



## **ANALISIS PENCIPTAAN GAMBARAN SEMU MELALUI MANIPULASI PASAR DALAM INVESTASI PT ASABRI**

**Nurrahmi Dwi Melati**

Prodi atau Jurusan Kenotariatan, Fakultas Hukum, Universitas Islam Indonesia

### **Abstrak**

Penelitian ini menganalisis penciptaan citra palsu melalui praktik manipulasi pasar dalam kasus investasi PT ASABRI (Persero), dengan fokus pada pemenuhan unsur-unsur Pasal 91 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Metode penelitian yang digunakan adalah penelitian hukum normatif dengan pendekatan hukum dan pendekatan kasus. Hasil penelitian menunjukkan bahwa praktik manipulasi pasar dalam kasus ASABRI dilakukan secara sistematis melalui kolusi antara manajemen internal dan pihak eksternal menggunakan skema pump and dump, wash trading, dan penggunaan rekening nominee yang menghasilkan harga saham artifisial dan tidak mencerminkan nilai fundamental perusahaan. Struktur kejahatan terjadi melalui tahapan kontrol, pelaksanaan, dan penyembunyian, yang secara kumulatif menciptakan citra palsu kondisi pasar dan harga sekuritas. Penelitian ini menegaskan bahwa tindakan para pelaku telah memenuhi seluruh unsur kejahatan Pasal 91 Undang-Undang Pasar Modal dan menyebabkan kerugian finansial negara yang signifikan.

**Kata Kunci:** Manipulasi Pasar, Gambaran Semu, Pasal 91 UUPM, ASABRI, Pasar Modal.

### **PENDAHULUAN**

Pasar Modal memiliki peran yang cukup penting dalam sistem pembangunan ekonomi nasional, sebagai perantara untuk menghubungkan antara investor yang memiliki dana dan emiten yang membutuhkan dana. Adanya pasar modal ini mendorong kinerja investasi yang produktif untuk pertumbuhan

perusahaan sekaligus ekonomi. (Annisa dkk., 2025). Namun, kepercayaan investor terhadap pasar turut menentukan tingkat efisiensi serta keberlangsungan pasar modal yang harus beroperasi dengan transparan sesuai dengan prinsip keterbukaan (*disclosure principle*) (Inda & Paripurna, 2021). Namun, Dalam praktiknya, Pasar modal kerap kali terpengaruh oleh

kejahatan finansial, misalnya manipulasi pasar. Hal tersebut merupakan tindakan yang dilakukan oleh individu atau kelompok yang menciptakan informasi palsu mengenai kondisi harta atau perdagangan efek guna menyesatkan, dan tidak pula mencerminkan kualitas penawaran dan permintaan yang sebenarnya (Debora, 2023). Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM), melarang praktik menciptakan gambaran semu dalam Pasal 91.

Setelah terungkapnya skandal korupsi pada PT ASABRI, masalah mengenai manipulasi pasar ini cukup menarik perhatian publik. PT ASABRI ini diamanatkan untuk mengelola dana pensiun bagi pensiunan TNI, POLRI, serta ASN Kementerian Pertahanan. Ketidakberhasilan dalam pengelolaan investasi pada PT ASABRI ini tidak hanya menyebabkan masalah ekonomi, tetapi juga sekaligus turut merusak kepercayaan publik terhadap institusi Negara, dengan menyebabkan kerugian keuangan mencapai 22,78 triliun berdasarkan audit BPK (BPK RI, 2021). Kerugian tersebut terjadi karena adanya investasi pada saham-saham "gorengan" yang dasarnya tidak jelas. Fakta menunjukkan bahwa adanya praktik kolusi antara manajemen PT ASABRI dan Benny Tjokrosaputro serta Heru Hidayat. Mereka menggunakan skema *pump and dump*, menaikkan harga saham secara buatan melalui transaksi semu guna menciptakan ilusi saham yang likuid dan bernilai tinggi. Benny Tjokrosaputro dan rekan-rekannya memalsukan identitas (*nominee*) dalam transaksi jual beli saham yang mereka lakukan, menciptakan ilusi volume perdagangan palsu yang dapat menipu para investor, termasuk manajer investasi PT ASABRI yang membeli saham dengan harga tertinggi (*overvalued*). (Noverdi, 2021)

Kasus dalam PT ASABRI ini menjadi studi yang cukup menarik untuk

dianalisis melalui perspektif hukum pasar modal. Penelitian ini bertujuan untuk membahas struktur manipulasi pasar yang dilakukan para pelaku serta bagaimana hal tersebut memenuhi unsur-unsur pasal 91 UUPM. Artikel yang diberi judul **"Analisis Penciptaan Gambaran Semu melalui Manipulasi Pasar dalam Investasi PT ASABRI"** ditulis untuk menjelaskan hal tersebut lebih lanjut.

## **RUMUSAN MASALAH**

1. Bagaimana penciptaan gambaran semu dan informasi menyesatkan dalam investasi PT ASABRI ditinjau dari ketentuan Pasal 91 Undang-Undang Pasar Modal?
2. Bagaimana struktur dan tahapan manipulasi pasar dalam kasus investasi PT ASABRI berperan dalam menciptakan gambaran semu sebagaimana dimaksud dalam Pasal 91 Undang-Undang Pasar Modal?

## **LANDASAN TEORI**

### **A. Teori Perlindungan Hukum**

Teori perlindungan menekankan pada pentingnya fungsi hukum guna melindungi setiap hak asasi manusia dan kepentingan pihak-pihak yang lebih lemah. Dalam pasar modal, investor sering berada pada posisi yang lebih rentan daripada emiten karena terdapat ketimpangan kepemilikan informasi. Hukum pasar modal pada dasarnya merupakan hukum perlindungan bagi investor. Teori perlindungan hukum ini melindungi setiap kepentingan subjek hukum dengan memberikan suatu kekuasaan untuk bertindak dalam kepentingannya tertentu (Yogi, 2024). Dalam kasus PT ASABRI, perlindungan hukum menjadi sangat penting karena tingkat kerugian yang disebabkan tidak hanya mempengaruhi entitas korporasi, melainkan juga berdampak pada dana pensiun dari para pensiunan

TNI, Polri dan ASN Kementerian Pertahanan yang dikelola.

Perlindungan hukum bagi investor dalam pasar modal terdiri atas perlindungan preventif dan represif. Perlindungan preventif diwujudkan dengan melibatkan keterbukaan (*disclosure principle*) yang mewajibkan emiten menyampaikan seluruh informasi secara transparan (Inda, 2021). Sementara itu, perlindungan hukum represif dilakukan melalui penegakan Pasal 91 dan Pasal 92 Undang-Undang Pasar Modal (UUPM) guna memberikan efek jera (*deterrent effect*) terhadap pelaku kejahatan kerah putih (*white-collar crime*) (Juli, 2019). Tanpa disertai dengan penegakan hukum yang tegas terhadap Benny Tjokrosaputo dan seluruh pihak terkait, tujuan dari pada teori kepastian hukum ini tidak dapat tercapai.

## B. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan, yang dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling (1976), menjelaskan hubungan kontraktual antara prinsipal dengan agen yang melakukan layanan dengan atas nama prinsipal, termasuk dalam hal pendelegasian wewenang dalam proses pengambilan keputusan, (Vivi, 2024). Dalam konteks PT ASABRI, negara dan peserta dana pensiun bertindak sebagai prinsipal, sedangkan Dewan Direksi dan Manajer Investasi bertindak sebagai agen. Dalam kasus PT ASABRI ini, Negara melalui kementerian BUMN/Kepu-  
 bersa para pensiunan berperan sebagai prinsipal, sedangkan Direksi dan Manajer Investasi bertindak sebagai Agen. Isu utama dalam teori ini terdapat pada konflik kepentingan (*conflict of interest*), yang dimana pihak agen yang memiliki lebih banyak informasi, cenderung berpotensi untuk mengutamakan kepentingan pribadinya (*self-interest*) yang dapat merugikan prinsipal. Kondisi demikian memicu

munculnya *moral hazard* dan biaya keagenan (*agency cost*) (Vivi, 2024).

Dalam kasus ASABRI, *moral hazard* digambarkan melalui hubungan pihak Direksi dan Manajer Investasi saat mengelola dana pensiun dengan menggunakan cara yang tidak independen dan tidak profesional. Yang seharusnya mengamankan dana melalui investasi yang aman, agen malah melakukan kolusi dengan pihak eksternal guna menempatkan dana-dana yang dikelolanya pada saham yang berisiko tinggi demi keuntungan pribadi atau keuntungan kelompoknya. Situasi tersebut tambah diperparah dengan adanya asimetri informasi yang memungkinkan agen dapat dengan mudah memanipulasi laporan kerja investasi hanya demi menutup-nutupi kerugian yang tidak dapat mereka hindari. (Ika,dkk, 2023).

## TINJAUAN PUSTAKA

### A. *Fiduciary Duty*

*Fiduciary Duty* berfungsi untuk mencegah terjadinya penyimpangan dalam hubungan keagenan, menuntut direksi melakukan tugasnya dengan menerapkan itikad baik (*good faith*), tanggung jawab, dan kehati-hatian (*duty of care*) demi kepentingan perseroan (Maulida, 2024). Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) menetapkan anggota direksi bertanggung jawab penuh atas kerugian perusahaan apabila terbukti bersalah atau lalai.

Dalam konteks kasus PT ASABRI, *fiduciary duty* menjadi tolak ukur utama dalam menilai kesalahan yang dilakukan direksi. Direksi dikatakan melanggar *fiduciary duty*, apabila terbukti: (1) Gagal melakukan *due diligence* sebelum memutuskan membeli saham; (2) memperkenankan intervensi dari pihak luar dalam melakukan keputusan investasi; dan (3) Lalai dalam melaksanakan *questioning* transaksi yang mencurigakan. (Maulida, 2024).

Direksi yang menyetujui pembelian saham dengan harga yang telah dimanipulasi tanpa didahului dengan analisis yang tepat dapat dianggap telah melakukan kelalaian berat (*gross negligence*) ataupun kesengajaan yang melanggar kewajiban fidusial mereka terhadap perseroan dan negara. Hal tersebut dapat dijadikan dasar untuk menuntut pertanggungjawaban perdata serta pidana terhadap pihak manajemen PT ASABRI, serta memisahkan antara kerugian bisnis yang sesuai dengan kerugian yang diakibatkan oleh penyimpangan perilaku (*misconduct*) dari pejabat perseroan.

## **B. Konsep Dasar Pasar Modal dan Fungsi Ekonomi**

Pasar modal (*capital market*) yang menjadi pilar utama dalam praktik ekonomi modern, dapat didefinisikan sebagai pasar untuk instrumen keuangan jangka panjang seperti obligasi, saham, reksa dana, serta derivative lainnya (OJK, 2023). Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) menyatakan pasar modal tersebut mencakup kegiatan Penawaran Umum, Perdagangan Efek, serta perusahaan publik bersama lembaga terkait yang berhubungan dengan efek yang diterbitkan (Miftakhur, 2022). Dalam perspektif makro ekonomi, pasar modal menjalankan dua fungsi strategis sekaligus, yang meliputi:

a. Fungsi Ekonomi: Pasar modal sebagai fasilitas yang menghubungkan investor, yang memiliki dana berlebih, dengan emiten sebagai pihak yang memerlukan dana. Hal tersebut berpotensi untuk masyarakat menginvestasikan uang mereka demi imbalan hasil (*return*), sebaliknya perusahaan dapat memperoleh dana untuk ekspansi tanpa harus menunggu penyerahan hasil keuntungan dari laba operasional.

b. Fungsi Keuangan: Pasar modal menyediakan peluang untuk mendapatkan imbalan bagi para pemilik dana berdasarkan pada karakteristik investasi yang dipilih (Annisa, 2025). Harga saham di pasar sekunder ditentukan melalui mekanisme permintaan (*demand*) serta penawaran (*supply*) yang mencerminkan hasil kinerja fundamental perusahaan.

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menekankan pentingnya integritas dan kepercayaan sebagai dasar pasar modal yang sehat (OJK, 2023). Instrumen yang paling umum diperdagangkan adalah saham, yang menjadi bukti atas kepemilikan suatu perusahaan. Harga saham seharusnya dibentuk dan terbentuk melalui interaksi permintaan (*supply*) and (*demand*) berdasarkan kinerja perusahaan. Meskipun demikian, intervensi artifisial dapat mengganggu mekanisme ini, mengurangi efisiensi pasar dan menjadikannya spekulatif serta merugikan investor publik.

Instrumen yang paling umum diperdagangkan adalah saham, yang merupakan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan. Harga saham di pasar sekunder idealnya terbentuk dari mekanisme pasar yang wajar, yakni interaksi antara permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*) yang didasarkan pada kinerja fundamental perusahaan. Namun, ketika mekanisme ini diganggu oleh campur tangan artifisial, maka pasar modal kehilangan fungsi efisiensinya dan berubah menjadi arena spekulasi yang merugikan investor publik.

## **C. Prinsip Keterbukaan (Disclosure Principle)**

Prinsip keterbukaan (*disclosure principle*) merupakan aspek fundamental dari pasar modal, yang dapat mencegah terjadinya ketidakadilan akibat adanya asimetri informasi. Prinsip keterbukaan menjadi kewajiban pihak emiten untuk

memberikan informasi material mengenai kondisi perusahaan kepada publik dengan tepat waktu, jelas, dan akurat. (Inda, 2021).

Dalam praktik manipulasi pasar, untuk mempengaruhi persepsi investor sering menggunakan informasi palsu (*misleading information*) atau menyesatkan (Yogi, 2024).

#### **D. Konsep Manipulasi Pasar (Market Manipulation)**

Manipulasi pasar (*market manipulation*) merupakan tindakan yang menciptakan aktivitas pasar yang semu, yang dapat menyesatkan para investor, dan merupakan salah satu bentuk serius dari penipuan yang berpotensi merusak integritas pasar. (Debora, 2023).

Pola manipulasi yang umum dilakukan meliputi *pump and dump*, *wash trading*, *marking the close*, dan *cornering the market* (Miftakhur, 2022). Penggunaan rekening *nominee* juga sering kali digunakan untuk menghindari deteksi sistem pengawasan bursa (Juli, 2019).

### **METODE PENELITIAN**

#### **A. Jenis dan Pendekatan Penelitian**

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum normatif yang fokus mengkaji pada kaidah atau norma-norma yang berlaku. Pendekatan yang digunakan adalah pendekatan perundang-undangan dengan menelaah undang-undang yang terkait, seperti UUMP dengan isu yang dibahas guna membentuk argument untuk memecahkan permasalahan (Peter, 2016). Selain itu juga menggunakan pendekatan kasus dengan mengkaji kumpulan fakta yang terjadi mengenai kasus penciptaan gambaran semu yang terjadi dalam PT ASABRI.

#### **B. Sumber Bahan Hukum**

##### **1. Bahan Hukum Primer**

a) Undang-Undang Nomor 20 Tahun 2001 tentang Perubahan atas UU Nomor 31 Tahun 1999 tentang Tindak Pidana Korupsi.

b) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

c) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

d) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2014 tentang Perasuransian.

e) Undang-Undang Nomor 2 Tahun 1992 tentang Usaha Perasuransian.

f) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan terkait pasar modal dan pengelolaan investasi (POJK 43/POJK.05/2019).

#### **2. Bahan Hukum Sekunder**

Bahan hukum sekunder dalam penelitian ini berupa buku-buku, jurnal ilmiah, hasil penelitian, dan tulisan para ahli hukum, yang terdiri atas:

1. Buku-buku literatur tentang hukum pasar modal, institusi keuangan, dan teori akuntansi forensik.

2. Jurnal-jurnal ilmiah hukum nasional dan internasional yang relevan dengan manipulasi pasar dan perlindungan investor.

3. Buku Saku dan pedoman resmi yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

#### **3. Bahan Hukum Tersier**

Bahan hukum tersier digunakan sebagai penunjang guna membantu memahami lebih dalam terkait istilah-istilah teknis serta konsep yuridis yang dalam hal ini terkait dengan kasus penciptaan gambaran semu dalam kasus PT ASABRI yang bias diperoleh melalui kamus hukum maupun KBBI.

### **HASIL DAN PEMBAHASAN**

#### **A. Analisis Penciptaan Gambaran Semu dalam Kasus ASABRI**

Inti dari kejahatan pasar modal dalam skandal PT ASABRI (Persero) terletak pada terlibatnya praktik

manipulasi pasar yang canggih dan sistem. Analisis kasus ini merujuk pada pasal 91 UUPM, yang melarang tindakan penciptaan gambaran semu atau menyesatkan terkait dengan kegiatan perdagangan dan harga efek dalam Bursa Efek.

Unsur-Unsur pasal 91 UUPM yang perlu dibuktikan untuk mengungkap pelanggaran ini mencakup: (1) Setiap Pihak (2) Menciptakan gambaran semu; dan (3) hal-hal yang berkaitan dengan harga efek.

### **1. Setiap Pihak**

Frasa “Setiap Pihak” dalam Pasal 91 UUPM meliputi semua subjek hukum, baik individu maupun korporasi seperti emiten, perusahaan efek, dan investor. Dalam kaitannya dengan kasus PT ASABRI, pihak yang terlibat terbagi menjadi pihak internal yang terdiri dari Direksi dan Kepala Divisi Investasi serta pihak eksternal termasuk actor korporasi swasta yang dalam hal ini adalah Benny Tjokrosaputro, Heru Hidayat, serta Lukman Purnomosidi yang memiliki kapasitas untuk mengontrol saham tertentu melalui struktur kepemilikan dan pengaruh korporasi. (Noverdi, 2021). sehingga dalam hal ini, telah memenuhi kualifikasi sebagai subjek hukum yang dimaksud dalam Pasal 91 UUPM.

Namun, menurut hemat penulis, Direksi PT ASABRI dan Kepala Divisi Investasi tidak dapat diposisikan menjadi korban pasif, melainkan juga sebagai subjek hukum yang berwenang dan bertanggung jawab secara *fiduciary* dalam pengambilan keputusan investasi.

### **2. Menciptakan Gambaran Semu**

Unsur inti dari Pasal 91 adalah *actus reus* (perbuatan) yang menciptakan gambaran semu yang dikenal sebagai *market rigging*. Dalam kasus PT ASABRI, analisis terhadap pemenuhan unsur tersebut dapat

dibedakan menjadi dua modus operansi, meliputi:

a. Analisis Tindakan Memberikan Kesan Aktivitas Perdagangan Aktif (*Wash Trading*)

Benny Tjokrosaputro dan Heru Hidayat melakukan transaksi jual beli saham yang sama melalui beberapa rekening yang dikendalikan oleh orang yang sama demi mendorong terciptanya volume perdagangan palsu, membuat saham terlihat lebih likuid dan diminati banyak investor (Juli, 2019).

Transaksi saham yang terjadi diantara *nominee* grup Benny Tjokrosaputro seperti pada SMRU dan IIKP tidak mengalihkan kepemilikan riil jika dilihat dari perspektif hukum pembuktian, meskipun volume perdagangan pada bursa telah tercatat. Hal tersebut menciptakan gambaran semu yang mampu mengelabui algoritma pasar serta investor lain, termasuk pihak Komite investasi PT ASABRI, yang menggunakan data palsu dalam justifikasi. Perlindungan investor sangat bergantung pada validitas informasi pasar dan pemalsuan volume perdagangan ini melanggar hak investor untuk mendapatkan data valid tersebut. (Yogi, 2024).

b. Penyajian Prospek Saham yang “Seolah-olah” Likuid dan *High Return* padahal Fundamental Buruk

Aspek kedua adalah manipulasi terkait persepsi terhadap kualitas aset yang mencakup larangan menciptakan gambaran menyesatkan mengenai keadaan pasar sebagaimana diatur dalam Pasal 91 UUPM. Muncul disparitas antara harga saham yang ada di pasar dengan nilai intrinsik perusahaan seperti yang tampak pada saham-saham ASABRI yakni MYRX, RIMO, dan TRAM yang tampak memiliki prospek yang tinggi (*high return*). Meskipun demikian, analisis fundamental dan teori *Financial Statement Fraud* menunjukkan bahwa

kondisi keuangan dari perusahaan-perusahaan tersebut ada pada level yang buruk. Manipulasi pasar sering disertai dengan penyajian laporan keuangan yang menyesatkan (*misleading financial statements*) guna menopang harga saham yang tinggi (Ika, 2023).

Mengacu pada dokumen Pusat Penelitian Badan Keahlian DPR RI, Saham yang dibeli oleh PT ASABRI berasal dari emiten yang memiliki kondisi yang buruk yang dapat ditandai dengan adanya kerugian yang berkelanjutan, utang yang cukup tinggi, serta proyeksi bisnis yang tidak realistis. Namun, saham-saham tersebut dipublikasikan ke pasar dengan seolah-olah memiliki likuiditas yang tinggi dan *return* yang menjanjikan, hal tersebut menciptakan perbedaan yang cukup signifikan antara keadaan fundamental dari emiten dan persepsi pasar. (Noverdi, 2021)

Penyajian saham yang tampak bergerak aktif serta mengalami kenaikan nilai yang signifikan membentuk gambaran semu mengenai prospek emiten dengan tanpa didukung oleh data fundamental yang memadai. Sesuai Pasal 91 UUPM, pencitraan terhadap tingkat likuiditas dan *high return* ini merupakan wujud dari informasi yang menyesatkan dan berpotensi mempengaruhi persepsi pasar mengenai kualitas saham dan tidak pula mencerminkan kondisi ekonomi yang sebenarnya. Gambaran semu tersebutlah yang menjadi dasar bagi keputusan investasi pada PT ASABRI yang menunjukkan adanya praktik manipulasi persepsi pasar bukan pertumbuhan yang wajar.

### 3. Unsur “Harga Efek”

Dalam pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*), seharusnya harga saham dapat mencermati informasi yang tersedia. Tetapi, analisis terhadap harga saham PT ASABRI menunjukkan adanya anomali, di mana kenaikan harga yang

terjadi tidak ada korelasi dengan kondisi kinerja keuangan melainkan akibat adanya pola transaksi grup *nominee*. Debore Realin Selicia telah mengidentifikasi praktik manipulasi harga melalui intervensi buatan seperti *making the close* (Debora, 2023). Dalam kasus PT ASABRI ini, intervensi membuat harga saham tetap tinggi menjulang demi menampilkan keuntungan yang sebenarnya tidak nyata, hal tersebut berujung pada penurunan drastis ketika intervensi dihentikan dan menunjukkan bahwa harga yang disajikan merupakan harga yang telah dimanipulasi, bukan nilai pasar yang wajar (*fair market value*). (Annisa, 2025, Miftakhur, 2022).

Dengan merekayasa harga, para pelaku telah mengganggu mekanisme pasar dan kemudian berdampak pada kerugian Negara yang nyata (*actual loss*), saham harus dilepas atau dinilai kembali (*revaluation*) sesuai harga pasar yang sebenarnya.

Berdasarkan analisis terhadap ketiga unsur tersebut, tindakan para pelaku dalam kasus ASABRI telah memenuhi seluruh unsur delik Pasal 91 UUPM secara sempurna:

1. *Setiap Pihak* teridentifikasi memiliki peran aktif dan *mens rea*.
2. *Penciptaan Gambaran Semu* terbukti melalui *wash trading* dan pengabaian fundamental perusahaan.
3. *Harga Efek* merupakan hasil intervensi buatan (*artificial*), bukan mekanisme pasar.

### B. Struktur dan Tahapan Manipulasi Pasar pada Kasus ASABRI

Kejahatan pasar modal yang terjadi dalam tubuh PT ASABRI (Persero) merupakan kejahatan korporasi yang terorganisir (*organized corporate crime*) bukan kejadian yang kebetulan. Dari hasil analisis penulis, struktur manipulasi pasar dalam kasus ini dapat diklasifikasikan kedalam tiga tahapan: :

(1) Tahap Pengendalian dan Kesepakatan (*The Agreement Stage*), (2) Tahap Eksekusi atau Penciptaan Ilusi (*The Execution Stage*), dan (3) Tahap Penyembunyian (*The Concealment Stage*)

### 1. Tahap Pengendalian

Skandal ASABRI pertama kali dimulai dengan adanya pengendalian yang cukup buruk, di mana pengelolaan investasi berates dari mekanisme korporasi yang sah menjadi kesepakatan dan kolusif. Sebagian salah satu bagian dari tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) keputusan investasi BUMN PT ASABRI sudah seharusnya diambil melalui komite investasi dengan bekal riset independen yang memadai. (Maulida, 2024).

Dirut dan direktur investasi ASABRI melakukan perjanjian "bawah meja" dengan Benny Tjokrosaputro dan Heru Hidayat dari luar. Maulida Isnaini menganalisis bahwa kegagalan utama dalam kasus ini terjadi ketika direksi melepaskan independensinya dan membiarkan pihak luar mengendalikan portofolio perusahaan dengan tidak baik. (Maulida, 2024). Salah satu contoh pengendalian ini adalah adanya kesepakatan yang terjadi antara PT ASABRI untuk membeli saham milik Benny Tjokrosaputro dan Heru Hidayat dengan harga yang telah ditetapkan, disertai dengan janji untuk memberikan *return* yang tetap atau *kickback* demi keuntungan pribadi.

Tahap ini menggambarkan unsur "permufakatan jahat" (*conspiracy*), di mana pihak eksternal Benny Tjokrosaputro dan rekan-rekannya sebagai *shadow director* yang memutuskan pembelian saham. Menurut teori keagenan (*Agency Theory*), kondisi ini merupakan bentuk pengkhianatan agen (direksi) terhadap prinsipal (Negara), karena agen bekerja dengan pihak ketiga untuk merugikan

prinsipalnya demi keuntungan jangka pendek (Vivi, 2024).

### 2. Tahap Eksekusi

Para pelaku memasuki tahap eksekusi teknis untuk mengubah saham "zombie" (perusahaan yang memiliki kinerja buruk) menjadi saham yang dominan di pasar agar pembelian PT ASABRI tampak administratif yang wajar. Tahap ini mencakup dua alat manipulasi yang utama, yaitu *Nominee* dan skema *pump and dump*.

a. Penggunaan Rekening *Nominee*

Tahap utama dari manipulasi pasar PT ASABRI ini melibatkan banyak jaringan dana nasabah (RDN) yang luas, dimana Benny Tjokrosaputro dan Heru Hidayat bertransaksi dengan menggunakan ratusan rekening atas nama orang lain, termasuk karyawan pribadi, sopir, hingga nama-nama fiktif, bukan nama mereka sendiri.

Juli Asril menyatakan bahwa penggunaan *nominee* bertujuan untuk memecah transaksi agar tidak memicu *Unusual Market Activity* (Juli, 2019). Mereka menghindari kewajiban menjalankan pelaporan kepemilikan saham dengan membagi-bagi saham ke dalam banyak akun, dengan porsi kepemilikan masing-masing di bawah 15%. Hal tersebut melanggar prinsip kepemilikan keuntungan (*beneficial ownership*) yang membutuhkan informasi yang jelas mengenai siapa yang memperoleh keuntungan dari transaksi, dalam kasus ASABRI, *nominee* digunakan untuk melakukan *wash trading*, menciptakan agar saham terlihat sangat diminati pasar.

b. *Pump and Dump*

Tahapan *pump and dump* dilakukan setelah menyelesaikan tahapan *nominee* Dijalankan. Tahapan pertama yang dilakukan adalah *pumping* (menggoreng) di mana pelaku



melakukan jual beli saham seperti LCGP, MYRX dan TRAM antar rekening *nominee* guna menaikkan harga secara bertahap yang bertujuan untuk menciptakan harga semu yang tidak berdasarkan pada hukum *supply and demand* serta melibatkan upaya artifisial untuk menetapkan harga yang tidak wajar. (Debora, 2023).

### 3. Tahap Penyembunyian

Tahap terakhir yang penting dalam proses ini adalah penyembunyian (*concealment*) harga saham untuk membuat harga saham yang telah digoreng dengan Rp 500,-/ lembar terlihat wajar bagi auditor dan publik. Selain itu kinerja perusahaan juga harus baik. Apabila harga saham tinggi sementara laporan keuangan menunjukkan kerugian, maka hal tersebut dapat diidentifikasi sebagai praktik manipulasi. Ika Sasti Ferina menyebutkan bahwa kecurangan laporan keuangan ini sering kali dilakukan melalui *window dressing*, dengan membuat laporan keuangan terlihat lebih baik dan perusahaan terkesan lebih sehat dan menguntungkan (Ika, 2023). Bukti-bukti yang telah dibahas sebelumnya mengindikasikan bahwa rekayasa akuntansi sangat berkontribusi terhadap kondisi overvaluasi saham emiten yang terkait dengan PT ASABRI, termasuk HANSON dan Trada Group.

Beberapa modus yang digunakan dalam tahap penyembunyian ini menurut teori *Fraud* meliputi: (1) Pengakuan Pendapatan Fiktif (*fictitious revenues*), dimana penjualan yang tidak pernah terjadi namun tetap dicatatkan demi meningkatkan laba; (2) Penilaian aset yang tidak wajar (*Improper Asset Valuation*), yaitu menilai aset jauh diatas nilai pasar demi mendongkrak nilai buku (*book value*) perusahaan; dan (3) Penyembunyian Kewajiban (*Concealed Liabilities*), yaitu dengan menyembunyikan utang untuk

membentuk rasio solvabilitas tampak lebih stabil.

Dalam hasil studi mengenai deteksi penipuan dengan menggunakan model Benish M-Score, Ryan Aviantara menuliskan bahwa bisnis dengan laba yang dimanipulasi kerap kali menunjukkan anomali pada Indeks Gross Margin (GMI) dan *Day Sales in Receivables* (DSRI) (Ryan, 2023). Manipulasi laporan keuangan PT ASABRI ini digunakan sebagai alat pendukung keputusan Direksi dalam pembelian saham, dengan laporan yang dipalsukan. Manipulasi ini menciptakan “Gambaran Semu yang Sempurna,” dan menjerat para investor dengan harga saham serta laporan kinerja perusahaan yang tidak valid. Yogi Muhammad Rahman menggarisbawahi pentingnya perlindungan hukum yang ketat, karena mengingat bahwasannya investor ritel dan institusi sulit untuk bias mendeteksi kecurangan ini tanpa disertai audit forensic yang menyeluruh. (Yogi, 2024).

Secara keseluruhan, struktur manipulasi pasar dalam PT ASABRI ini merupakan siklus tertutup (*close loop*) yang diawali dengan kolusi internal (pengendalian), rekayasa pasar, serta rekayasa akuntansi yang saling berhubungan dan berkaitan satu sama lain. Tanpa praktik kolusi direksi, saham tidak akan dapat dibeli, tanpa *nominee*, harga saham tidak mungkin dapat digoreng, dan tanpa manipulasi laporan keuangan, harga yang tinggi tidak dapat dijustifikasi. Oleh sebab itu, menurut penulis, Pasal 91 UUPM Jo. Pasal 55 KUHP cocok jika digunakan sebagai dasar penuntutan karena mencakup semua hal dalam kasus ini dari hulu ke hilir.

### SIMPULAN

1. Tindakan pelaku, termasuk manajemen PT ASABRI dan individu swasta seperti Benny Tjokrosaputro dan Heru Hidayat telah memenuhi unsur-unsur pada delik Pasal

91 UUPM. Terdapat bukti rekayasa harga saham (*price manipulation*) yang menciptakan gambaran semu, dengan saham-saham seperti SMRU, IIKP, TRAM, dan MYRX yang sebenarnya mengalami kerugian, namun disajikan dengan likuiditas dan prospek yang baik. Manipulasi pasar ini menghasilkan harga artifisial yang *overvalued*, yang tidak akan terjadi tanpa adanya intervensi yang melanggar hukum pasar modal, sehingga dapat dianggap sebagai penipuan pasar modal yang direncanakan, bukan risiko bisnis biasa.

2. Tindakan para terdakwa, baik dari pihak manajemen ASABRI maupun pihak swasta (Benny Tjokrosaputro dan Heru Hidayat), telah memenuhi seluruh unsur delik dalam Pasal 91 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Unsur “menciptakan gambaran semu atau menyesatkan” terbukti melalui rekayasa harga saham (*price manipulation*) yang tidak mencerminkan nilai fundamental perusahaan. Saham-saham seperti SMRU, IIKP, TRAM, dan MYRX yang berada dalam kondisi merugi (*financial distress*) dicitrakan seolah-olah memiliki prospek tinggi dan likuiditas yang baik, sehingga terbentuk harga pasar yang artifisial (*artificial price*) dan *overvalued*. Kondisi ini tidak akan terjadi tanpa adanya intervensi yang melanggar hukum pasar (*market misconduct*), sehingga tindakan tersebut bukan merupakan risiko bisnis, melainkan penipuan pasar modal yang terencana.

3. Modus operandi dalam kasus ASABRI memiliki struktur yang sistematis dan melibatkan kolaborasi antara kejahatan korporasi internal dan manipulasi pasar eksternal, yang dibangun atas dua pilar utama.

a. Pertama, penyalahgunaan wewenang oleh Direksi ASABRI yang melanggar prinsip *fiduciary duty*, khususnya kegagalan menerapkan prinsip kehati-hatian (*duty of care*) dan

independensi, dengan membiarkan pihak eksternal mengendalikan keputusan investasi tanpa *due diligence* yang memadai.

b. Kedua, penggunaan teknik perdagangan semu melalui jaringan rekening *nominee* untuk melakukan *wash trading* dan skema *pump and dump*, yang bertujuan mengaburkan *beneficial ownership* dan menciptakan volume perdagangan palsu. Praktik ini diperkuat dengan manipulasi laporan keuangan (*financial statement fraud*) untuk menutupi kondisi keuangan emiten yang sebenarnya. Sinergi antara pelanggaran tata kelola internal dan rekayasa pasar inilah yang menjadi penyebab utama kerugian negara yang masif.

## DAFTAR PUSTAKA

Anggraeni, Annisa Fitri, Apriyanto, Andi Rustam, Tri Kunawangsih Purnamaningrum, dan Niar Astaginy. *Institusi Keuangan dan Pasar Modal*. Bandung: PT Sonpedia Publishing Indonesia, 2025.

Asril, Juli. “Penyelesaian dan Pencegahan Manipulasi Pasar dalam Pelaksanaan Pasar Modal.” *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi)* 3, no. 1 (2019): 274–288.

Aviantara, Ryan. “Scoring the Financial Distress and the Financial Statement Fraud of Garuda Indonesia with «DDCC» as the Financial Solutions.” *Journal of Modelling in Management* 18, no. 1 (2023): 1–16.

Broto, Vivi Kumala Sari dan Eni Endaryati. *Kumpulan Teori Akuntansi*. Semarang: Yayasan Prima Agus Teknik, 2024.

Ferina, Ika Sasti, Rina Tjandrakirana, dan Abukosim. *Konsep Financial Statement Fraud*. Palembang: CV. Amanah, 2023.

Habibi, Miftakhur Rokhman. *Hukum Pasar Modal Indonesia: Perkembangan Hukum Pasar Modal di Indonesia*. Malang: Inara Publisher, 2022

Isnaini, Maulida, Sunarmi, Mahmud Siregar, dan Syarifah Lisa Andriati. “Penerapan Prinsip Kehati-Hatian Direksi Pada Kegagalan

Pengelolaan Investasi PT. ASABRI." *Unes Law Review* 6, no. 4 (2024): 11886–11895.

Otoritas Jasa Keuangan. *Buku Saku Pasar Modal*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan, 2023.

Rahadiyan, Inda dan Paripurna P. Sugarda. "Urgensi Pengaturan Prinsip Keterbukaan dalam Equity Crowdfunding dan Implikasinya terhadap Perlindungan Investor." *Jurnal Hukum Ius Quia Iustum* 29, no. 2 (2022): 250–273.

Rahman, Yogi Muhammad, Lalu Saipudin, AH. Asari Taufiqurrohman, Anik Kunantiyorini, dan Taufiq. "Legal Protection for Investors against Fraud by Market Manipulation in the Indonesian Capital Market." *Jurnal IUS Kajian Hukum dan Keadilan* 12, no. 3 (2024): 518–529.

Tambunan, Debora Realin Selicia. "Pengaturan Manipulasi Pasar dalam Pasar Modal: Studi Komparasi Pengaturan Beberapa Negara." *Jurnal Magister Hukum Udayana (Udayana Master Law Journal)* 12, no. 2 (2023): 465–484.

Undang Nomor 31 Tahun 1999 tentang Pemberantasan Tindak Pidana Korupsi.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 20 Tahun 2001 tentang Perubahan atas Undang

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.