkan dengan suku bunga rata-rata deposito jangka waktu tertentu dibank-bank tertentu, atau rata-rata bunga antar bank dalam suatu jangka waktu tertentu atau dengan cara mengaitkan dengan tingkat penghasilan pihak yang menetapkan obligasi tersebut pada suatu periode tertentu.  
Obligasi jenis yang terakhir ini lazim disebut dengan istilah *revenue index bond*.
  - c. Obligasi Tanpa Bunga (*Zero Coupon Bond*). Obligasi jenis ini tidak memberikan bunga kepada pemegangnya. Sebagai gantinya biasanya pada saat penerbitan, pembeli

obligasi diberikan suatu diskon. Pemegangnya pada saat membeli obligasi akan membayar dengan harga tertentu yang lebih rendah dari nilai nominal obligasi yang bersangkutan dari pada saat jatuh tempo, penerbitnya akan membayar sejumlah penuh nilai nominal obligasi. Sehingga pemegang obligasi tetap akan mendapatkan keuntungan meskipun tidak mendapatkan bunga.

d. Berdasarkan jaminan atau kolateral

Ditinjau dari segi jaminannya atau koleteralnya dikenal jenis-jenis obligasi sebagai berikut :

a. Obligasi Dengan Jaminan Tertentu (*Secured Bond*). Obligasi ini merupakan obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu dari penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga. Dalam kelompok ini termasuk di dalamnya adalah :

- *Guaranteed Bond* (Obligasi Dengan Penanggungan), yaitu obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin dengan penanggungan atau *borgtocht* dari pihak ketiga. Perusahaan-perusahaan kecil yang belum dikenal atau tidak mempunyai harta yang mencukupi biasanya sulit untuk menerbitkan obligasi. Seringkali perusahaan ini berafiliasi atau merupakan anak perusahaan (*subsidiary*) dari perusahaan yang besar (*parent company*). Perusahaan besar inilah yang biasanya memberikan jaminan perusahaan (*corporate guarantee*) terhadap pelunasan hutang pokok dan bunga atas obligasi tersebut. Dengan demikian apabila perusahaan penerbit obligasi tidak memenuhi kewajibannya untuk membayar hutang pokok maupun bunganya, maka perusahaan penanggunganlah yang akan memenuhi kewajibannya. Di Indonesia penanggungan ini biasanya dilakukan dalam hal suatu perusahaan yang sudah menerbitkan obligasi hendak menerbitkan obligasi lagi (obligasi yang kedua). Penanggungan biasa dilakukan oleh bank.
- *Mortgage Bond* yaitu obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin dengan agunan hipotik atas properti atau harta tetap. Atas harta tetap yang dijadikan jaminan ini biasanya dipasang

hipotik atau dalam bahasa Inggris disebut *mortgage*. Nilai agunan yang diberikan biasanya disyaratkan melebihi jumlah pokok obligasi yang diterbitkan. Apabila penerbit obligasi tidak memenuhi kewajibannya, maka pemegang obligasi dapat mengeksekusi agunan tersebut dengan jalan melelangnya dan hasil penjualannya digunakan untuk melunasi kewajiban penerbit kepada pemegang.

Dalam klasifikasi *mortgage bond* ini dikenal *mortgage bond* yang terbuka (*open end*) dan yang bersifat terbuka memberi peluang kepada penerbit obligasi untuk menerbitkan obligasi berikutnya dengan jaminan harta tetap / properti yang tadinya dijadikan agunan bagi *mortgage bond* terdahulu. Kedudukan antara pemegang obligasi terdahulu dan berikutnya adalah sama terhadap jaminan tersebut. Artinya apabila penerbit wanprestasi, maka pemegang obligasi pertama maupun berikutnya memperoleh bagian yang proporsional sesuai dengan besar kecilnya nilai obligasi yang dimiliki oleh masing-masing pemilik.

Sedangkan untuk obligasi yang bersifat tertutup (*closed-end*) agunan yang ada dapat digunakan sebagai agunan untuk obligasi selanjutnya tetapi pemegang obligasi terdahulu mempunyai kedudukan yang lebih senior dari pemegang obligasi yang diterbitkan berikutnya. Dengan demikian pemegang obligasi pertama harus mendapatkan prioritas untuk pelunasan dari harta yang dijamin dan kalau sudah terbayar sepenuhnya baru beralih kepada pemegang obligasi kedua dan begitu seterusnya. Cara ini sama dengan pinjaman yang dijamin dengan hipotik. Pemegang hipotik pertama memperoleh pelunasan terlebih dahulu dari hasil pelelangan jaminan dan setelah mendapatkan pelunasan sepenuhnya, baru sisanya dibagikan kepada pemegang hipotik kedua, apabila ada. Sehingga kalau benda jaminan tidak mencukupi, maka pemegang hipotik pertama saja yang mendapatkan pembayaran. Obligasi jenis ini adalah paling menjamin kepentingan pemegang obligasi yang memegang hipotik pertama. Obligasi di Indonesia umumnya dijamin dengan

hipotik disamping gadai, fiducia dan penanggungan (borgtocht).

- *Collateral Trust Bond* yaitu obligasi yang dijamin dengan efek yang dimiliki penerbit dalam portofolionya. Dalam hal ini penerbit dapat mengagunkan saham-saham anak perusahaannya yang dimilikinya.
  - *Equipment Trust Bond* yaitu obligasi yang dijamin dengan agunan berupa equipment (peralatan) yang dimiliki oleh penerbit dan dipergunakan untuk usahanya sehari-hari misalnya pesawat untuk perusahaan penerbangan atau mesin-mesin untuk perusahaan industri. Di Indonesia obligasi yang dijamin dengan fiducia atas barang bergerak termasuk obligasi dalam jenis ini.
- b. Obligasi Tanpa Jaminan (Unsecured Bond). Obligasi ini merupakan suatu jenis obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu tetapi dijamin dengan kekayaan penerbitnya berdasarkan titel umum atau dengan *earning power* penerbitnya. Dalam Law Dictionary. Obligasi tanpa jaminan ini disebut sebagai debenture yaitu *a bond or long term loan not separately backed or secured by specific assets*. Dalam *Dictionary of Accounting* dikatakan bahwa *Debenture are sometimes inappropriately described as unsecured, but they are actually secured by the total unmortgage resources and the potential earning power of the borrowing company*.

Jadi, obligasi ini sebenarnya tidak berarti sama sekali tanpa jaminan, tetapi merupakan obligasi yang tidak dijamin dengan kekayaan tertentu, sebab pada prinsipnya setiap hutang penerbit dijamin dengan seluruh kekayaan penerbit.

Dalam konteks di Indonesia obligasi jenis ini berkaitan dengan ketentuan Pasal 1131 KUH Perdata mengenai jaminan umum. Dalam pasal 1131 KUH Perdata berlaku asas bahwa segala kebendaan si berhutang baik yang bergerak maupun tidak bergerak, baik yang sudah ada maupun yang baru akan ada di kemudian hari, menjadi tanggungan untuk segala perikatannya perseorangan. Sehingga kalau penerbit obligasi adalah perusahaan yang memiliki banyak kekayaan maka dengan sendirinya

jaminan terhadap pelunasan obligasi ini menjadi semakin baik.

Hanya saja dalam hal kepailitan atau wanprestasi dari penerbit obligasi, pemegang obligasi akan merupakan kreditur yang konkuren dengan para kreditur lainnya. Obligasi jenis ini sampai saat ini sepanjang pengetahuan penulis belum diperbolehkan diterbitkan melalui penawaran umum di pasar modal Indonesia.

e. Berdasarkan cara peralihan

Ditinjau dari segi peralihannya obligasi dapat dibedakan menjadi :

- a. Obligasi Atas Unjuk (*Bearer Bond / Aan Toonder Obligate*). Obligasi ini merupakan obligasi yang tidak mencantumkan nama pemegangnya di dalam surat obligasi yang bersangkutan. Siapa saja yang memegang obligasi saat itu maka dialah yang dianggap sebagai pemiliknya dan dengan menunjukkan sertifikat obligasi ini pada saat jatuh tempo si pemegangnya mendapatkan hak atas pelunasan pokok maupun bunganya. Obligasi atas unjuk ini memiliki ciri-ciri sebagai berikut :
- Nama pemilik tidak tercantum pada sertifikat obligasi,
  - Setiap sertifikat obligasi disertai dengan kupon bunga yang dapat dilepaskan dan diserahkan kepada penerbit atau agen pembayarannya setiap waktu jika bunga jatuh waktu untuk mendapatkan pembayaran,
  - Sangat mudah untuk dialihkan, berdasarkan Pasal 612 KUH Perdata peralihan obligasi atas unjuk ini cukup dilakukan dengan cara penyerahan sertifikat obligasinya saja,
  - Kertas sertifikat obligasi dibuat dari bahan yang berkualitas tinggi seperti halnya kertas untuk pembuat uang,
  - Bunga dan pokok obligasi hanya dibayarkan kepada orang yang dapat menunjukkan kupon bunga dan sertifikat obligasi,
  - Kupon bunga dan sertifikat obligasi yang rusak dapat diminta penggantian,
  - Kupon bunga dan sertifikat obligasi yang hilang tidak dapat diminta penggantian.

- b. Obligasi Atas Nama (*Registered Bond / Op Naam Obligated*) yaitu obligasi yang mencantumkan nama pemegangnya pada sertifikat obligasi yang bersangkutan. Obligasi atas nama ini dapat dibedakan menjadi :
- Obligasi atas nama untuk pokok jaminan, pada obligasi ini nama pemilik tercantum dalam sertifikat obligasi dan kupon bunga dilekatkan padanya,
  - Obligasi atas nama untuk bungam pada obligasi ini nama pemilik tidak tercantum dalam sertifikat obligasi, tetapi nama dan alamat pemilik dicatat di perusahaan penerbit untuk memudahkan dalam pengiriman bunga,
  - Obligasi atas nama untuk pokok pinjaman dan bunga, pada obligasi ini nama pemilik tercantum dalam sertifikat obligasi akan tetapi tidak pada kupon bunga. Pembayaran pokok dan bunga langsung disampaikan kepada pemilik yang namanya tercantum di perusahaan penerbit.

Peralihan obligasi atas nama ini menurut Pasal 613 KUH Perdata harus dilakukan dengan suatu akta baik otentik maupun dibawah tangan. Dengan akta ini hak-hak atas obligasi atas nama tersebut dilimpahkan kepada pihak lain. Pernyataan tersebut baru menimbulkan akibat hukum bagi penerbit obligasi setelah peralihan tersebut diberitahukan kepada penerbit atau secara tertulis disetujui dan diakui oleh penerbit obligasi.

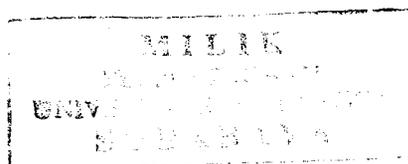
Obligasi yang tidak murni bersifat hutang mencakup :

a. Obligasi Konvensi

Obligasi konvensi (*convertible bond*) merupakan suatu jenis obligasi yang disamping memberikan bunga juga memberikan hak opsi kepada pemegangnya untuk menukar pokok pinjaman obligasi dengan saham atau equity dari emiten atau perusahaan penerbitnya dengan harga tertentu (rasio konversi tertentu) dan pada saat tertentu.

b. *Stripped Bond*

*Stripped bond* pada dasarnya sama dengan obligasi konversi, yaitu merupakan obligasi yang pemegangnya diberi hak opsi untuk mengkonversikan pinjaman obligasi menjadi saham atau equity dari emitennya. Hanya saja bedanya dalam obligasi jenis ini hak opsi tersebut dapat dilepas dari



pokoknya dan pemegang obligasi dapat memperdagangkan hak opsi tersebut secara terpisah atau sendiri.

Ada kode-kode yang ditetapkan oleh PEFINDO untuk memberikan penilaian atas obligasi :

- a. PAAA : Efek hutang yang mempunyai kemungkinan resiko investasi yang paling rendah. Kesanggupan membayar kembali angsuran bunga dan pokok hutang adalah sedemikian baik sehingga perubahan keadaan ekonomi, bisnis maupun kondisi keuangan, tidak akan mempengaruhi resiko investasi secara berarti.
- b. PAA : Efek hutang yang mempunyai kemungkinan resiko investasi yang sangat rendah. Kesanggupan membayar kembali angsuran bunga dan pokok hutang adalah sangat baik. Perubahan keadaan ekonomi, bisnis maupun kondisi keuangan mungkin saja mempengaruhi resiko investasi, tetapi kalau pun demikian pengaruhnya tidak akan sangat berarti.
- c. PA : Efek hutang yang mempunyai kemungkinan resiko investasi cukup rendah. Kesanggupan membayar kembali angsuran bunga dan pokok hutang adalah baik, meskipun demikian, perubahan keadaan ekonomi, bisnis maupun kondisi keuangan dapat saja menyebabkan naiknya resiko investasi.
- d. PBBB : Kesanggupan membayar kembali angsuran bunga dan pokok hutang adalah memadai. Akan tetapi, perubahan keadaan ekonomi, bisnis maupun kondisi keuangan lebih besar kemungkinan akan menyebabkan resiko investasi naik bila dibandingkan dengan efek hutang dalam kategori yang lebih tinggi.
- e. PBB : Efek hutang yang terdapat kemungkinan timbulnya resiko investasi. Kesanggupan membayar kembali angsuran bunga dan pokok hutang ada tetapi akan mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan ekonomi, bisnis maupun kondisi keuangan.
- f. PB : Efek hutang yang saat ini mengandung resiko investasi. Pembayaran kembali angsuran bunga

- dan pokok hutang tidak cukup dilindungi terhadap perubahan keadaan ekonomi, bisnis maupun kondisi keuangan.
- g. PC : Efek hutang yang spekulatif atau memiliki resiko macet cukup besar.
  - h. PD : Efek hutang yang macet

### BAB III

#### METODE PENELITIAN

Penelitian ini bersifat *socio legal research*. Data yang digunakan sebagai acuan adalah data primer dan data sekunder. Data primer diperoleh dari peraturan perundang-undangan dan hasil wawancara dengan responden. Data sekunder berasal dari kepustakaan.

Mengingat kendala di lapangan, peneliti hanya dapat mewawancarai Trading & Membership Assistant Manager Bursa Efek Surabaya.

Seluruh data yang terkumpul dianalisis secara kualitatif dan dipaparkan secara deskriptif.

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 1. Prosedur Dalam Rangka Emisi dan Investasi Obligasi

Prosedur ini dimulai dari kegiatan Emiten untuk melakukan emisi obligasi melalui penawaran umum. Adapun proses yang harus dilalui.

##### 1. Penyusunan Pernyataan Pendaftaran

###### a. Dilakukan oleh

- Emiten
- penjamin emisi efek
- profesi penunjang
- lembaga penunjang

dibawah koordinasi penjamin emisi efek

###### b. Bentuk dan isi Pernyataan Pendaftaran

b.1. surat pengantar

b.2. prospektus

b.3. Iklan, brosur dan aduan dalam penawaran

b.4. dokumen yang mencakup

- rencana jadual emisi
- konsep surat efek
- konsep akhir prospektus
- laporan keuangan yang telah diperiksa oleh akuntan

Surat Pernyataan (*comfort letter*) dan akuntan sehubungan dengan terjadinya perubahan yang terjadi setelah tanggal laporan keuangan yang telah diperiksa akuntan publik.

- rencana penggunaan dimana hasil emisi yang dimuat per tahun.
- *legal audit* dan *legal opinion* yang dibuat konsultan hukum
- Riwayat hidup dari para anggota Dewan Komisaris dan Direksi

- Penyampaian Penjaminan Emisi, Perjanjian nilai para penjamin emisi efek dan Perjanjian Agen Penjual.
  - Perjanjian Wali amanat (jika ada)
  - Perjanjian Penanggungan (jika ada)
  - Perjanjian dengan Biro Administrasi Efek
2. Pernyataan pendaftaran disampaikan Emiten kepada BAPEPAM dan dilakukan ekspose terbatas di BAPEPAM. Selanjutnya BAPEPAM akan memberikan tanggapan atas kewajiban *disclosure* baik dari segi hukum, akuntansi keuangan dan manajemen.
3. Setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM, maka obligasi masuk pada pasar primer yang disebut tahap penawaran umum.
- a. Penawaran umum harus dilakukan selambat-lambatnya 60 (enam puluh) hari setelah Pernyataan Pendaftaran dinyatakan efektif atau sebelum terlampaui jangka waktu 180 (seratus delapan puluh) hari dari tanggal neraca, tergantung yang mana yang lebih dahulu.
    - Sebelum dimulainya penawaran umum penjamin emisi efek dan agen penjual wajib telah menyebarluaskan kepada umum atau calon pembeli.
    - Mengumumkan prospektus ringkas dalam sekurang-kurangnya satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang telah mempunyai peredaran nasional, sedikit-dikitnya 3 (tiga) hari sebelum dimulainya masa penawaran.  
Penawaran umum dilaksanakan minimal 3 (tiga) hari kerja.
  - b. Setelah itu dilakukan periode penjatahan yakni jika jumlah permintaan efek melebihi jumlah efek yang ditawarkan. Penjatahan harus diselesaikan dalam jangka waktu 6 (enam) hari kerja sejak masa penawaran umum berakhir.
  - c. Penyerahan efek atau sertifikat efek harus diberikan kepada investor (pemodal) selambat-lambatnya 6 (enam) hari setelah tanggal akhir penjatahan.
  - d. Penyampaian Laporan Pelaksanaan Kegiatan penawaran umum oleh penjamin emisi efek kepada BAPEPAM

selambat-lambatnya 12 (dua belas) hari kerja setelah berakhirnya penawaran umum.

#### 4. Tahap Pencatatan Obligasi

Perdagangan efek di pasar sekunder dimulai dengan pencatatan efek di bursa efek. Adapun persyaratan pencatatan obligasi adalah sebagai berikut (Bursa Efek Surabaya, 1997).

1. Untuk dapat mencatatkan obligasinya di Bursa, Emiten wajib memenuhi ketentuan sebagai berikut :

##### a. JENIS A

- i) Modal disetor sekurang-kurangnya Rp. 10.000.000.000,- (sepuluh miliar rupiah)
- ii) Emiten memiliki total kekayaan (aset) setelah penawaran umum sekurang-kurangnya Rp.20.000.000.000,- (dua puluh miliar rupiah)
- iii) Laporan keuangan yang diaudit oleh Akuntan Publik dengan Pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP) untuk 3 (tiga) tahun buku terakhir atau sejak tahun berdirinya.

##### b. JENIS B

- i) Modal setor sekurang-kurangnya Rp. 3.000.000.000,- (tiga miliar rupiah)
- ii) Emiten memiliki total kekayaan (aset) setelah penawaran umum tidak lebih dari Rp.10.000.000.000,- (sepuluh miliar rupiah)
- iii) Laporan keuangan yang diaudit oleh Akuntan Publik dengan Pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP) untuk 3 (tiga) tahun buku terakhir atau sejak tahun berdirinya
- iv) Nilai emisi sebesar-besarnya Rp. 7.500.000.000,- (tujuh miliar lima ratus juta rupiah)
- v) Tidak terafiliasi/dikendalikan oleh perusahaan besar
- vi) Bukan merupakan Reksa Dana.

2. Pernyataan Pendaftaran telah dinyatakan efektif oleh BAPEPAM

3. Emiten harus berbentuk badan hukum

4. Jika Emiten memiliki saldo rugi pada neraca perusahaan tahun terakhir, maka besarnya jumlah

kerugian tersebut tidak boleh melebihi 25 % (dua puluh lima persen) dari modal disetor. Dalam hal Emiten mengalami rugi baik pada saldo neraca maupun pada Laporan Laba Rugi, maka wajib disampaikan pula Laporan Keuangan Terakhir yang belum pernah diperiksa oleh Akuntan Publik dan Laporan Arus Kas Operasional tahun berjalan serta proyeksi untuk 2 (dua) tahun yang akan datang.

5. Apabila obligasi Emiten tercatat tunggal (*single listing*), maka wajib memiliki minimum 2 pembentuk pasar (*market maker*)
6. Memperoleh peringkat dari Perusahaan Pernerjang Efek, yang memperoleh ijin usaha dari BAPEPAM.
7. Komisaris dan Direksi memiliki reputasi yang baik. Jika Emiten adalah Bank, maka kriteria Komisaris dan Direksi wajib sesuai dengan ketentuan Bank Indonesia.
8. Dalam hal Emiten adalah Bank, maka wajib melampirkan rekomendasi dari Bank Indonesia yang menyatakan bahwa bank tersebut sehat.
9. Dalam hal obligasi yang akan dicatatkan adalah obligasi konversi, maka dalam prospektus dan perjanjian perwaliamanatan atau perjanjian yang sejenis wajib memuat ketentuan tentang perlindungan pemegang obligasi konversi dari ilusi yang disebabkan oleh turunnya harga saham sebagai akibat dari keputusan perusahaan.
10. Dalam hal Emiten berniat untuk mencatatkan obligasi dan memperdagangkannya tanpa warkat (*scriptless*) :
  - a. Obligasi diterbitkan tanpa warkat
  - b. Obligasi dan kupon bunga dititipkan di Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP)
  - c. Bukti kepemilikan obligasi adalah Rekening Obligasi yang dikeluarkan oleh pihak Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian.
11. Persyaratan tersebut tidak berlaku bagi obligasi yang dicatatkan atas permintaan Menteri Keuangan R.I, atau yang secara khusus dikecualikan oleh Menteri Keuangan R.I.

Permohonan Pencatatan Obligasi dilakukan dengan suatu prosedur sebagai berikut : (Bursa Efek Surabaya, 1997)

1. Emiten yang melakukan Penawaran Umum setelah Pernyataan Pendaftaran dinyatakan Emiten wajib menyampaikan jadwal Penawaran Umum termasuk tanggal pencatatannya.
2. Emiten wajib menyampaikan Permohonan Pencatatan kepada Bursa sebelum tanggal pencatatan yang direncanakan sebagaimana yang dinyatakan dalam Prospektus setelah Penawaran Umum selesai.
3. Permohonan Pencatatan diajukan kepada Bursa dengan mengisi formulir dan melengkapi dokumen lampiran sebagaimana Lampiran I.III-B-1 Peraturan ini.
4. Kekurangan dokumen Permohonan Pencatatan diberitahukan secara tertulis oleh Bursa. Pemberitahuan ini selambat-lambatnya 2 (dua) hari Bursa sejak permohonan yang tidak lengkap diterima oleh Bursa.
5. Emiten menandatangani Surat Pernyataan kesediaan untuk memenuhi semua ketentuan Bursa. Bentuk dan isi Surat Pernyataan sesuai dengan Lampiran I.III.B-2 Peraturan ini.
6. Bursa memberikan Persetujuan Pencatatan kepada Emiten yang telah memenuhi syarat. Bentuk dan isi Surat Persetujuan sesuai dengan formulir I.III.B-3 Peraturan ini.
7. Perusahaan yang telah memperoleh Persetujuan Pencatatan Efek wajib menyetorkan biaya Pencatatan Awal (*Initial listing fee*) ke rekening Bursa, selambat-lambatnya 4 (empat) hari Bursa setelah Persetujuan Pencatatan diterima.
8. Bursa segera mengumumkan Pencatatan dan Perdagangan Efek, selambat-lambatnya 3 (tiga) hari Bursa dihitung sejak diterimanya bukti setor Biaya Pencatatan.

Sedangkan biaya pencatatan awal (*initial listing fee*) yang ada di BES adalah :

1. Biaya pencatatan awal suatu efek ditetapkan sebesar 0,025 % dari nilai kapitalisasi efek dengan ketentuan :
  - i) Emiten obligasi yang memenuhi kriteria jenis A dikenakan sebesar-besarnya Rp. 25.000.000.000,- (dua puluh lima miliar rupiah)

- ii) Khusus Emiten obligasi yang memenuhi kriteria jenis B hanya dikenakan biaya pencatatan awal sebesar Rp. 5.000.000.000,- (lima miliar rupiah)

Sedangkan biaya Pencatatan Tahunan Obligasi adalah :

- a. Biaya Pencatatan Tahunan Obligasi ditetapkan sebesar 0,025 % (nol koma nol dua lima persen) dari nilai nominal, dengan ketentuan :
  - i) Emiten yang tercatat dengan memenuhi kriteria jenis A dikenakan Biaya Pencatatan Tahunan sebesar Rp. 25.000.000,- (dua puluh lima juta rupiah)
  - ii) Emiten yang tercatat dengan memenuhi kriteria jenis B dikenakan Biaya Pencatatan Tahunan Rp.5.000.000,- (lima juta rupiah)
- b. Biaya Pencatatan Tahunan sebagaimana dimaksud dalam huruf a di atas wajib disetor ke rekening Bursa setiap tahun mulai tahun kedua, selambat-lambatnya 5 (lima) hari Bursa setelah tanggal ulang tahun pencatatan awal.

Perdagangan obligasi dilakukan melalui S-MART FIS yang disediakan oleh Bursa, dengan ketentuan :

- a. Obligasi tercatat di Bursa
- b. Perdagangan obligasi dilakukan sampai dengan 10 (sepuluh) hari bursa sebelum jatuh tempo, kecuali obligasi konversi,
- c. Obligasi konversi dapat diperdagangkan di Bursa apabila saham yang mendasari diterbitkannya obligasi konversi tersebut tidak dihentikan sementara perdagangannya,
- d. Obligasi yang mempunyai nilai bunga tetap atau mengambang, diperdagangkan dengan memperhitungkan bunga berjalan, terhitung mulai (termasuk) hari jatuh tempo kupon berakhir sebelum tanggal penyelesaian sampai tidak termasuk tanggal penyelesaian, kecuali obligasi tanpa kupon (Zero Coupon Bond)
- e. Perhitungan bunga berjalan dilakukan berdasarkan 1 (satu) bulan sama dengan 30 (tiga puluh) hari kalender,

- 1 (satu) tahun sama dengan 360 (tiga ratus enam puluh) hari kalender,
- f. Satuan perubahan harga (fraksi) ditetapkan dengan kelipatan  $1/8$  % (seperdelapan per seratus),
  - g. Satuan perdagangan obligasi ditetapkan sebesar Rp.100.000,- (seratus ribu rupiah) dan kelipatannya,
  - h. Anggota Bursa Efek yang bermaksud melakukan transaksi obligasi wajib menyampaikan informasi tawaran jual dan atau beli melalui S-MART FIS,
  - i. Dalam hal terjadi kesepakatan, Anggota Bursa Efek beli dan Anggota Bursa Efek jual wajib melaporkan / mengkonfirmasi kesepakatan tersebut melalui S-MART FIS selambat-lambatnya pada akhir penutupan jam perdagangan pada hari bursa yang sama,
  - j. Kesepakatan sebagaimana dimaksud dalam huruf i di atas dinyatakan sebagai transaksi bursa setelah anggota bursa efek jual dan anggota bursa efek beli melaporkan dan mengkonfirmasi hasil kesepakatan S-MART FIS,
  - k. Perdagangan obligasi yang tercatat di Bursa yang dilakukan oleh anggota bursa efek di luar bursa, wajib dilaporkan kepada bursa selambat-lambatnya pada akhir hari bursa berikutnya setelah terjadi transaksi. Bentuk dan isi laporan sesuai formulir II.II.2.K.

Namun patut dicatat dalam hal ini, obligasi di hampir semua negara, diperdagangkan di luar bursa (Over The Counter - OTC). Transaksi OTC pada awalnya adalah transaksi efek yang dapat dilakukan dimana saja, oleh siapa saja dan kapan saja, namun telah dilengkapi dengan berbagai sarana dan sistem yang diperlukan oleh para pelaku pasar yang disebut *market maker*. *Market marker* bekerja sama dengan *broker* (perantara) memperluas jangkauan layanan kepada publik. Kliring

bekerjasama dengan *custom* dan memastikan *delivery versus payment* bagi para pelaku (JHB Vol 3, 1998 : 53-54).

*Over the Counter Fixed Income Service* (OTC-FIS) saat ini telah dilaksanakan di Bursa Efek Surabaya dan konsep OTC-FIS tidak berbeda dengan mekanisme OTC yang dijelaskan di atas. *Market maker* melakukan penawaran (kuotasi) jual beli kepada pihak lain setiap hari dan membentuk *inter-dealer-market*. *Broker* melayani investor untuk mendapatkan obligasi dengan harga terbaik tanpa perlu mengetahui siapa *market maker*-nya.

Setiap emisi obligasi diwajibkan untuk mencantumkan hasil pemeringkatan (*rating*) yang dikeluarkan oleh PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). Data rating ini dapat dijadikan bahan bagi investor untuk mengambil keputusan dalam rangka investasinya dibidang obligasi. Selain itu informasi lain yang mencerminkan kewajiban *disclosure Emiten*, profesi penunjang dan lembaga penunjang pasar modal tetap menjadi rujukan utama.

## 2. Hubungan Hukum Para Pihak Dalam Emisi dan Investasi Obligasi.

Berdasarkan prosedur emisi dan investasi obligasi yang telah diuraikan di atas, dapat ditarik hubungan hukum para pihak yang



tercermin dari perjanjian-perjanjian yang melingkupinya.

Perjanjian tersebut adalah :

- a. Perjanjian Penjaminan Emisi
  - b. Perjanjian Hutang Piutang
  - c. Perjanjian Keperantaraan
  - d. Perjanjian Perwaliamanatan
  - e. Perjanjian Penanggungan (jika ada)
- ad.a. Perjanjian Penjaminan Emisi

Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*) adalah pihak yang membuat kontrak dengan Emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan Emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual (Pasal 7 Angka 17 UU Pasar Modal). Pihak yang dapat melakukan kegiatan penjaminan emisi efek adalah perseroan yang telah memperoleh izin usaha dari BAPEPAM.

Perjanjian Penjaminan Emisi Efek dibuat antara Penjamin Emisi Efek dengan Emiten. Dalam rangka penjaminan ini terdapat beberapa komitmen yaitu :

- a) *Full Commitment*  
bahwa Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*) akan membeli seluruh sisa efek yang tidak terjual.

- b) *Best Effort*  
bahwa Penjamin Emisi Efek akan melaksanakan penjualan efek sebaik-baiknya dengan mengembalikan sisa efek yang tidak terjual habis,
- c) *Stand by Commitment*  
Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*) akan membeli sisa efek yang tidak terjual habis pada suatu tingkat bunga tertentu sesuai syarat-syarat yang diperjanjikan.

Dalam *Full Commitment* kelalaian pihak Penjamin Emisi untuk membeli sisa efek dapat menimbulkan hak gugat bagi Emiten atas dasar wanprestasi (Pasal 1234 KUH Perdata). Sedangkan dalam *Best Effort Commitment*, harus ditunjukkan upaya Penjamin Emisi Efek untuk menjual efek tersebut berdasarkan itikad baik (Pasal 1338 ayat 3 KUH Perdata), jika tidak berhasil Emiten tidak dapat menuntutnya. Ketidadaan itikad baik mengakibatkan timbulnya hak gugat Emiten terhadap Penjamin Emisi Efek. Perjanjian Emisi Efek dapat dikatakan sebagai perjanjian untuk melaksanakan jasa-jasa tertentu yang diatur dengan ketentuan khusus dan syarat-syarat yang diperjanjikan. Perjanjian ini timbul atas dasar asas kebebasan berkontrak (Pasal 1338) ayat (1) KUH Perdata). Pasal 1338 ayat 1 KUH Perdata menentukan : "Semua persetujuan yang dibuat secara sah berlaku sebagai undang-undang bagi mereka yang membuatnya".

ad.b. Perjanjian Perwaliamanatan

Waliamanat adalah pihak yang mewakili kepentingan efek yang bersifat utang. Dalam hal ini yang dapat bertindak sebagai Waliamanat adalah Bank Umum dan pihak lain yang ditetapkan oleh Peraturan Pemerintah.

Dalam emisi obligasi terdapat keharusan adanya Waliamanat karena obligasi adalah efek bersifat utang yang merupakan surat pengakuan utang yang sifatnya sepihak dan para pemegangnya tersebar luas, sehingga untuk mengurus dan mewakili mereka selaku kreditur diperlukan lembaga Waliamanat.

Perjanjian Perwaliamanatan merupakan perjanjian yang penting dalam rangka emisi obligasi. Pada waktu Perjanjian Perwaliamanatan dibuat antara Emiten dengan lembaga Waliamanat belum diketahui siapa pemegang obligasi (pemegang obligasi belum ada). Sementara syarat dan ketentuan emisi obligasi harus sudah ditetapkan sebelum obligasi dapat dijual. Emiten tidak mungkin membuat perjanjian dengan masing-masing pemegang obligasi (yang kemudian banyak jumlahnya). Untuk itulah Emiten memerlukan jasa Waliamanat untuk mewakili investor dan ditetapkan suatu ketentuan bahwa investor

pemegang obligasi dengan membeli obligasi tersebut dianggap telah memberi wewenang kepada Waliamanat untuk mengurus dan mewakili kepentingan investor pemegang obligasi (Kartini Mulyadi, 1993 : 1).

Pada dasarnya Perjanjian Perwaliamanatan memuat klausula-klausula sebagai berikut (format perjanjian perwaliamanatan).

1. Jumlah Pokok Obligasi  
berisi ketentuan tentang seluruh pokok obligasi yang akan dikeluarkan dalam emisi dan terbagi atas beberapa pecahan dan nilai nominal tiap pecahan.
2. Bunga  
berisi ketentuan ada tidaknya pemberian bunga, jika ada diikuti dengan ketentuan besarnya dan bagaimana perhitungan dan pembayaran bunga tersebut seperti tingkat bunga tetap (*fixed rate*) rata-rata 18 % per tahun atau tingkat bunga mengambang (*floating rate*) lazimnya 3/4 % atau 1 % di atas tingkat bunga deposito.
3. Jangka Waktu Deposito  
berisi tentang jangka waktu jatuh temponya obligasi. Umumnya jangka waktunya di atas 1 tahun (lazimnya 5 hingga 7 tahun).
4. Pelunasan hutang pokok obligasi  
berisi ketentuan jumlah pokok obligasi yang harus dibayar pada saat jatuh tempo.
5. Denda Keterlambatan  
berisi ketentuan tentang denda jika terjadi keterlambatan atas pembayaran bunga maupun pelunasan pokok obligasi.
6. Jaminan (jika ada)  
berisi ketentuan apakah obligasi di jamin oleh guarantor atau suatu aktiva tertentu dari perusahaan.

7. Agen Pembayar  
berisi ketentuan dan penetapan agen pembayar
8. Tugas dan Fungsi Waliamanat  
Waliamanat mewakili kepentingan pemegang obligasi baik di dalam maupun di luar persidangan (Pasal 51 ayat 2 UU No. 8/1995). Waliamanat wajib memberikan ganti rugi kepada pemegang obligasi atas kerugian yang disebutkan karena kelalaiannya (Pasal 53 UU No. 8/1995) Selain kewajiban Waliamanat seperti tersebut di atas, adapula larangan yang harus dipatuhi yakni :
  - Waliamanat dilarang mempunyai hubungan afiliasi dengan emiten, kecuali hubungan afiliasi tersebut terjadi karena kepemilikan atau penyertaan modal pemerintah (Pasal 51 ayat 1 UU No. 8/1995).
  - Waliamanat dilarang mempunyai kredit dengan emiten dan jumlah sesuai dengan ketentuan BAPEPAM yang dapat menyebabkan benturan kepentingan dengan eksistensinya sebagai wakil pemegang obligasi (Pasal 51 ayat 2 UU No. 8/1995).
  - Waliamanat dilarang merangkap sebagai penanggung dalam emisi efek yang bersifat hutang yang sama (Pasal 54 UU No. 8/1995).

Dalam menjalankan tugas dan fungsinya Waliamanat dibebani kewajiban atas dasar itikad baik (*good faith, te goede trouw*) yang diatur dalam pasal 1338 ayat 3 KUH Perdata. Adapun ketentuan yang mengatur larangan bagi Waliamanat dimaksudkan agar dalam pengelolaan yang dilakukan oleh Waliamanat tidak bias, sehingga dikhawatirkan Waliamanat akan menyelamatkan kepentingannya terlebih dahulu daripada pemegang obligasi.

Oleh para ahli dan tersurat dalam ketentuan perundang-undangan bahwa keberadaan lembaga Waliamanat adalah didasarkan pada Perjanjian Pemberian Kuasa (Pasal 1792 sampai dengan 1819 KUH Perdata). Padahal jika dicerna dari ketentuan dan syarat-syarat yang tercantum dalam Perjanjian Perwaliamanatan, kedudukan hukum Waliamanat melebihi wewenang seorang penerima kuasa. Waliamanat berdasarkan Perjanjian Perwaliamanatan diberi kewenangan untuk dapat bertindak terlepas dari pemberi kuasa (pemegang obligasi), asal saja hal tersebut semata-mata untuk kepentingan para pemegang obligasi. Kewenangan ini tidak dapat sewaktu-waktu ditarik kembali sekehendak pemegang obligasi, melainkan harus sesuai dengan syarat dan prosedur yang tercantum dalam Perjanjian Perwaliamanatan. Waliamanat dianggap telah mendapat wewenang untuk bertindak demi kepentingan pemegang obligasi berdasarkan Perjanjian Perwaliamanatan atau berdasarkan ketentuan kontraktual. Dengan demikian menurut hemat peneliti perjanjian perwaliamanatan adalah perjanjian untuk melakukan tertentu yang termasuk perjanjian tidak bernama (*on benoemde contracten*) yang bersifat "*sui generis*"

#### ad.c. Perjanjian Keperantaraan

Dalam rangka transaksi saham, setiap investor akan melakukan jual beli saham harus menghubungi perantara perdagangan efek. Dalam hal ini fungsi perantara (broker) sangat aktif. Berbeda dengan transaksi jual beli obligasi, investor cukup meminta brokernya untuk mendapatkan / menjual obligasi sesuai dengan harga yang ada di pasar tanpa perlu mengetahui siapa *market maker* atas obligasi yang diminati atau yang akan dijualnya. *Market maker* inilah yang melakukan komisi jual beli kepada pihak lain setiap hari dan membentuk *inter dealer market*. *Market marker* akan bekerjasama dengan *broker* dalam melayani investor. Kedudukan hukum *broker* didasarkan pada perjanjian pemberian kuasa (Pasal 1792 sampai dengan 1819 KUH Perdata), Pasal 1792 KUH Perdata menentukan bahwa "Pemberian kuasa adalah suatu persetujuan dengan mana seorang memberikan kuasa kepada seorang lain yang menerimanya untuk dan atas namanya menyelenggarakan suatu urusan. Kuasa ini dapat diberikan dan diterima dalam akta urusan, tulisan dibawah tangan atau dalam sepucuk surat ataupun dengan lisan untuk melakukan amanat investor kepada broker apakah untuk membeli obligasi atau menjual obligasi. Tentu saja jika amanatnya membeli, investor harus menyerahkan uang sejumlah harga obligasi ditambah provisi tertentu kepada *broker*, sementara jika

amanatnya menjual maka investor pemegang obligasi harus menyerahkan obligasi yang akan dijualnya.

#### ad.d. Perjanjian Hutang Piutang

Dalam emisi obligasi, Emiten selaku penerbit berkedudukan sebagai debitur (penghutang) terhadap pemegang obligasi (yang berkedudukan sebagai kreditur (berpiutang). Dalam kaitan ini timbul perikatan hutang piutang yang pada dasarnya merupakan perjanjian pinjam meminjam ( atau verbruiklening Pasal 1754 sampai dengan 1773 KUH Perdata). Pasal 1754 Perdata menentukan Pinjam Meminjam ialah persetujuan dimana perihal yang satu memberikan kepada pihak yang lain untuk jumlah tertentu. Tiap-tiap yang menghabis karena penata dengan syarat akan perlu yang belakangan ini akan mengembalikan sejumlah yang sama dan macam dan keadaan yang sama pula.

Pemegang obligasi selaku kreditur berhak atas pengembalian hutang pokok obligasi dan bunga dari pokoknya sesuai perjanjian, bagaimanapun kondisi dari debitur (emiten). Pada perikatan pinjam meminjam di perbolehkan memperjanjikan bunga atas peminjaman uang

atau lain barang yang menghabis karena pemakaian (Pasal 1765 KUH Perdata).

ad.e. Perjanjian Penanggungan

Penanggungan ialah pihak yang menanggung pembayaran kembali sejumlah pokok dan atau bunga kepada pemegang obligasi atau sekuritas kredit secara tepat waktu dan dalam hal Emiten cedera janji atau lalai dan memenuhi prestasinya (SK Menkeu No. K 48/K.MK.013/1990 jo No. 119/KMK.010/1991 Penanggung dalam hal ini adalah setiap orang atau lembaga yang telah mendapat persetujuan BAPEPAM.

Keberadaan penanggung (*guarantor*) dalam emisi obligasi bersifat fakultatif tergantung dari kondisi emiten. Keberadaannya menjadi keharusan manakala perbandingan ratio hutang Emiten lebih daripada 20 % "*equity*" nya. Perjanjian Penanggungan dibuat oleh Emiten dengan Penanggung dan Waliamanat. Dalam hal ini penanggung guna kepentingan pemegang obligasi selaku kreditur mengikatkan diri untuk memenuhi perikatannya Emiten selaku debitur, manakala pihak ini tidak dapat memenuhi perikatannya. Pasal 1820 KUH Perdata menentukan : Penanggungan adalah suatu persetujuan dengan mana

seorang pasal ketiga, guna kepentingan siberhutang, mengikatkan diri untuk memenuhi perekatannya sebelum manakala orang ini sendiri tidak memenuhinya. . Perjanjian Penanggungan ini bersifat *accessoir* yang tergantung pada perikatan pokoknya (Pasal 1821 KUH Perdata) yaitu Perjanjian pinjam meminjam yang terjadi antara Emiten selaku debitur dengan pemegang obligasi selaku kreditur.

### 3. Sarana Hukum Perlindungan Bagi Investor Pemegang Obligasi.

Sarana hukum untuk melindungi investor pemegang obligasi pada dasarnya dapat dipilah sebagai berikut :

- a) Sarana yang bersifat preventif (pencegahan)
- b) Sarana yang bersifat represif (penanganan)

Sarana hukum yang bersifat preventif merupakan tindakan pencegahan dan berjaga-jaga agar tidak terjadi hal-hal yang dapat merugikan investor termasuk pertimbangan yang diambil investor sebelum memutuskan untuk berinvestasi di pasar modal. Sarana hukum preventif dapat berupa :

- a) Informasi dan atau dokumen-dokumen yang menampilkan kinerja Emiten yang tersedia bagi investor, misalnya, prospektus atau *bussines profile*, laporan tahunan dan

sebagainya. Investor dapat mengandalkan informasi yang dibuat pada Emiten dan profesi yang penunjang pasar modal karena informasi tersebut dibuat dengan dilandasi prinsip *disclosure* (keterbukaan).

- b) Data *rating* yang dikeluarkan oleh PT. PE FINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) atas efek-efek yang beredar di pasar modal. Penilaian tinggi, contohnya PAAA = 10 berarti kinerja perusahaan sangat baik dan dengan sendirinya resiko investasi pada efek yang dikeluarkan oleh perusahaan tersebut akan lebih rendah.
- c) Lembaga Waliamanat dengan misinya untuk mewakili dan memperjuangkan kepentingan investor (pemegang obligasi).

Sarana hukum yang bersifat represif merupakan tindakan antisipasi jika terjadi hal-hal yang dapat merugikan investor.

Sarana hukum ini dapat berupa :

- a. Sanksi Administrasi sebagaimana diatur dalam Pasal 102 UU No. 8/1995 yang berupa :
  - peringatan tertulis
  - denda
  - pembatasan kegiatan usaha
  - pembekuan kegiatan izin usaha
  - pencabutan izin usaha

- pembatalan persetujuan, dan
- pembatalan pendaftaran

dapat dikenakan kepada pihak-pihak yang melakukan pelanggaran atas ketentuan perundang-undangan di bidang pasar modal.

- b) Sanksi Pidana sebagaimana di atur dalam Pasal 103 s/d 110 UU No. 8/1995.
- c) Sanksi Perdata sebagaimana diatur dalam pasal 111 UU No. 8/1995 yang menyatakan bahwa setiap pihak yang menderita kerugian sebagai pelanggaran atas undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya dapat menuntut ganti rugi terhadap pihak yang bertanggung jawab atas pelanggaran tersebut. Ketentuan ini pada dasarnya merupakan gugatan yang didasarkan pada perbuatan melawan hukum (*on rechts matige daad*). Ketentuan Pasal 111 UU No. 8/1995 tentunya akan merujuk pada ketentuan yang diatur dalam Pasal 1365 KUH Perdata, yang untuk pembuktiannya meliputi unsur :
1. Adanya suatu perbuatan Tergugat yang bersifat melawan hukum.
  2. Adanya hubungan kausal antara kesalahan Tergugat dengan kerugian yang diderita oleh Penggugat.
  3. Perbuatan tersebut menimbulkan kerugian bagi Penggugat

Pembuktian ini akan mengikuti seperti yang ditentukan dalam Pasal 1865 KUH Perdata yang membebaskan kewajiban pembuktian kepada si Penggugat.

- d) Bentuk obligasi yang dipegang oleh investor pemegang obligasi dapat menjadi sarana perlindungan yang efektif. Obligasi yang berjaminan (*secured bonds*) dapat memperkuat posisi investor pemegang obligasi jika terjadi hal-hal yang dapat merugikan, misalnya, Emiten dinyatakan pailit dan atau "*default*". Dalam hal obligasi diterbitkan Emiten dengan jaminan penanggung (*guaranter*), maka pihak penanggunglah yang akan menggantikan posisi Emiten untuk melakukan pembayaran hutang pokok dan bunga kepada investor pemegang obligasi. Selain itu bentuk obligasi konversi lebih memberikan rasa aman (dengan catatan jika perusahaan emiten masih cukup prospektif), sehingga jika emiten dinyatakan *default*, investor pemegang obligasi masih dapat menukarkan / mengkonversi obligasi yang dimilikinya dengan saham di perusahaan Emiten. Dari data di lapangan cara terakhir ini telah ditempuh oleh beberapa perusahaan yang dinyatakan *default* karena tidak mampu membayar kupon kepada pemegang obligasi. Sebagai contoh, PT. Ciputra Development dan PT. Ciputra Surya mengkonversi obligasinya

yang bernilai Rp. 450 Milliar dengan merestrukturisasi pembayaran kupon atas obligasi yang jatuh tempo 2003 menjadi saham PT. Ciputra Surya atau mengganti dengan kepemilikan rumah di kota Mandiri Raya atau Cipta Harmoni Sidoarjo (Kontan, 8 Maret 1999). Contoh lain, PT. Pakuwon Jati mengadakan restrukturisasi pembayaran kuponnya kepada pemegang obligasi yang jatuh tempo pada 2001 menjadi saham di PT. Pakuwon Jati (Noor Harjanti Trading & Membership Assistant Manager, Bursa Efek Surabaya, 17 Pebruari 2000).

Sebaliknya investor pemegang obligasi tanpa jaminan (*unsecured bonds*) jika terjadi *default* berkedudukan sebagai kreditur konkuren yang harus bersaing dengan sesama kreditur yang ada. Jika terjadi kepailitan emiten, pemegang obligasi harus mendaftarkan tagihannya kepada Panitia Verifikasi dengan tetap berposisi sebagai kreditur konkuren.

- e) Rapat Umum Pemegang Saham Obligasi (RUPPO) juga dapat menjadi sarana represif perlindungan bagi investor pemegang obligasi.

Dalam Perjanjian Perwaliamanatan lazimnya ditentukan jika terjadi *default* oleh Emiten, penagihan serta eksekusi hak-hak pemegang obligasi ataupun kehendak untuk mengesampingkan

Perjanjian Perwaliamanatan harus diputuskan oleh RUPPO. Pihak yang dapat memanggil RUPPO adalah Wali amanat dan dapat juga dilakukan pemegang obligasi yang memiliki minimal 20 % dari jumlah nilai obligasi untuk mendapatkan perintah pengadilan agar suatu pihak menyelenggarakan RUPPO. Dalam RUPPO ini pemegang obligasi dapat menentukan dan memutuskan apa yang menjadi aspirasi mereka untuk ditindaklanjuti oleh Wali amanat dan Emiten.

## BAB IV PENUTUP

### 1. Simpulan

Berdasarkan pembahasan sebagaimana diuraikan di atas ada beberapa simpulan yang dapat diambil yaitu :

1. Prosedur emisi obligasi pada dasarnya sama seperti prosedur emisi saham. Namun seperti praktek yang terjadi di hampir semua negara, obligasi diperdagangkan di luar bursa (*Over the Counter - OTC*). Bursa Efek Surabaya yang memfokuskan pada pasar obligasi mengembangkan konsep *Over the Counter Fixed Income Service (OTC-FIS)*
2. Dalam mencermati prosedur emisi dan investasi obligasi seperti tersebut di atas, ada berbagai macam perjanjian yang melingkupinya yaitu :
  - a. Perjanjian Penjaminan Emisi
  - b. Perjanjian Hutang Piutang
  - c. Perjanjian Keperantaraan
  - d. Perjanjian Perwaliamanatan
  - e. Perjanjian Penanggungan (jika ada)Perjanjian ini mencerminkan bagaimana hubungan hukum para pihak yang terkait dengan emisi dan investasi obligasi.
3. Sarana perlindungan hukum bagi investasi pemegang obligasi meliputi :

- a. Sarana hukum preventif meliputi informasi yang menampilkan kinerja Emiten, data rating dan eksistensi Waliamanat
- b. Sarana hukum represif meliputi sanksi administrasi , sanksi perdata, sanksi pidana, bentuk obligasi berjaminan serta RUPPO

## 2. Saran

Seperti yang seringkali saya kutip pernyataan Bapak Dr. Peter Mahmud, MZ, SH., MS., LLM, bahwa "menyikapi dunia bisnis ibarat memegang kaca, jangan terlalu kencang di pegang nanti pecah ditangan, tetapi juga jangan terlalu longgar nanti jatuh berkeping-keping".

Demikian halnya aktivitas pasar modal yang sangat *mobile* jangan dibuat kebijakan yang *over regulated* dan *rigid*, tetapi juga jangan terlalu longgar karena bagaimanapun dukungan pemerintah tetap dibutuhkan untuk membangun pasar modal yang kompetitif dan efisien.

Pengetahuan masyarakat Indonesia tentang aktivitas pasar modal dapat dikatakan masih rendah. Untuk itu pihak yang berkompeten dan profesional di bidang pasar modal harus lebih banyak memiliki inisiatif dan mengambil "tindakan jempot bola" untuk memberikan penyuluhan kepada masyarakat luas. Dalam hal ini dapat dilakukan kerjasama dengan instansi yang terkait termasuk perguruan tinggi.



## DAFTAR BACAAN

A. Setiadi, *Obligasi Dalam Perspektif Hukum Indonesia*, Citra Aditya Bakti, Bandung, 1995.

Bidin Busono, "Mengkaji Pasar Sekunder Obligasi di Indonesia", Jurnal Hukum Bisnis. Vol. 3, 1998.

Kartini Mulyadi, "Obligasi, Opsi dan Warant", Makalah Seminar Beberapa Masalah Aktual Dalam Perkembangan Pasar Modal, PPM, Jakarta, 26 Agustus 1993.

R. Soebekti dan R. Tjitrosudibio, *Kitab Undang-Undang Hukum Perdata*, Pradnya Paramita Jakarta, 1987.

UU No. 8/1995 *Tentang Pasar Modal*.

**F1 FEB 2004**

**ZAMEPAN**