

**ANALISIS YURIDIS REKAYASA LAPORAN KEUANGAN PT TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK  
SEBAGAI DUGAAN PENIPUAN PASAR MODAL BERDASARKAN PASAL 90 UNDANG-UNDANG  
PASAR MODAL****Phandu Ahmad Syariffudin<sup>1</sup>**Email: [a.sphandu@gmail.com](mailto:a.sphandu@gmail.com)

Program Studi Magister Kenotariatan, Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia

**Abstract**

*This study analyzes the legal qualification and legal consequences of the financial statement manipulation committed by PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk (PT TPSF) based on the elements of capital market fraud under Article 90 of Law Number 8 of 1995 on Capital Markets. This normative legal research employs secondary data and applies three approaches: a statutory approach, a case approach focusing on PT TPSF's financial statement manipulation, and a comparative approach with the United States Securities Exchange Act of 1934. The findings show that PT TPSF's directors overstated accounts receivable, inventory, and fixed assets by approximately IDR 4 trillion and concealed fund flows amounting to IDR 1.78 trillion, thereby fulfilling both the objective and subjective elements of capital market fraud under Article 90 of the Capital Market Law. Under the principle of corporate liability, PT TPSF is subject to administrative sanctions, fines, trading suspension, and the possibility of share delisting. Furthermore, the directors bear personal liability under Article 97 paragraph (3) of the Limited Liability Company Law because the business judgment rule is inapplicable where unlawful conduct and bad faith are established. Their actions also meet the requirements for criminal sanctions under Article 104 of the Capital Market Law as an ultimum remedium. The study concludes that enforcement against financial statement manipulation in Indonesia remains predominantly administrative, resulting in a weaker deterrent effect than the United States, where Rule 10b-5 provides stricter criminal enforcement against securities fraud.*

**Keywords:** *Capital Market Fraud, Capital Market Law, Legal Analysis, Comparative Law, United States Capital Market Regulation*

**Abstrak****Article History**

Received: Agustus 2026  
Reviewed: Agustus 2026  
Published: Agustus 2026

**Copyright : Author**  
**Publish by : CAUSA**



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

<sup>1</sup> 8111422718, Fakultas Hukum Universitas Negeri Semarang

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kualifikasi hukum dan mengkaji konsekuensi rekayasa laporan keuangan PT TPSF berdasarkan unsur penipuan pasar modal dalam Pasal 90 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM). Penelitian ini merupakan penelitian hukum normatif yang menggunakan data sekunder. Analisis dilakukan dengan menggunakan tiga pendekatan, yaitu pendekatan perundang-undangan (statute approach), pendekatan kasus (case approach) terhadap manipulasi laporan keuangan PT TPSF, dan pendekatan perbandingan hukum (comparative approach) dengan regulasi pasar modal Amerika Serikat (Securities Exchange Act of 1934). Hasil analisis menunjukkan bahwa tindakan direksi PT TPSF yang menggelembungkan (overstatement) akun piutang, persediaan, dan aset tetap hingga Rp4 triliun serta menyembunyikan aliran dana Rp1,78 triliun memenuhi unsur objektif dan subjektif penipuan pasar modal berdasarkan Pasal 90 UUPM. Berdasarkan tanggung jawab korporasi, PT TPSF memikul sanksi administratif, denda, serta konsekuensi suspensi hingga potensi delisting saham. Dari segi pertanggungjawaban pribadi (personal liability), direksi bertanggung jawab penuh secara pribadi berdasarkan Pasal 97 ayat (3) UU Perseroan Terbatas karena doktrin business judgment rule gugur akibat adanya pelanggaran hukum dan itikad buruk. Perbuatan ini memenuhi syarat untuk dikenakan sanksi pidana Pasal 104 UUPM sebagai ultimum remedium. Dapat Disimpulkan bahwa Penegakan hukum dalam kasus rekayasa laporan keuangan di Indonesia masih condong pada sanksi administratif oleh OJK dan kurang memberikan efek jera (deterrent effect) jika dibandingkan dengan penegakan hukum di Amerika Serikat melalui Rule 10b-5 yang secara tegas menerapkan sanksi pidana berat terhadap pelaku financial statement fraud.

**Kata kunci:** Penipuan Pasar Modal, Undang-Undang Pasar Modal, Analisis Yuridis, Perbandingan Hukum, Regulasi Pasar Modal Amerika Serikat

## PENDAHULUAN

Pasar modal berperan penting dalam pembangunan ekonomi nasional sebagai penghubung antara *emiten* yang membutuhkan modal dan investor yang memiliki kelebihan dana. Kepercayaan (trust) menjadi landasan utama agar pasar modal dapat terus beroperasi secara berkelanjutan. Pasar modal bukan sekadar wadah transaksi, melainkan juga sebuah tatanan yang menempatkan keterbukaan dan transparansi (disclosure principle) sebagai unsur pokok yang harus senantiasa dijaga (Nainggolan, 2023, hlm. 12). Prinsip keterbukaan mewajibkan *emiten* untuk menyajikan seluruh informasi material mengenai kondisi bisnisnya

secara akurat dan tepat waktu, sehingga investor dapat mengambil keputusan investasi tanpa terjebak dalam kondisi asimetri informasi (Yusuf & Purwaningsih, 2022, hlm. 285).

Namun demikian, manajemen perusahaan tidak jarang menyimpangi kewajiban keterbukaan tersebut demi keuntungan sesaat. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) secara tegas melarang segala bentuk perbuatan curang dan manipulasi, di antaranya melalui Pasal 90 UUPM yang melarang praktik penipuan, pengelabuan, atau penyebaran keterangan palsu mengenai fakta material yang memengaruhi harga efek. Ketentuan tersebut dirancang untuk melindungi investor dari perilaku pelaku pasar yang memanfaatkan asimetri informasi demi keuntungan pribadi (Habibi, 2022, hlm. 88). Meskipun pengaturan telah dibuat secara ketat, kejahatan pasar modal (*capital market crime*) terus berkembang dengan modus yang semakin canggih, salah satunya melalui manipulasi laporan keuangan.

Salah satu peristiwa yang menjadi preseden kurang baik bagi pasar modal Indonesia adalah kasus PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk (TPSF). Kegagalan perusahaan membayar (*default*) bunga obligasi dan sukuk ijarah pada tahun 2018 mengungkap persoalan serius hingga perdagangan sahamnya dihentikan sementara (*suspensi*) oleh Bursa Efek Indonesia. Audit forensik yang dilakukan oleh Ernst & Young Indonesia terhadap direksi baru perusahaan menemukan indikasi penggelembungan dana pada laporan keuangan tahun buku 2017 (Desiyantie dkk., 2022, hlm. 446). Hasil audit menunjukkan bahwa akun piutang, persediaan, dan aset tetap perusahaan digelembungkan (*overstatement*) hingga mencapai sekitar Rp4 triliun, di samping adanya aliran dana sebesar Rp1,78 triliun kepada pihak terkait tanpa disertai keterbukaan informasi yang memadai.

Kasus TPSF memperlihatkan adanya kesenjangan hukum (*legal gap*) yang serius antara kewajiban penerapan prinsip keterbukaan dan praktik yang sesungguhnya dilakukan *emiten*. Rekayasa keuangan (*window dressing*) bukan sekadar kekeliruan pembukuan, melainkan skema yang menghasilkan gambaran semu mengenai kinerja perusahaan sehingga merugikan investor yang menanamkan modal berdasarkan informasi yang menyesatkan (Rahman dkk., 2024, hlm. 520). Persoalan hukum yang muncul kemudian adalah bagaimana pelanggaran semacam ini seharusnya diklasifikasikan. Pada praktiknya, pelanggaran pelaporan keuangan lazim hanya dikenai sanksi administratif oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), padahal ditinjau dari unsur kesengajaan dan besarnya kerugian yang ditimbulkan, perbuatan tersebut berpotensi memenuhi unsur penipuan pasar modal (*fraud*) sebagaimana diatur dalam Pasal 90 UUPM.

Urgensi kajian ini terletak pada perlunya analisis mendalam mengenai kualitas penegakan hukum dalam kasus TPSF berdasarkan unsur-unsur Pasal 90 UUPM. Integritas pasar modal Indonesia turut dipertaruhkan di hadapan investor global, mengingat penanganan yang tidak tegas terhadap tindak penipuan *emiten* dapat merusak integritas pasar secara keseluruhan (Shah dkk., 2020, hlm. 2). Oleh karena itu, penelitian ini juga menggunakan pendekatan perbandingan hukum dengan merujuk pada *Securities Exchange Act 1934* Amerika Serikat untuk menilai apakah penegakan hukum di Indonesia telah memadai atau masih memerlukan pergeseran paradigma dari sanksi administratif menuju sanksi pidana yang lebih tegas (Yoserwan & Mulyati, 2021, hlm. 45).

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, permasalahan yang dikaji dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana kualifikasi hukum rekayasa laporan keuangan PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk ditinjau dari unsur penipuan pasar modal dalam Pasal 90 Undang-Undang Pasar Modal?
2. Bagaimana konsekuensi dan pertanggungjawaban hukum yang dapat dikenakan kepada PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk beserta direksinya atas dugaan pelanggaran Pasal 90 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal tersebut?

## METODE PENELITIAN

### A. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian dengan judul "Analisis Yuridis Rekayasa Laporan Keuangan PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk sebagai Dugaan Penipuan Pasar Modal Berdasarkan Pasal 90 Undang-Undang Pasar Modal" ini merupakan penelitian hukum normatif yang dilakukan dengan meneliti bahan pustaka atau data sekunder (Marzuki, 2011, hlm. 35). Penelitian ini berfokus pada penerapan kaidah hukum positif yang berkaitan dengan prinsip keterbukaan dan larangan penipuan di pasar modal, sekaligus menganalisis kesenjangan antara *das sollen* dan *das sein* dalam kasus TPSF.

Untuk menjawab rumusan masalah, penelitian ini menggunakan tiga pendekatan. Pertama, pendekatan perundang-undangan (*statute approach*) dilakukan dengan menelaah peraturan perundang-undangan yang relevan, yaitu Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, peraturan Otoritas Jasa Keuangan, serta *Securities Exchange Act of 1934* Amerika Serikat. Kedua, pendekatan kasus (*case approach*) digunakan dengan menelaah kasus manipulasi laporan

keuangan TPSF tahun buku 2017, khususnya fakta penggelembungan (*overstatement*) pada akun piutang, persediaan, dan aset tetap yang berujung pada gagal bayar obligasi dan sukuk. Ketiga, pendekatan perbandingan hukum (*comparative approach*) digunakan untuk membandingkan sistem hukum Indonesia dengan Amerika Serikat, khususnya pengaturan *market fraud* melalui *Rule 10b-5 Securities Exchange Act of 1934*, guna memperoleh perspektif mengenai standar global penegakan integritas pasar modal.

## B. Sumber Bahan Hukum

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang terdiri atas tiga jenis bahan hukum. Bahan hukum primer meliputi Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, peraturan Otoritas Jasa Keuangan yang relevan, serta *Securities Exchange Act of 1934*. Bahan hukum sekunder mencakup buku-buku teks hukum pasar modal dan hukum perseroan, jurnal ilmiah, serta pendapat para ahli hukum yang telah dirujuk dalam penelitian ini. Bahan hukum tersier berupa kamus hukum dan sumber referensi lain yang memberikan petunjuk awal terhadap bahan hukum primer dan sekunder.

## C. Teknik Pengumpulan dan Analisis Bahan Hukum

Bahan hukum dikumpulkan melalui studi kepustakaan (*studi dokumen*) dengan mengidentifikasi, menginventarisasi, dan mengumpulkan seluruh bahan hukum primer, sekunder, dan tersier yang relevan dengan topik penelitian. Bahan hukum yang telah terkumpul selanjutnya dianalisis secara kualitatif dengan cara menginterpretasikan dan mengonstruksi argumen hukum secara sistematis. Data yang bersifat normatif dideskripsikan, diklasifikasikan, dan disistematisasi untuk kemudian ditarik kesimpulan secara deduktif guna menjawab rumusan masalah. Hasil analisis disajikan secara deskriptif-analitis dengan memaparkan fakta hukum, menganalisisnya secara kritis, dan memberikan argumentasi yuridis yang mendalam.

## D. Tinjauan Pustaka

### 1. Kejahatan Pasar Modal (*Capital Market Crime*)

Kejahatan pasar modal merupakan salah satu bentuk kejahatan ekonomi yang kompleks dan berdampak luas. Dalam hukum pidana, kejahatan ini dikenal sebagai *white-collar crime* yang memiliki karakteristik berbeda dari kejahatan konvensional (*street crime*), karena umumnya dilakukan oleh individu berstatus sosial tinggi dan memiliki keahlian intelektual, tanpa melibatkan kekerasan fisik, melainkan penyalahgunaan kepercayaan untuk memanipulasi data demi keuntungan pribadi maupun korporasi (Yoserwan & Mulyati, 2021, hlm. 6-7).

Informasi menjadi objek utama dalam kejahatan ini; tanpa informasi yang akurat, fungsi pasar modal sebagai wadah investasi akan terhambat (Habibi, 2022, hlm. 89). Karakteristik kejahatan pasar modal karenanya berkaitan erat dengan misleading information, karena pelaku kerap menyembunyikan atau menciptakan fakta palsu untuk menjebak investor. Kondisi ini pada akhirnya merusak integritas pasar (*market integrity*), yakni kondisi pasar yang berjalan adil, transparan, dan efisien, di mana harga yang terbentuk mencerminkan nilai fundamental perusahaan yang sesungguhnya. Manipulasi pasar merusak integritas tersebut dengan menyimpangi mekanisme pembentukan harga (*price discovery mechanism*), sehingga pasar gagal menjalankan fungsi alokasi modal secara efisien (Shah dkk., 2020, hlm. 112).

## 2. Prinsip Keterbukaan

Prinsip keterbukaan diatur dalam Pasal 1 angka 25 UUPM yang mewajibkan *emiten*, perusahaan publik, serta pihak terkait untuk segera menyampaikan informasi material mengenai bisnis atau efek mereka kepada publik. Prinsip ini merupakan inti dari pasar modal yang berfungsi baik; tanpa transparansi, pasar modal akan mudah dimanipulasi oleh pihak tertentu (Nainggolan, 2023, hlm. 15). Tujuan utama prinsip keterbukaan adalah mencegah terjadinya asimetri informasi (*information asymmetry*), yaitu kondisi ketika pengelola perusahaan mengetahui lebih banyak informasi dibandingkan investor publik (Yusuf & Purwaningsih, 2022, hlm. 287). Apabila kondisi ini tidak ditangani, pengelola perusahaan dapat memanfaatkan ketidaktahuan investor untuk kepentingan sendiri, misalnya dengan menutupi kinerja keuangan yang buruk melalui manipulasi pembukuan. Oleh karena itu, peraturan mewajibkan *emiten* menyajikan fakta material, yaitu informasi mengenai peristiwa atau kondisi yang berpotensi memengaruhi nilai efek, secara akurat dan tepat waktu.

## 3. Good Corporate Governance (GCG)

Penerapan prinsip keterbukaan berkaitan erat dengan implementasi *Good Corporate Governance* (GCG), yaitu seperangkat kaidah yang digunakan untuk mengelola dan mengawasi perusahaan agar mampu menghasilkan nilai tambah bagi seluruh pemangku kepentingan (Sudarmanto dkk., 2021, hlm. 6). Dalam hukum perusahaan, GCG bukan sekadar etika bisnis, melainkan kewajiban moral dan hukum yang harus dipatuhi oleh direksi dan dewan komisaris agar mengelola perusahaan dengan itikad baik. Dari lima prinsip GCG (transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, dan kewajaran), dua prinsip yang paling relevan dengan persoalan manipulasi laporan keuangan adalah transparansi dan akuntabilitas. Prinsip transparansi mewajibkan penyajian informasi material secara mudah diakses dan dipahami oleh para pihak terkait (Sudarmanto dkk., 2021, hlm. 12); manipulasi laporan keuangan jelas

melanggar prinsip ini karena manajemen secara sengaja menyembunyikan kondisi keuangan yang sesungguhnya. Prinsip akuntabilitas berkaitan dengan kejelasan tugas dan tanggung jawab organ perusahaan, yang terhubung dengan doktrin *fiduciary duty* yang menuntut direksi bertanggung jawab penuh atas laporan pertanggungjawaban yang benar (Ramlan dkk., 2024, hlm. 68). Kegagalan menyajikan laporan keuangan yang sah menandakan lemahnya akuntabilitas direksi, yang dapat berujung pada tanggung jawab hukum apabila kelalaian tersebut merugikan perseroan maupun investor.

#### 4. Konstruksi Hukum Penipuan Pasar Modal di Indonesia

UUPM menempatkan penipuan (*fraud*) sebagai tindak pidana berat yang merusak dasar pasar modal. Ketentuan mengenai penipuan diatur secara spesifik dalam Pasal 90 UUPM, yang berfungsi sebagai jaring pengaman (*catch-all provision*) untuk menjangkau berbagai modus penipuan yang belum tercakup dalam pasal lain yang lebih spesifik. Ketentuan ini mengadopsi prinsip *anti-fraud universal* yang serupa dengan *Rule 10b-5* di Amerika Serikat, dengan tujuan agar tidak seorang pun memperoleh keuntungan secara tidak sah melalui tindakan menipu (Habibi, 2022, hlm. 92). Pasal 90 UUPM melarang setiap pihak, baik langsung maupun tidak langsung, untuk melakukan penipuan atau mengelabui pihak lain dengan cara atau sarana apa pun, serta memberikan keterangan palsu tentang fakta material atau menyembunyikan fakta material sehingga informasi yang disampaikan menjadi menyesatkan.

Berdasarkan rumusan tersebut, unsur-unsur delik penipuan pasar modal dapat diuraikan sebagai berikut (Nainggolan, 2023, hlm. 205-207): pertama, "setiap pihak" memiliki cakupan subjek hukum yang luas, tidak terbatas pada *emiten* atau pelaku pasar terdaftar, melainkan meliputi siapa pun yang terlibat dalam perdagangan efek; kedua, unsur "menipu atau mengelabui pihak lain" menuntut adanya tindakan aktif maupun pasif yang bertujuan membuat pihak lain memercayai hal yang keliru; ketiga, unsur "menggunakan sarana atau cara apa pun" menunjukkan bahwa pembentuk undang-undang tidak membatasi modus tindak kejahatan; dan keempat, unsur "membuat pernyataan palsu mengenai fakta material" merupakan inti delik penipuan pasar modal, di mana penyembunyian fakta (*non-disclosure*) yang membuat informasi menyesatkan dipersamakan dengan pernyataan palsu (Yoserwan & Mulyati, 2021, hlm. 48).

Ketentuan Pasal 90 UUPM memiliki perbedaan mendasar dengan manipulasi pasar (*market manipulation*) sebagaimana diatur dalam Pasal 91 dan Pasal 92 UUPM. Pasal 90 berfokus pada aspek informasi dan kebohongan (*deceit*) yang memengaruhi keputusan investor melalui pernyataan yang salah atau menyesatkan, sedangkan Pasal 91 dan Pasal 92 lebih menyoroti aspek mekanisme pasar dan pembentukan harga (*price rigging*) (Rahman dkk., 2024,

hlm. 522). Dengan demikian, dalam kasus pemalsuan laporan keuangan seperti TPSF, delik yang paling relevan diterapkan adalah Pasal 90 UUPM.

## 5. Tinjauan Perbandingan Hukum

Studi perbandingan hukum menjadi instrumen penting untuk mengukur efektivitas pengaturan pasar modal domestik terhadap standar global, mengingat pasar modal Indonesia banyak dipengaruhi oleh sistem hukum pasar modal Amerika Serikat. UUPM banyak mengadopsi prinsip-prinsip dari *Securities Act of 1933* dan *Securities Exchange Act of 1934* (Habibi, 2022, hlm. 92). Instrumen hukum utama yang digunakan Amerika Serikat untuk menjerat pelaku penipuan pasar modal adalah *Rule 10b-5* yang dikeluarkan oleh Securities and Exchange Commission (SEC) berdasarkan *Section 10(b) Securities Exchange Act of 1934*.

*Rule 10b-5* sering disebut sebagai catch-all provision karena melarang segala bentuk cara manipulatif atau penipuan dalam perdagangan efek, termasuk penggunaan sarana atau skema untuk menipu (*device, scheme, or artifice to defraud*) serta penyampaian pernyataan palsu mengenai fakta material (*untrue statement of a material fact*). Konstruksi Pasal 90 UUPM sesungguhnya merupakan turunan langsung dari ketentuan *Rule 10b-5* tersebut, sehingga unsur penipuan dalam hukum Indonesia memiliki kesamaan substansial dengan hukum Amerika Serikat (Nainggolan, 2023, hlm. 206). Perbedaan mendasar terletak pada penerapan konsep *scienter* (niat jahat); dalam yurisprudensi Amerika Serikat, misalnya dalam kasus *Ernst v. Hochfelder*, *scienter* dimaknai sebagai kondisi mental yang mencakup niat untuk menipu, memanipulasi, atau memperdaya, sehingga penjatuhan sanksi berat baik pidana maupun perdata mensyaratkan pembuktian adanya niat jahat atau setidaknya kecerobohan (*recklessness*). Pola serupa relevan dengan kasus TPSF, sebab perubahan laporan keuangan yang dilakukan secara terstruktur menunjukkan indikasi terpenuhinya unsur *scienter*, bukan semata kelalaian biasa.

## PEMBAHASAN

### A. Analisis Kualifikasi Rekayasa Laporan Keuangan TPSF sebagai Penipuan Pasar Modal (Pasal 90 UUPM)

Inti pelanggaran Pasal 90 huruf c UUPM terletak pada ketidaksesuaian antara informasi yang disampaikan kepada publik dan keadaan perusahaan yang sebenarnya. Unsur ini bersifat objektif, sehingga pembuktiannya berfokus pada ada tidaknya bukti valid mengenai manipulasi data pokok perusahaan. Dalam kasus TPSF, "pernyataan" yang dimaksud adalah laporan keuangan tahunan (*audited*) tahun buku 2017, yang merupakan dokumen penting berisi informasi mengenai keadaan finansial perseroan. Laporan keuangan di pasar modal merupakan

representasi ketulusan yang dijadikan landasan pengambilan keputusan investasi; apabila laporan tersebut bermasalah, kepercayaan pasar turut terganggu (Habibi, 2022, hlm. 92). Bukti hukum menunjukkan bahwa laporan keuangan TPSF tahun 2017 memuat informasi yang tidak sesuai dengan kenyataan, sebagaimana ditemukan dalam hasil investigasi Ernst & Young (EY) yang mengungkap adanya penggelembungan dana (*overstatement*) pada akun-akun krusial (Wareza, 2019).

Dugaan *overstatement* sebesar Rp4 triliun pada akun piutang usaha, persediaan, dan aset tetap, ditambah aliran dana sebesar Rp1,78 triliun kepada pihak terkait tanpa keterbukaan yang memadai, tergolong fakta material sesuai Pasal 1 angka 7 UUPM, karena besarnya signifikan dan berdampak langsung terhadap harga saham serta keputusan investor (Desiyantie dkk., 2022, hlm. 446). Dengan menyajikan nilai aset dan piutang jauh di atas kondisi sebenarnya, manajemen TPSF telah membuat "pernyataan tidak benar" yang menyebabkan investor keliru meyakini bahwa perusahaan memiliki likuiditas sehat dan penjualan unggul, padahal kenyataannya perusahaan berada di ambang gagal bayar. Kondisi ini menggambarkan ketidakseimbangan informasi yang parah, di mana manajemen memberikan informasi palsu kepada publik sehingga investor keliru menilai fundamental perusahaan (Yusuf & Purwaningsih, 2022, hlm. 288). Dengan demikian, unsur "membuat keterangan palsu tentang fakta material" dalam Pasal 90 huruf c UUPM telah terpenuhi.

Selain unsur objektif tersebut, terdapat pula unsur subjektif atau *mens rea* (niat jahat) sebagaimana diatur dalam Pasal 90 huruf a UUPM yang melarang perbuatan "menipu atau mengelabui pihak lain". Dalam doktrin hukum pidana ekonomi, unsur ini terpenuhi apabila pelaku memiliki kesadaran dan kehendak (*willens en wetens*) untuk merekayasa situasi demi kepentingan pribadi atau kelompoknya. Tindakan manajemen TPSF yang memanipulasi akuntansi melalui skema window dressing merupakan bukti konkret adanya niat jahat tersebut, sebab skema tersebut bukan sekadar kesalahan pencatatan (*human error*), melainkan rencana manipulasi yang terstruktur, yang dapat dikualifikasikan sebagai financial statement fraud untuk menyembunyikan kondisi likuiditas perusahaan yang sesungguhnya buruk (*insolven*) (Rahman dkk., 2024, hlm. 523). Tujuan dari rekayasa ini jelas, yaitu menjaga stabilitas harga saham TPSF (AISA) di pasar sekunder agar kreditur dan pemegang obligasi tetap percaya terhadap perusahaan. Modus operandi yang melibatkan intelektualitas tinggi, seperti memalsukan akun piutang agar tampak lancar, menandakan tingkat kesalahan yang serius dan telah beralih dari sekadar pelanggaran administratif menjadi tindak pidana penipuan pasar modal sesuai Pasal 90 UUPM (Yoserwan & Mulyati, 2021, hlm. 49).

Perbandingan dengan standar hukum Amerika Serikat menunjukkan kemiripan mendasar. *Rule 10b-5* yang dikeluarkan SEC juga melarang penggunaan sarana atau skema apa pun untuk menipu, dan Pasal 90 UUPM pada dasarnya merupakan turunan dari ketentuan tersebut (Nainggolan, 2023, hlm. 206). Poin krusial dalam penerapan hukum Amerika Serikat adalah pembuktian *scienter* atau niat untuk menipu. Dalam kasus-kasus besar seperti Enron dan WorldCom yang memiliki kemiripan modus dengan TPSF, yaitu inflasi aset dan menyembunyian utang, penegak hukum Amerika Serikat menjatuhkan sanksi pidana yang tegas; CEO dan CFO Enron misalnya divonis puluhan tahun penjara karena terbukti memiliki *scienter* untuk menyesatkan pasar. Integritas pasar hanya dapat dijaga apabila sanksi yang dijatuhkan memberikan efek jera (*deterrent effect*) bagi pelaku manipulasi (Shah dkk., 2020, hlm. 114). Sebaliknya, penanganan OJK terhadap kasus TPSF di Indonesia lebih mengutamakan sanksi administratif berupa denda. Meskipun nilainya cukup besar, pendekatan ini kerap dikritik karena menerapkan prinsip *una via* yang lebih mengutamakan penyelesaian administratif daripada proses pidana. Secara substansi, Pasal 90 UUPM dan *Rule 10b-5* cukup sejalan, namun implementasinya di Indonesia masih belum cukup tegas dari segi sanksi. Kasus TPSF semestinya dapat menjadi momentum untuk menerapkan Pasal 90 UUPM secara lebih konsisten, dengan memidanakan direksi yang terbukti melakukan manipulasi, bukan hanya menjatuhkan denda korporasi yang berpotensi hanya dipandang sebagai biaya operasional (*cost of doing business*) tanpa disertai pemidanaan terhadap pelaku kejahatan kerah putih.

## B. Konsekuensi dan Pertanggungjawaban Hukum PT TPSF dan Direksi

### 1. Tanggung Jawab Korporasi (*Emiten*)

Sebagai subjek hukum mandiri (*persona standi in judicio*), TPSF menanggung tanggung jawab utama atas dokumen publik yang diterbitkannya. Dalam rezim hukum pasar modal berlaku prinsip strict liability atas keakuratan pelaporan administratif, yang berarti *emiten* wajib bertanggung jawab atas keakuratan laporan keuangan tanpa perlu dibuktikan adanya unsur kesalahan (*fault*) atau kelalaian, karena investor berhak memercayai bahwa seluruh informasi yang dirilis *emiten* adalah valid. OJK memberikan sanksi administratif sebagai respons awal terhadap pelanggaran tersebut, dengan tujuan membina dan menegakkan disiplin pasar (Riyanto dkk., 2024, hlm. 85). Dalam kasus TPSF, OJK menjatuhkan denda administratif serta perintah tertulis untuk menyajikan kembali (*restatement*) laporan keuangan. Sanksi ini mencerminkan tanggung jawab korporasi atas kegagalan sistem pengendalian internal, dan korporasi tidak dapat melepaskan diri dari tanggung jawab administratif meskipun berdalih

bahwa rekayasa dilakukan oleh manajemen terdahulu, karena tindakan organ perseroan dianggap sebagai tindakan perseroan (*corporate act*).

Konsekuensi lebih berat bagi *emiten* adalah penghentian sementara perdagangan saham (suspensi) dan potensi penghapusan pencatatan saham (*delisting*). Bursa Efek Indonesia melakukan suspensi terhadap saham AISA sejak Juli 2018 sebagai langkah preventif agar investor tidak mengalami kerugian lebih besar akibat misleading information (Desiyantie dkk., 2022, hlm. 452). Apabila suspensi berlangsung hingga 24 bulan, risiko forced delisting dapat terjadi, yang secara efektif menutup akses perusahaan terhadap pendanaan publik dan merugikan pemegang saham minoritas akibat sahamnya menjadi tidak likuid.

## 2. Tanggung Jawab Pribadi Direksi (*Personal Liability*)

Meskipun perseroan bertanggung jawab secara administratif, hukum perseroan Indonesia menganut prinsip bahwa badan usaha tidak memiliki "kehendak" untuk berniat jahat, sehingga niat jahat melekat pada organ yang mengelolanya. Oleh karena itu, tabir perlindungan korporasi (*corporate veil*) dapat dibuka untuk menjangkau tanggung jawab pribadi direksi. Dasar hukum pertanggungjawaban tersebut adalah Pasal 97 ayat (3) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, yang menegaskan bahwa setiap anggota direksi bertanggung jawab penuh secara pribadi atas kerugian perseroan apabila terbukti bersalah atau lalai dalam menjalankan tugasnya. Penandatanganan laporan keuangan yang berisi data fiktif merupakan bukti otentik adanya kesalahan (*schuld*) direksi (Simangunsong dkk., 2024, hlm. 1929). Dalam konteks TPSF, direksi yang menjabat pada periode 2017 memikul tanggung jawab bersama atas kerugian yang diderita perseroan akibat manipulasi tersebut, termasuk kewajiban melunasi sanksi denda OJK apabila aset perseroan tidak mencukupi.

Doktrin *business judgment rule* (BJR) yang lazim digunakan direksi untuk melindungi diri dari gugatan atas keputusan bisnis yang diambil dengan itikad baik tidak dapat diberlakukan dalam kasus TPSF, karena BJR gugur apabila keputusan direksi diambil dengan adanya benturan kepentingan, pelanggaran hukum, atau kelalaian (Ramlan dkk., 2024, hlm. 74). Manipulasi laporan keuangan melanggar prinsip *duty of loyalty* dan *duty of care*, sekaligus menyalahi prinsip dasar GCG, terutama transparansi dan akuntabilitas (Sudarmanto dkk., 2021, hlm. 18). Kegagalan penerapan kedua prinsip tersebut menunjukkan bahwa direksi tidak bertindak demi kepentingan terbaik perseroan (*best interest of the company*), melainkan demi kepentingan pragmatis sesaat, sehingga sepatutnya dapat dimintai pertanggungjawaban hingga menjangkau harta pribadi.

## 3. Pertanggungjawaban Pidana (*Ultimum Remedium*) dan Perdata

Apabila sanksi administratif dan tanggung jawab perseroan dipandang belum memadai, hukum menyediakan jalur pertanggungjawaban pidana sebagai ultimum remedium serta jalur perdata untuk memulihkan hak-hak investor. Secara normatif, pelanggaran Pasal 90 UUPM diancam pidana penjara maksimal 10 tahun dan denda maksimal Rp15 miliar sebagaimana diatur dalam Pasal 104 UUPM, yang dimaksudkan memberikan efek jera bagi pelaku kejahatan kerah putih (Habibi, 2022, hlm. 102). Namun dalam praktiknya, penegakan hukum pasar modal di Indonesia kerap terkendala prinsip *una via*, sehingga OJK cenderung memilih penyelesaian administratif ketimbang proses pidana, karena dipandang lebih efisien untuk memulihkan kerugian dan lebih mudah dilaksanakan (Riyanto dkk., 2024, hlm. 90). Padahal, mengingat skala kecurangan yang besar seperti pada kasus TPSF, sanksi administratif semata dinilai kurang memadai (*inadequate*) dibandingkan dengan kerusakan integritas pasar yang ditimbulkan, sehingga idealnya sanksi pidana diterapkan bersamaan dengan sanksi denda agar penipuan keuangan benar-benar diperlakukan sebagai kejahatan serius, bukan semata biaya bisnis.

Selain jalur pidana, investor yang dirugikan dapat mengajukan gugatan perdata. Pasal 111 UUPM memberikan landasan hukum (*legal standing*) bagi setiap pihak yang mengalami kerugian akibat pelanggaran UUPM untuk mengajukan tuntutan ganti rugi (Nainggolan, 2023, hlm. 220). Tuntutan hukum perdata, baik secara individu maupun melalui gugatan kelompok (*class action*), merupakan sarana paling nyata bagi investor untuk memperoleh kembali kerugian finansial (*capital loss*) yang timbul akibat anjloknya nilai saham setelah skandal manipulasi laporan keuangan terungkap (Harahap & Lubis, 2023, hlm. 2940).

## KESIMPULAN

Berdasarkan analisis yang telah diuraikan, dapat disimpulkan bahwa tindakan direksi PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk yang menggelembungkan (*overstatement*) nilai piutang dagang, persediaan, dan aset tetap hingga Rp4 triliun dalam laporan keuangan tahun 2017 memenuhi unsur tindak pidana penipuan pasar modal sebagaimana diatur dalam Pasal 90 UUPM, dan bukan sekadar kesalahan pencatatan administratif biasa. Unsur "menyampaikan keterangan palsu tentang fakta material" terpenuhi melalui penyajian angka aset yang tidak sesuai kenyataan, sedangkan unsur "mengelabui atau menipu pihak lain" terpenuhi melalui skema *window dressing* yang terstruktur untuk menyembunyikan kondisi insolvensi perseroan, sehingga perbuatan tersebut secara hukum tergolong penipuan pasar modal yang menciderai kredibilitas pasar. Konsekuensi hukum atas pelanggaran ini tidak hanya menasar korporasi melalui sanksi administratif berupa denda dan kewajiban restatement laporan keuangan, tetapi juga menjangkau tanggung jawab pribadi (*personal liability*) direksi berdasarkan prinsip *fiduciary*

*duty* dan Pasal 97 ayat (3) UUPT, mengingat perlindungan *business judgment rule* tidak berlaku bagi direksi yang terbukti bertindak dengan itikad buruk. Konsekuensi tersebut dapat berupa tanggung jawab bersama atas denda administratif, gugatan perdata untuk ganti rugi investor, hingga ancaman pidana penjara sebagai ultimum remedium sesuai Pasal 104 jo. Pasal 90 UUPM.

Perbandingan dengan pengaturan *Rule 10b-5 Securities Exchange Act of 1934* Amerika Serikat menunjukkan bahwa meskipun secara substansi Pasal 90 UUPM sejalan dengan standar internasional, penegakannya di Indonesia masih condong pada penyelesaian administratif yang belum memberikan efek jera memadai. Oleh karena itu, disarankan agar Otoritas Jasa Keuangan membenahi pendekatan penegakan hukumnya dengan lebih tegas melibatkan jalur pidana melalui Pasal 104 jo. Pasal 90 UUPM dalam menangani kasus rekayasa laporan keuangan yang berdampak besar, mengingat sanksi administratif semata umumnya tidak sebanding dengan keuntungan ilegal yang diperoleh pelaku maupun kerugian yang diderita investor. Adopsi standar penegakan hukum internasional, sebagaimana diterapkan Amerika Serikat dalam kasus-kasus serupa, diharapkan dapat memulihkan kepercayaan investor domestik maupun asing terhadap integritas pasar modal Indonesia.

## DAFTAR PUSTAKA

Desiyantie, W. A., Sihabudin, & Napitupulu, D. (2022). Perlindungan hukum bagi pemegang saham independen akibat penghentian sementara perdagangan saham perseroan terbuka. *Jurnal Hukum dan Kenotariatan*, 6(1), 440-474.

Habibi, M. R. (2022). *Hukum pasar modal Indonesia*. Inara Publisher.

Harahap, A. S., & Lubis, F. (2023). Legal protection of investors due to misleading information in the sharia capital market perspective of DSN MUI fatwa number 80 of 2011. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics*, 6(3), 2930-2945.

Marzuki, P. M. (2011). *Penelitian hukum*. Kencana Prenada Media Group.

Nainggolan, B. (2023). *Hukum pasar modal*. Publika Global Media.

Rahman, Y. M., Saipudin, L., Taufiqurrohman, A. A., Kunantiyorini, A., & Taufiq. (2024). Legal protection for investors against fraud by market manipulation in the Indonesian capital market. *Jurnal IUS Kajian Hukum dan Keadilan*, 12(3), 518-529.

Ramlan, Syafriana, R., & Kartika, D. (2024). *Hukum perseroan persekutuan modal (PT) di Indonesia*. Umsu Press.

Riyanto, A., Santoso, B., Paraningtyas, P., & Darmawan, A. F. (2024). Ratio decidendi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam penetapan sanksi terhadap pelanggaran laporan keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. *Halu Oleo Law Review*, 8(1), 74-100.

Securities Exchange Act of 1934 (Amerika Serikat).

Shah, S. Q., Ismail, I., & Shahrin, A. R. (2020). Heterogeneous investors and deterioration of market integrity: an analysis of market manipulation cases. *Journal of Financial Crime*, 27(2).

Simangunsong, F. S., Saidin, & Azwar, K. D. (2024). Pertanggungjawaban direksi dalam hal terjadinya kesalahan laporan keuangan tahunan PT. Garuda Indonesia Tbk pada tahun 2018. *Journal of Science and Social Research*, 7(4), 1924-1932.

Sudarmanto, E., Susanti, E., Revida, E., Pelu, M. F. A. R., Purba, S., Astuti, Purba, B., Silalahi, M., Anggusti, M., Sipayung, P. D., & Krisnawati, A. (2021). *Good corporate governance (GCG)*. Yayasan Kita Menulis.

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

Wareza, M. (2019, 29 Maret). *Tiga Pilar dan drama penggelembungan dana*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20190329075353-17-63576/tiga-pilar-dan-drama-penggelembungan-dana>

Yoserwan, & Mulyati, N. (2021). *Hukum pidana ekonomi*. PT RajaGrafindo Persada.

Yusuf, C., & Purwaningsih, E. (2022). Pengawasan terhadap informasi asimetri dalam laporan keuangan yang mempengaruhi transaksi saham di pasar modal. *Jurnal Hukum Ius Quia Iustum*, 29(2), 283-304.