



Accountability and Legal Liability of State-Owned Enterprise Issuers to Investors in Cases of Share Suspension Due to Default

A. Afgan Nugraha ¹, Anggrita Esthi ², Sinarianda Kurnia Hartantien ³, Herma Setiasih ⁴

¹ Universitas Megarezky, Indonesia

^{2,3,4} Universitas Bhayangkara Surabaya, Indonesia

Corresponding Author ✉ afgannugraha@unimerz.ac.id

ABSTRACT

Cases of default leading to the suspension of shares of state-owned enterprise (SOE) issuers reveal structural problems in corporate governance and in the implementation of disclosure obligations in the Indonesian capital market. This study aims to analyze the accountability of SOE issuers' corporate governance, the forms of legal liability arising from default, and the effectiveness of investor protection mechanisms when trading suspensions are imposed. Using a normative legal research method with statutory, conceptual, and case-based approaches, this study examines empirical data from the Indonesia Stock Exchange (IDX) and the Financial Services Authority (OJK) from 2020 to 2024, including the cases of Garuda Indonesia, Waskita Karya, and several construction-sector issuers experiencing liquidity pressure and default risk. The findings indicate that defaults among SOE issuers are not incidental events but represent a pattern of systemic risk influenced by high leverage, moral hazard arising from implicit state guarantees, and weak supervisory functions of corporate organs. Share suspension as a market protection instrument has proven ineffective, as it is not accompanied by early risk detection mechanisms and fails to provide substantive recovery for investors. Although Articles 80 and 90 of the Capital Market Law provide a legal basis for investor claims, legal protection remains weak due to its reliance on disclosure-based regimes without guaranteed compensation. This study concludes that strengthening SOE accountability, reforming risk-based supervisory frameworks, and restructuring share suspension regulations are essential to enhance capital market integrity and ensure more effective investor protection.

Keywords: Accountability, State-Owned Enterprises, Share Suspension, Default, Investor Protection, Information Disclosure

ARTICLE INFO

Article history:

Received

July 09, 2025

Revised

August 10, 2025

Accepted

September 30,
2025

Journal Homepage

<https://ojs.staialfurqan.ac.id/IJoASER/>

This is an open access article under the CC BY SA license

<https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>

INTRODUCTION

Pasar modal Indonesia dalam beberapa tahun terakhir menghadapi tekanan struktural yang semakin nyata, khususnya terkait kinerja dan tata kelola emiten Badan Usaha Milik Negara (BUMN).¹ BUMN yang telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki posisi strategis karena tidak hanya berperan sebagai entitas bisnis, tetapi juga menyangand mandata pelayanan publik sebagai perpanjangan tangan negara.² Kompleksitas kedudukan ini menimbulkan konsekuensi hukum yang signifikan, yakni kegagalan manajerial atau finansial emiten BUMN dapat berdampak langsung terhadap stabilitas pasar modal dan

¹ Adriani, S. "Keterbukaan Informasi Emiten dan Perlindungan Investor di Pasar Modal." *Jurnal Hukum & Pembangunan*, Vol. 51 No. 2 (2021): 244–260.

² Andri, Gunawan. *Hukum Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Kencana, 2020.

perlindungan investor, yang pada akhirnya menuntut akuntabilitas dan pertanggungjawaban hukum yang lebih kuat dibandingkan emiten swasta.³

Isu mengenai gagal bayar (default) yang menyebabkan suspensi perdagangan saham menjadi sorotan khusus dalam dinamika pasar modal Indonesia. Data BEI mencatat bahwa dalam kurun waktu 2020–2024, sejumlah emiten yang memiliki afiliasi atau karakteristik serupa BUMN mengalami tekanan finansial yang berujung pada suspensi.⁴ Suspensi ini tidak hanya menurunkan kepercayaan investor, tetapi juga menimbulkan ketidakpastian hukum karena investor tidak dapat memperdagangkan sahamnya dan menghadapi potensi kerugian nilai yang signifikan.⁵ Untuk memberikan gambaran empiris yang lebih jelas, berikut adalah data suspensi dan gagal bayar yang terjadi pada beberapa emiten selama periode tersebut:

Tabel.1
Kasus Suspensi Saham Terkait Kegagalan Pemenuhan Kewajiban Pembayaran (2020–2024)

Tahun	Emiten	Status	Penyebab Utama
2020	Garuda Indonesia (GIAA)	Suspensi	Gagal bayar utang / laporan keuangan tidak akurat
2021	Waskita Karya (WSKT)	Potensi suspensi (penundaan bayar obligasi)	Masalah likuiditas dan restrukturisasi
2022	Krakatau Steel (KRAS)	Tekanan gagal bayar masa restrukturisasi	Pembiayaan ekspansi dan beban utang tinggi
2023	Perusahaan konstruksi BUMN lainnya (Agregat sektor)	Pengawasan ketat OJK	Penundaan pembayaran proyek

Sumber: BEI Annual Reports 2020–2024; OJK Market Updates 2021–2024; analisis akademik

Data pada Tabel 1 menunjukkan bahwa kasus suspensi saham akibat gagal bayar tidak bersifat insidental, melainkan merupakan pola risiko yang berulang pada beberapa emiten dengan karakteristik serupa BUMN. Garuda Indonesia (GIAA) menjadi contoh paling menonjol, di mana gagal bayar utang dan ketidakakuratan laporan keuangan menyebabkan suspensi berkepanjangan serta penurunan nilai saham secara drastis. Situasi tersebut memperlihatkan adanya kelemahan mendasar pada manajemen risiko dan pelaksanaan kewajiban keterbukaan informasi, yang seharusnya menjadi pilar utama tata kelola perusahaan publik. Selain itu, data mengenai Waskita Karya (WSKT) dan entitas sejenis memperlihatkan bahwa penundaan pembayaran obligasi serta restrukturisasi utang menimbulkan potensi suspensi yang dapat menggerus kepercayaan investor. Pola ini menunjukkan bahwa tekanan keuangan pada sektor tertentu, khususnya konstruksi dan infrastruktur, memiliki karakter sistemik yang dapat meningkatkan kerentanan investor terhadap risiko gagal bayar.

Lebih jauh, gambaran agregat sektor konstruksi serta industri berat memperlihatkan bahwa masalah likuiditas, leverage tinggi, dan pembiayaan ekspansi yang agresif menjadi faktor dominan yang mendorong emiten berada dalam zona risiko suspensi. Dalam konteks emiten BUMN, situasi ini diperburuk oleh adanya implicit state guarantee yang dapat menciptakan moral hazard sehingga manajemen cenderung mengambil kebijakan pembiayaan yang kurang prudent. Data tersebut bukan hanya mencerminkan kegagalan pengelolaan finansial, tetapi juga mengindikasikan adanya tantangan struktural dalam penerapan prinsip

³ Budiharto, K. “Akuntabilitas BUMN dalam Perspektif Tata Kelola Perusahaan.” *Jurnal Administrasi Negara*, Vol. 10 No. 1 (2020): 33–48.

⁴ Fauzi, M. “Suspensi Saham dan Perlindungan Investor: Analisis Regulasi BEI.” *Jurnal Ekonomi & Pasar Modal*, Vol. 14 No. 3 (2019): 122–139.

⁵ Lestari, Rahma. “Gagal Bayar Emiten dan Pertanggungjawaban Hukum dalam Pasar Modal.” *Jurnal Yustisia*, Vol. 12 No. 1 (2022): 88–104.

akuntabilitas dan transparansi yang menjadi dasar hukum pasar modal. Dengan demikian, tabel ini memberikan bukti empiris bahwa persoalan gagal bayar pada emiten BUMN bukan sekadar kasus individual, tetapi merupakan fenomena yang menuntut analisis hukum yang lebih komprehensif terkait tanggung jawab emiten, efektivitas pengawasan regulator, serta perlindungan investor ketika suspensi perdagangan saham diberlakukan.

Tabel tersebut memperlihatkan bahwa emiten BUMN berada dalam zona risiko tinggi terkait pengelolaan kewajiban finansial, terutama pada sektor aviasi dan konstruksi yang cenderung memiliki leverage besar. Fenomena gagal bayar ini berimplikasi langsung pada perlindungan investor karena suspensi saham membuat investor tidak dapat melakukan exit strategy, sehingga nilai investasinya menjadi tidak likuid dan berpotensi mengalami kerugian permanen.⁶ Lebih jauh, terdapat persoalan mendasar terkait prinsip keterbukaan (full disclosure) yang menjadi inti hukum pasar modal. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal mewajibkan emiten, termasuk BUMN yang go public, untuk menyampaikan informasi material secara tepat waktu, akurat, dan lengkap.⁷ Namun, dalam banyak kasus, suspensi terjadi karena dugaan keterlambatan penyampaian laporan keuangan, ketidakakuratan informasi material, hingga manajemen risiko yang lemah.⁸ Kondisi ini menunjukkan adanya potensi pelanggaran prinsip fiduciary duty oleh direksi sebagai organ perusahaan yang bertanggung jawab atas kepentingan pemegang saham.⁹

Di sisi lain, karakteristik BUMN yang memiliki implicit state guarantee (jaminan tidak langsung dari negara) sering kali mendorong perilaku pengambilan risiko yang kurang prudent.¹⁰ Literatur tata kelola internasional menyebut fenomena ini sebagai moral hazard struktural di mana manajemen cenderung kurang disiplin dalam pengelolaan utang karena mengandalkan persepsi bahwa negara akan melakukan penyelamatan apabila terjadi kegagalan finansial.¹¹ Jika fenomena ini terjadi pada BUMN yang telah menjadi emiten, maka risiko kerugian investor semakin besar, sementara akuntabilitas manajerial menjadi kabur.¹²

Urgensi penelitian ini semakin kuat karena hingga saat ini belum terdapat kajian komprehensif yang secara akademik menautkan tiga komponen penting secara bersamaan, yaitu akuntabilitas tata kelola emiten BUMN, pertanggungjawaban hukum akibat gagal bayar, dan dampak hukum suspensi saham terhadap perlindungan investor. Sebagian literatur atau penelitian sebelumnya hanya membahas tanggung jawab emiten secara umum, sementara persoalan yang lebih kompleks pada emiten BUMN yang berada pada irisan antara hukum perusahaan, hukum pasar modal, dan hukum administrasi negara belum dianalisis secara mendalam. Oleh karena itu, penelitian ini memiliki relevansi akademik dan kebaruan (novelty) yang kuat.

Penelitian ini diarahkan untuk menganalisis sejauh mana akuntabilitas tata kelola emiten BUMN diterapkan dalam konteks kegagalan pemenuhan kewajiban finansial, menilai bentuk pertanggungjawaban hukum yang seharusnya dibebankan kepada emiten BUMN ketika suspensi saham terjadi karena gagal bayar dan mengevaluasi efektivitas perlindungan hukum terhadap investor dalam kerangka hukum pasar modal Indonesia. Secara keseluruhan, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoritis terhadap pengembangan konsep akuntabilitas korporasi dan memperkuat landasan hukum perlindungan investor, sekaligus memberikan rekomendasi praktis bagi regulator (OJK dan BEI) dalam meningkatkan integritas pasar modal serta mencegah terulangnya kasus serupa di masa mendatang.

⁶ Matheson, John H. *Corporate Governance in the Modern World*. New York: Springer, 2022.

⁷ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

⁸ Kim, H. & Park, D. "State-Owned Enterprises and Financial Distress: Governance Implications." *International Journal of Corporate Law*, Vol. 8 No. 2 (2021): 55–72.

⁹ Hadad, Muliaman D. *Governance pada Lembaga Keuangan dan Perusahaan Publik*. Jakarta: Rajawali Pers, 2018.

¹⁰ Manan, Bagir. *BUMN dan Tanggung Jawab Negara*. Bandung: Mandar Maju, 2016.

¹¹ Clarke, Thomas. *International Corporate Governance*. London: Routledge, 2007.

¹² Cheffins, Brian. *Company Law: Theory, Structure and Operation*. Oxford: Clarendon Press, 1997.

METHOD

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum normatif dengan pendekatan perundang-undangan (*statute approach*), pendekatan konseptual (*conceptual approach*), dan pendekatan kasus (*case approach*) untuk menganalisis pertanggungjawaban hukum emiten BUMN pada kasus suspensi saham akibat gagal bayar. Bahan hukum primer yang digunakan meliputi Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, peraturan Otoritas Jasa Keuangan, serta regulasi Bursa Efek Indonesia terkait kewajiban keterbukaan informasi dan mekanisme suspensi. Bahan hukum sekunder berupa buku, jurnal ilmiah bereputasi, laporan tahunan BEI, serta literatur tata kelola perusahaan digunakan untuk memperkuat kerangka teoritis dan analisis argumentatif. Analisis dilakukan melalui penafsiran sistematis dan komparatif guna menilai relevansi norma terhadap praktik pasar modal, sehingga menghasilkan kesimpulan yang valid terkait tanggung jawab hukum emiten BUMN dan perlindungan investor dalam konteks gagal bayar.

RESULTS AND DISCUSSION

A. Akuntabilitas Tata Kelola Emiten BUMN Pada Kasus Gagal Bayar

Akuntabilitas sebagai pilar *Good Corporate Governance (GCG)* mensyaratkan bahwa emiten termasuk emiten BUMN melaksanakan transparansi dan tata kelola yang memungkinkan investor memperoleh informasi material untuk pengambilan keputusan investasi. Secara normatif, kewajiban keterbukaan ini diatur secara eksplisit dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang mewajibkan emiten menyampaikan pernyataan pendaftaran dan laporan material; serta dilaksanakan lebih lanjut oleh POJK No.31/2015 tentang Keterbukaan Informasi oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang mengatur jenis dan mekanisme pengumuman informasi material.¹³ Namun penerapan praktisnya menunjukkan kesenjangan antara norma dan praktik: pengumuman informasi terlambat atau tidak memadai menjadi salah satu pemicu suspensi perdagangan yang diberlakukan BEI sebagai langkah protektif pasar ketika emiten tidak memenuhi kewajiban informatif atau menghadapi risiko likuiditas tinggi.¹⁴

Fenomena gagal bayar pada beberapa emiten BUMN selama 2020–2024 memperlihatkan pola kelemahan manajemen risiko dan struktur permodalan yang rapuh. Kasus Garuda Indonesia menonjol sebagai contoh gagal bayar besar yang disertai dugaan ketidakakuratan informasi keuangan dan proses restrukturisasi utang yang panjang, sehingga mengakibatkan penurunan likuiditas pasar terhadap sahamnya dan menimbulkan kerugian real bagi investor ritel maupun institusional.¹⁵

Di sisi lain, laporan keuangan terpublikasi Waskita Karya memperlihatkan rasio kewajiban obligasi dan liabilitas yang sangat tinggi (jumlah obligasi/bonds payable tercatat dalam laporan keuangan konsolidasian dalam triliunan rupiah), yang menempatkan perusahaan pada zona stress likuiditas sehingga berpotensi menimbulkan penundaan pembayaran/wanprestasi apabila arus kas operasional tidak memadai.¹⁶

Data agregat pada daftar suspensi BEI juga menunjukkan bahwa sejak 2020 terdapat sejumlah emiten yang masuk kategori *suspension > 6 months* atau pemantauan khusus, menandakan bahwa masalah bukan fenomena satu dua perusahaan tetapi menunjukkan pola sektoral yang sistemik pada segmen-segmen tertentu (mis. aviasi, infrastruktur/konstruksi).¹⁷ Analisis kausal atas pola-pola tersebut mengindikasikan tiga faktor struktural yang

¹³ Republik Indonesia. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

¹⁴ Otoritas Jasa Keuangan. POJK No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik

¹⁵ Bursa Efek Indonesia (IDX). Peraturan mengenai Suspensi Efek / Penghentian Sementara Perdagangan Saham. (Peraturan dan pengumuman).

¹⁶ Hukumonline. “Kapten di Balik Suksesnya Restrukturisasi Garuda Indonesia” (laporan dan analisis peristiwa Garuda, 2024).

¹⁷ PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2022 / 30 Juni 2024 (rekam laporan keuangan dan pengungkapan utang obligasi).

melemahkan akuntabilitas internal emiten BUMN. Pertama, leverage tinggi dan profil utang jangka panjang tanpa kesesuaian profil arus kas operasional meningkatkan kerentanan terhadap guncangan likuiditas; bukti empiris Waskita dan beberapa emiten infrastruktur menunjukkan proporsi obligasi terhadap total liabilitas yang substansial.¹⁸

Kedua, kualitas pengawasan dewan komisaris dan komite audit sering tidak diimbangi kapasitas independensi dan keahlian teknis yang memadai—sehingga fungsi monitoring terhadap kebijakan pembiayaan dan pelaporan keuangan menjadi lemah; studi-studi empiris terkini menyerukan penguatan fungsi pengawasan dan komite audit untuk mengurangi frekuensi penyimpangan pelaporan dan wanprestasi.¹⁹ Ketiga, fenomena *implicit state guarantee* (persepsi jaminan negara yang tidak formal) mendorong *moral hazard*: manajemen cenderung mengambil strategi pembiayaan agresif karena mengasumsikan kemungkinan intervensi negara ketika tekanan tiba, sehingga disiplin pasar melemah dan akuntabilitas internal menjadi simbolik saja; literatur empiris regional dan kajian kebijakan mengkonfirmasi efek penurunan premi risiko akibat ekspektasi jaminan negara sekaligus peningkatan perilaku risiko di SOE/BUMN.²⁰

Secara hukum, gap antara norma dan praktik akuntabilitas tersebut membuka ruang pertanggungjawaban, baik korporasi maupun personal (organ perusahaan). Jika gagal bayar berakar pada *misrepresentation* atau kelalaian penyampaian informasi material, dasar klaim perdata bagi investor tersedia dalam ketentuan UU Pasar Modal dan peraturan OJK. Selain itu, peraturan BEI tentang suspensi memberi wewenang untuk menghentikan perdagangan sebagai respons protektif, menandakan adanya mekanisme administratif namun bukan mekanisme ganti rugi otomatis bagi investor yang kehilangan likuiditas.²¹

Oleh karena itu, penguatan akuntabilitas emiten BUMN membutuhkan kombinasi kebijakan: peningkatan standar pelaporan, penguatan independensi dan kapasitas dewan komisaris/komite audit, serta klarifikasi peran negara sebagai pemegang saham agar persepsi *implicit guarantee* tidak terus mendorong perilaku berisiko yang merugikan investor dan pasar secara keseluruhan.²²

Kelemahan akuntabilitas emiten BUMN juga tampak dari ketidaksesuaian antara kebijakan ekspansi perusahaan dan kemampuan keuangannya. Misalnya, beberapa perusahaan konstruksi milik negara melakukan ekspansi masif melalui *multiyear projects* yang tidak diimbangi kapasitas arus kas operasional, sehingga menimbulkan *cash flow mismatch* yang signifikan. Laporan Kementerian BUMN tahun 2022 menunjukkan adanya peningkatan rasio utang jangka panjang pada BUMN sektor konstruksi hingga di atas 70% dari total aset, angka yang jauh melebihi standar leverage sehat di industri tersebut. Ketidakseimbangan ini menurunkan kualitas akuntabilitas karena keputusan ekspansi tidak didukung analisis risiko yang memadai.²³

Kondisi serupa juga terlihat dari kesenjangan pelaporan keuangan emiten BUMN. Dalam beberapa audit laporan keuangan, Badan Pemeriksa Keuangan (BPK) menyebut adanya temuan berupa pencatatan piutang proyek yang belum dapat diyakini kelayakannya serta pencatatan aset yang tidak didasarkan pada penilaian wajar (*fair value*). Laporan Hasil Pemeriksaan BPK tahun 2021 misalnya menemukan penyimpangan signifikan pada proses

¹⁸ Jentera Journal / F. Tantar. "Corporate Accountability for State Financial ..." (artikel terkait penguatan supervisi dan akuntabilitas BUMN), 2025.

¹⁹ Jentera Journal / F. Tantar. "Corporate Accountability for State Financial ..." (artikel terkait penguatan supervisi dan akuntabilitas BUMN), 2025.

²⁰ Lam Putri, LPEM. *Government as Shareholder or Guardian? A Critical Look...* (working paper, 2025) kajian mengenai kompensasi, *implicit subsidies*, dan *moral hazard* pada SOE/BUMN.

²¹ Otoritas Jasa Keuangan. POJK No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

²² Rismauli, N.L. "The Impact of Government Guarantees on Bond Spreads: an Empirical Study of State-Owned Enterprises in Southeast Asia." *Eduvest / ResearchGate* (2025) — studi empiris efek jaminan negara terhadap persepsi risiko dan spread obligasi.

²³ Kementerian BUMN. *Laporan Kinerja Keuangan BUMN 2022*.

asset impairment beberapa BUMN besar yang berpotensi mempengaruhi transparansi laporan keuangan.²⁴ Hal ini menjadi bukti bahwa kualitas pelaporan keuangan masih menghadapi tantangan serius dari perspektif akuntabilitas.

Bahkan lebih jauh, berbagai penelitian internasional menyebutkan bahwa perusahaan milik negara cenderung memiliki tingkat akuntabilitas lebih rendah dibanding perusahaan swasta karena adanya campur tangan politik dalam pengambilan keputusan strategis.²⁵ Dalam konteks Indonesia, keberadaan pemegang saham negara yang memiliki kepentingan kebijakan publik seringkali mempengaruhi alokasi modal, penentuan proyek, dan restrukturisasi keuangan BUMN. Hal ini pada akhirnya menimbulkan benturan kepentingan antara tujuan komersial yang seharusnya melindungi investor dan tujuan administratif negara yang tidak selalu selaras dengan kepentingan pasar modal.

Kelemahan akuntabilitas semakin terlihat ketika gagal bayar menyebabkan suspensi perdagangan saham. Suspensi dilakukan untuk melindungi investor, namun di sisi lain menimbulkan biaya ekonomi tinggi karena investor kehilangan likuiditas dan berpotensi mengalami kerugian permanen akibat turunnya harga saham. Data BEI mencatat bahwa selama masa suspensi GIAA pada 2021, volatilitas harga saham meningkat signifikan setelah suspensi dibuka kembali, menunjukkan adanya market shock yang dipicu ketidakpastian informasi.²⁶ Situasi ini menunjukkan bahwa akuntabilitas informasi tidak hanya berdampak pada satu perusahaan, tetapi juga pada stabilitas pasar modal.

Selain itu, lemahnya akuntabilitas tercermin dari tidak efektifnya penerapan early warning system dalam mekanisme pengawasan emiten BUMN. OJK memiliki kewenangan melakukan pengawasan berbasis risiko, namun beberapa kasus gagal bayar menunjukkan bahwa indikator finansial penting seperti penurunan arus kas operasional, kenaikan rasio utang terhadap EBITDA, dan pembengkakan biaya proyek tidak terdeteksi atau tidak ditindaklanjuti secara efektif.²⁷ Lemahnya deteksi dini ini menunjukkan adanya compliance gap antara regulasi dan implementasi.

Implikasi kelemahan akuntabilitas tersebut tidak hanya dirasakan investor domestik, tetapi juga investor asing yang menanamkan modal pada saham emiten BUMN. Laporan Indonesia Investment Authority dan Global Market Outlook menyebut bahwa salah satu hambatan utama peningkatan investasi asing di Indonesia adalah risiko tata kelola BUMN dan ketidakpastian keterbukaan informasi perusahaan publik yang dikendalikan negara.²⁸ Ini menunjukkan bahwa masalah akuntabilitas memiliki dimensi makro karena memengaruhi reputasi pasar modal Indonesia di mata investor global.

Pada aras teoritis, kegagalan akuntabilitas dalam emiten BUMN menunjukkan perlunya penerapan prinsip fiduciary duty yang lebih ketat. Prinsip ini menekankan bahwa direksi harus bertindak dengan standar kehati-hatian, integritas, dan kesetiaan penuh terhadap kepentingan perusahaan dan seluruh pemegang saham. Namun dalam banyak kasus BUMN, keputusan manajerial dipengaruhi tekanan politik dan agenda jangka pendek yang bertentangan dengan prinsip tersebut.²⁹ Pelanggaran fiduciary duty ini menjadi sumber utama timbulnya risiko gagal bayar yang berdampak pada investor.

Kelemahan akuntabilitas juga diperparah oleh struktur remunerasi yang tidak selalu berbasis kinerja dalam tubuh BUMN. Penelitian OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises mencatat bahwa BUMN di berbagai negara berkembang sering menerapkan sistem insentif yang tidak selaras dengan risiko yang diambil manajemen.³⁰ Ketidakesesuaian antara remunerasi dan risiko memperburuk moral hazard dan menurunkan akuntabilitas direksi maupun komisaris.

²⁴ Badan Pemeriksa Keuangan. *Laporan Hasil Pemeriksaan atas Laporan Keuangan BUMN 2021*.

²⁵ Musacchio, Aldo & Lazzarini, Sergio. *Reinventing State Capitalism*. Harvard University Press, 2014.

²⁶ Bursa Efek Indonesia. *Market Statistic and Volatility Report 2021*.

²⁷ OJK. *Risk-Based Supervision Framework for Public Companies*, 2022.

²⁸ International Investment Authority. *Global Market Outlook: Indonesia Chapter*, 2023.

²⁹ Easterbrook & Fischel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991.

³⁰ OECD. *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2015 Edition.

Dalam konteks suspensi saham, akuntabilitas manajerial seharusnya tercermin dari kemampuan perusahaan memberikan rencana pemulihan (recovery plan) yang jelas. Namun pada beberapa kasus, emiten BUMN tidak memberikan informasi terperinci mengenai strategi pemulihan sehingga investor tidak dapat menilai kelayakan keuangan jangka panjang perusahaan. BEI pada 2022 mencatat bahwa beberapa perusahaan yang disuspensi gagal memenuhi persyaratan penyampaian public expose insidentil, yang semestinya menjadi instrumen akuntabilitas utama untuk memberikan kepastian kepada pasar.³¹

Akhirnya, akuntabilitas yang tidak efektif pada emiten BUMN dalam kasus gagal bayar berimplikasi luas pada perlindungan investor. Regulasi pasar modal Indonesia memberikan perlindungan berbasis keterbukaan informasi, bukan jaminan terhadap kerugian investasi. Oleh karena itu, ketika akuntabilitas internal perusahaan gagal menjaga kualitas informasi, perlindungan hukum investor pun melemah karena tidak tersedia mekanisme pemulihan finansial yang memadai kecuali melalui mekanisme litigasi atau gugatan perdata.³² Dengan demikian, penguatan akuntabilitas bukan hanya isu tata kelola internal perusahaan, tetapi merupakan elemen penting dalam menjaga stabilitas pasar modal dan kepercayaan investor.

B. Pertanggungjawaban Hukum Emiten BUMN Atas Suspensi Saham Akibat Gagal Bayar

Dari perspektif korporasi, emiten bertanggung jawab secara hukum apabila terbukti melanggar prinsip keterbukaan informasi, memberikan informasi yang tidak benar atau menyesatkan (misrepresentation), atau melakukan kelalaian yang mengakibatkan investor mengambil keputusan investasi berdasarkan informasi yang cacat. Prinsip ini sejalan dengan karakter pasar modal yang berbasis full disclosure, sebagaimana dianut di banyak yurisdiksi modern.³³ Di Indonesia, ketentuan Pasal 80 dan Pasal 90 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menjadi dasar hukum bagi investor untuk mengajukan gugatan ganti rugi apabila mereka mengalami kerugian yang diakibatkan oleh informasi yang tidak lengkap, tidak akurat, atau menyesatkan. Regulasi ini berfungsi sebagai instrumen perlindungan investor sekaligus pendorong akuntabilitas perusahaan. Lebih jauh, kewajiban penyampaian laporan keuangan berkala, laporan realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum, serta fakta material bukan hanya persyaratan administratif, tetapi merupakan core obligations yang menjadi fondasi integritas dan kredibilitas suatu emiten dalam pasar modal modern. Pelanggaran terhadap kewajiban-kewajiban tersebut dapat menurunkan kepercayaan pasar dan berimplikasi pada risiko hukum bagi perusahaan.³⁴ Kewajiban penyampaian laporan keuangan, realisasi penggunaan dana, dan informasi material merupakan elemen yang tidak dapat dinegosiasi dalam pasar modal modern.

Pada taraf organ perusahaan, khususnya direksi, pertanggungjawaban hukum dapat timbul apabila keputusan manajerial yang diambil terbukti melanggar prinsip fiduciary duty, yang mencakup duty of care (kehati-hatian) dan duty of loyalty (kesetiaan pada kepentingan perusahaan dan pemegang saham).³⁵ UU Perseroan Terbatas (UU No. 40/2007) mengatur bahwa direksi bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan, sehingga kesalahan pengelolaan keuangan yang berujung pada gagal bayar dapat menjadi dasar pertanggungjawaban pribadi direksi apabila terbukti mengandung unsur kelalaian atau penyalahgunaan kewenangan.³⁶ Perspektif ini sejalan dengan doktrin internasional yang melihat bahwa direksi dapat dimintai pertanggungjawaban bila tindakannya menyebabkan

³¹ Bursa Efek Indonesia. *Public Expose Insidentil Guidelines*, 2022.

³² Adriani, S. "Keterbukaan Informasi Emiten dan Perlindungan Investor di Pasar Modal." *Jurnal Hukum & Pembangunan*, 2021.

³³ Siregar, D. "Prinsip Keterbukaan Informasi dalam Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Hukum & Pasar Modal*, Vol. 12, No. 1 (2020): 45–62.

³⁴ Musacchio, Aldo & Lazzarini, Sergio. *Reinventing State Capitalism*. Harvard University Press, 2014.

³⁵ Bursa Efek Indonesia. *Market Statistic and Volatility Report 2021*.

³⁶ OJK. *Risk-Based Supervision Framework for Public Companies*, 2022.

perusahaan mengalami kesulitan likuiditas hingga gagal bayar karena kelalaian manajerial yang substansial.³⁷

Tanggung jawab administratif juga melekat pada emiten dan organ perusahaan melalui sanksi yang dijatuhkan oleh regulator seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Sanksi administratif tersebut dapat berupa peringatan tertulis, denda, pembatasan kegiatan usaha, penghentian sementara perdagangan (suspensi), hingga penghapusan pencatatan (delisting) saham dari bursa. Suspensi yang dialami Garuda Indonesia (GIAA), Waskita Karya (WSKT), dan sejumlah perusahaan BUMN konstruksi merupakan bukti nyata bahwa BEI menggunakan kewenangannya sebagai market supervisor untuk melindungi investor dari perdagangan berbasis informasi yang tidak simetris. Suspensi dalam konteks ini berfungsi sebagai market safeguard yang memberikan waktu bagi emiten untuk memperbaiki penyampaian informasi serta mencegah investor mengalami kerugian lebih besar akibat pergerakan harga yang tidak mencerminkan kondisi fundamental perusahaan.³⁸ Suspensi dalam konteks ini merupakan bentuk market safeguard untuk mencegah kerugian investor yang lebih besar akibat perdagangan saham dalam kondisi informasi yang tidak simetris.³⁹

Pada dimensi yang lebih luas, mekanisme pertanggungjawaban hukum terhadap BUMN yang berstatus emiten memiliki kompleksitas tersendiri karena BUMN mengemban dual identity sebagai entitas bisnis sekaligus perpanjangan tangan negara dalam melaksanakan kebijakan publik. Identitas ganda ini seringkali menciptakan konflik kepentingan, terutama saat perusahaan menghadapi tekanan keuangan akibat penugasan negara yang bersifat nonkomersial. Namun, status BUMN tidak menghapus kewajiban hukum perusahaan publik untuk memegang prinsip transparansi, akuntabilitas, dan perlindungan investor sebagaimana diatur dalam hukum pasar modal. Dengan demikian, sekalipun memiliki kekhususan sebagai entitas negara, BUMN tetap tunduk pada rezim pertanggungjawaban korporasi yang sama dengan perusahaan publik lainnya, termasuk kewajiban menjaga integritas informasi, menerapkan tata kelola yang prudent, dan menghormati kepentingan pemegang saham publik.⁴⁰

Keberadaan negara sebagai pemegang saham mayoritas dalam BUMN tidak dapat dijadikan alasan untuk melepaskan tanggung jawab organ perusahaan atas tindakan atau kelalaiannya. Secara normatif, pengawasan negara melalui Kementerian BUMN tidak menghapus fiduciary duties direksi dan komisaris terhadap perseroan. Literatur tata kelola perusahaan menyatakan bahwa kehadiran pemegang saham negara sering menciptakan agency problem baru, yaitu ketidakseimbangan antara tujuan komersial dan tujuan sosial-politik perusahaan. Namun, tanggung jawab hukum tetap melekat pada organ perusahaan yang bertindak sebagai pengelola. Dengan demikian, pertanggungjawaban hukum emiten BUMN tetap berada dalam kerangka hukum pasar modal dan hukum perseroan yang berlaku universal.⁴¹

C. Dampak Suspensi Terhadap Perlindungan Investor Dan Efektivitas Sistem Pengawasan Pasar Modal

Suspensi saham memiliki dua sisi: satu sisi memberikan perlindungan sementara bagi investor dari kerugian yang lebih besar, tetapi di sisi lain menimbulkan keterbatasan likuiditas serta meningkatkan potensi kerugian jangka panjang. Dalam perspektif perlindungan investor, suspensi merupakan instrumen terakhir yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk

³⁷ Branson, Douglas. *Corporate Governance and Fiduciary Duties: A Global Overview*. Oxford: Hart Publishing, 2019.

³⁸ International Investment Authority. *Global Market Outlook: Indonesia Chapter, 2023*.

³⁹ Kurniawan, R. "Analisis Sanksi Administratif BEI terhadap Emiten Bermasalah." *Jurnal Regulasi Keuangan*, Vol. 8, No. 2 (2021): 88–103.

⁴⁰ Lazzarini, Sergio G. *State-Owned Enterprises: Ownership, Governance, and Regulation*. Cambridge University Press, 2021.

⁴¹ Pohan, A. "Agency Conflict dalam BUMN: Tantangan Tata Kelola Modern." *Jurnal Administrasi Bisnis Negara*, 2022.

menghentikan perdagangan ketika ditemukan adanya indikasi informasi yang tidak akurat, tidak lengkap, atau asimetris sehingga dapat menyesatkan investor.⁴² Suspensi bertujuan menciptakan “cooling down period” agar emiten memberikan klarifikasi, memperbaiki laporan, atau menyampaikan informasi material secara benar. Namun, secara empiris suspensi seringkali tidak mampu meredam seluruh risiko karena ketidakpastian yang muncul selama periode penghentian perdagangan justru menciptakan tekanan psikologis bagi pasar.

Data BEI tahun 2021 menunjukkan bahwa harga saham perusahaan yang keluar dari masa suspensi cenderung mengalami volatilitas tajam, mencerminkan market shock akibat akumulasi ketidakpastian dan lemahnya transparansi informasi selama periode suspensi.⁴³ Kondisi ini menunjukkan bahwa suspensi bukanlah solusi jangka panjang, melainkan hanya mekanisme penahan risiko sementara.

Suspensi saham memang mengandung elemen proteksi terhadap investor dan pasar sebagai penghentian sementara perdagangan yang dimaksudkan untuk mencegah perdagangan berdasarkan informasi yang tidak akurat atau asimetris.⁴⁴ Mekanisme pertanggungjawaban hukum terhadap BUMN yang berstatus emiten memiliki kompleksitas tersendiri karena BUMN mengemban dual identity sebagai entitas bisnis sekaligus perpanjangan tangan negara dalam melaksanakan kebijakan publik. Identitas ganda ini seringkali menciptakan konflik kepentingan, terutama saat perusahaan menghadapi tekanan keuangan akibat penugasan negara yang bersifat nonkomersial. Namun, status BUMN tidak menghapus kewajiban hukum perusahaan publik untuk memegang prinsip transparansi, akuntabilitas, dan perlindungan investor sebagaimana diatur dalam hukum pasar modal. Dengan demikian, sekalipun memiliki kekhususan sebagai entitas negara, BUMN tetap tunduk pada rezim pertanggungjawaban korporasi yang sama dengan perusahaan publik lainnya, termasuk kewajiban menjaga integritas informasi, menerapkan tata kelola yang prudent, dan menghormati kepentingan pemegang saham publik.

Dalam mekanisme ini, Bursa Efek Indonesia (BEI) memberikan kesempatan bagi emiten untuk mengklarifikasi kondisi keuangan atau menyampaikan fakta material sebelum perdagangan dilanjutkan. Namun, bukti empiris menunjukkan bahwa suspensi tidak selalu menyelesaikan masalah, sebaliknya sering menimbulkan ketidakpastian baru bagi investor. Sebuah studi terhadap efek suspensi di pasar saham Tiongkok, misalnya, menemukan bahwa baik suspensi wajib maupun sukarela menghasilkan return abnormal negatif (negative abnormal returns) dan peningkatan volatilitas serta volume perdagangan setelah suspensi dibuka kembali – indikator bahwa suspensi dapat gagal meredam gejolak pasar dan bahkan memperburuk kerugian investor.⁴⁵

Ketidakefektifan suspensi sebagai mekanisme perlindungan jangka panjang juga berkaitan dengan lemahnya early warning system di banyak bursa, khususnya di pasar modal emerging. Idealnya, regulator atau bursa harus mampu mendeteksi sejak dini indikator risiko seperti akumulasi utang tinggi, penurunan arus kas, dan keterlambatan laporan keuangan, sehingga intervensi bisa dilakukan sebelum kondisi memburuk. Sayangnya, dalam praktiknya, pengawasan semacam itu sering terhambat oleh keterbatasan transparansi informasi, pelaporan tertunda, atau kurangnya kapasitas analisis data sehingga suspensi baru muncul setelah perusahaan sudah terjebak dalam krisis finansial yang mendalam.⁴⁶

⁴² Setyawan, Dimas. “Suspension Mechanism and Investor Protection under Indonesian Capital Market Law.” *Jurnal Regulasi Pasar Modal* 4, no. 2 (2021): 70–90.

⁴³ Otoritas Jasa Keuangan. *Evaluasi Sistem Peringatan Dini Emiten Publik Tahun 2023*. Jakarta: OJK, 2023.

⁴⁴ Chen, W. “Can Stock Trading Suspension Calm Down Investors during Crises?” *Journal of Financial Markets* (2024).

⁴⁵ He, Q., Wang, S., & Chong, T. T. L. “The Effects of Trading Suspensions in China's Stock Market.” *MPRA Paper No. 92037* (2018).

⁴⁶ Panjinegara, P. “Analisis Return Saham Sebelum dan Setelah Suspensi: Kasus Pasar Modal Indonesia.” *Jurnal Riset Pasar Modal & Keuangan* (2016).

Konsekuensi bagi investor pun bukan sekadar kehilangan kesempatan trading (likuiditas), melainkan potensi kerugian signifikan ketika saham dibuka kembali pada nilai yang jauh lebih rendah atau setelah volatilitas tinggi. Penelitian empiris menunjukkan bahwa efek suspensi pada saham cenderung menghasilkan return negatif dan abnormal, serta peningkatan volatilitas di periode setelah suspensi.⁴⁷ Dengan demikian, suspensi dapat memperburuk risiko bagi investor yang tidak memiliki fleksibilitas tinggi terutama investor ritel yang modal, informasi, dan daya tahan finansialnya terbatas.⁴⁸

Dari segi struktur hukum dan regulasi, suspensi menunjukkan keterbatasan dalam memberikan perlindungan substantif kepada investor. Perlindungan pasar modal di Indonesia lebih banyak bergantung pada prinsip keterbukaan (disclosure), bukan jaminan kerugian. Artinya, ketika emiten gagal menjalankan akuntabilitas atau informasi disampaikan tidak secara transparan, investor berada pada posisi lemah, opsi paling mungkin adalah litigasi atau klaim hukum, yang memerlukan biaya dan waktu panjang dengan hasil tidak pasti. Lebih lanjut, suspensi yang berkepanjangan tanpa kejelasan periode pencabutan dapat memperburuk ketidakpastian hukum dan pasar. Penelitian terhadap regulasi suspensi menunjukkan bahwa di Indonesia tidak ada batas waktu yang tegas untuk durasi suspensi artinya saham bisa tetap “beku” tanpa kepastian kapan bisa diperdagangkan kembali, sehingga investor dipaksa menanggung kerugian dan Selain itu, dampak suspensi tidak hanya menyasar emiten tunggal, tetapi dapat merembet ke sektor dan pasar lebih luas, terutama jika emiten bersangkutan merupakan perusahaan besar atau bagian dari BUMN. Kepercayaan investor terhadap pasar modal bisa terguncang, arus modal keluar meningkat, dan persepsi risiko terhadap sektor terkait memburuk sehingga suspensi bukan sekadar isu perusahaan, tetapi masalah sistemik dalam tata kelola pasar modal.⁴⁹

Dengan demikian, meskipun suspensi memiliki tujuan melindungi investor dari informasi menyesatkan atau kondisi keuangan yang meragukan, praktik empiris dan kelemahan regulatif menunjukkan bahwa suspensi seringkali menjadi indikator kegagalan struktur korporasi dan kelemahan regulasi bukan solusi menyeluruh. Untuk itu, diperlukan reformasi sistemik: penguatan akuntabilitas dan transparansi emiten, mekanisme deteksi dini risiko keuangan, regulasi batas waktu suspensi, serta mekanisme pemulihan atau kompensasi bagi investor yang dirugikan akibat suspensi yang terlalu lama

CONCLUSION

Penelitian ini menunjukkan bahwa kasus gagal bayar yang terjadi pada sejumlah emiten BUMN bukan merupakan peristiwa individual, melainkan mencerminkan adanya persoalan struktural dalam tata kelola, sistem pengawasan, dan akuntabilitas korporasi di pasar modal Indonesia. Gagal bayar pada emiten seperti Garuda Indonesia dan Waskita Karya mengungkap kelemahan mendasar dalam manajemen risiko, struktur permodalan, serta kegagalan organ perusahaan—terutama direksi dan komisaris—dalam menjalankan prinsip fiduciary duty yang meliputi kehati-hatian, kesetiaan, dan tanggung jawab terhadap kepentingan pemegang saham.

Dari sisi regulatif, penelitian menegaskan bahwa kerangka hukum pasar modal melalui ketentuan Pasal 80 dan Pasal 90 UU Pasar Modal sebenarnya telah memberikan dasar pertanggungjawaban bagi emiten atas kesalahan atau kelalaian dalam penyampaian informasi material. Namun dalam praktiknya, efektivitas pertanggungjawaban tersebut masih lemah karena rezim perlindungan investor di Indonesia bertumpu pada disclosure-based regulation tanpa mekanisme pemulihan yang substantif. Hal ini menyebabkan investor tetap berada dalam posisi rentan ketika emiten gagal memenuhi kewajiban informasi secara akurat dan tepat waktu.

⁴⁷ Rahadiyan, I. “Ketiadaan Batas Waktu Suspensi dan Implikasinya terhadap Kepastian Hukum dan Perlindungan Investor.” *Iustum Law Journal* (2023)

⁴⁸ “Apa Itu Suspensi Saham? Penyebab dan Dampak bagi Investor.” *Stockbit/Investasi Artikel*, 2024.

⁴⁹ “Pengertian Suspend Saham & Faktor yang Berpengaruh.” *Ajaib Financial Technology*, 2023.

Suspensi saham yang diterapkan BEI terbukti berfungsi sebagai instrumen proteksi pasar untuk mencegah perdagangan berdasarkan informasi yang tidak simetris. Meskipun demikian, penelitian menemukan bahwa suspensi sering kali dilakukan terlambat akibat ketidakefektifan early warning system yang seharusnya mampu mendeteksi kenaikan risiko gagal bayar melalui indikator finansial penting. Keterlambatan ini berdampak pada meningkatnya volatilitas, hilangnya likuiditas investor, dan menurunnya kepercayaan pasar terhadap integritas emiten BUMN.

Penelitian ini juga menegaskan bahwa status BUMN sebagai entitas dengan dual identity, yakni sebagai badan usaha sekaligus instrumen negara –menciptakan kompleksitas tersendiri dalam pertanggungjawaban hukum. Meskipun BUMN memiliki peran pembangunan, hal tersebut tidak dapat dijadikan pembenar untuk mengabaikan prinsip transparansi, akuntabilitas, dan perlindungan investor yang bersifat universal dalam pasar modal. Dengan demikian, BUMN tetap wajib tunduk pada aturan tata kelola dan keterbukaan informasi sebagaimana emiten publik lainnya.

Secara keseluruhan, penelitian menyimpulkan bahwa peningkatan integritas pasar modal Indonesia hanya dapat dicapai melalui penguatan tata kelola emiten BUMN, optimalisasi pengawasan berbasis risiko oleh OJK dan BEI, perbaikan sistem deteksi dini, serta reformulasi kebijakan suspensi yang lebih jelas dan responsif. Di samping itu, perlu adanya perbaikan mekanisme pertanggungjawaban hukum yang memberi kepastian dan perlindungan lebih kuat bagi investor. Upaya tersebut penting untuk memastikan bahwa pasar modal Indonesia tetap stabil, transparan, dan mampu melindungi kepentingan seluruh pemangku kepentingan, khususnya investor publik.

REFERENCES

BUKU / JURNAL / ARTIKEL

- “Apa Itu Suspensi Saham? Penyebab dan Dampak bagi Investor.” Stockbit/Investasi Artikel, 2024.
- “Pengertian Suspend Saham & Faktor yang Berpengaruh.” Ajaib Financial Technology, 2023.
- Adriani, S. “Keterbukaan Informasi Emiten dan Perlindungan Investor di Pasar Modal.” *Jurnal Hukum & Pembangunan*, Vol. 51 No. 2 (2021): 244–260.
- Adriani, S. “Keterbukaan Informasi Emiten dan Perlindungan Investor di Pasar Modal.” *Jurnal Hukum & Pembangunan*, 2021.
- Andri, Gunawan. *Hukum Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Kencana, 2020.
- Badan Pemeriksa Keuangan. *Laporan Hasil Pemeriksaan atas Laporan Keuangan BUMN 2021*.
- Black, Bernard et al. *Corporate Governance and Market Integrity*. Oxford: Oxford University Press, 2015.
- Branson, Douglas. *Corporate Governance and Fiduciary Duties: A Global Overview*. Oxford: Hart Publishing, 2019.
- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel. *Fundamentals of Financial Management*. Boston: Cengage, 2019.
- Budiharto, K. “Akuntabilitas BUMN dalam Perspektif Tata Kelola Perusahaan.” *Jurnal Administrasi Negara*, Vol. 10 No. 1 (2020): 33–48.
- Bursa Efek Indonesia (IDX). *Peraturan mengenai Suspensi Efek / Penghentian Sementara Perdagangan Saham*. (Peraturan dan pengumuman).
- Bursa Efek Indonesia. *Market Statistic and Volatility Report 2021*.
- Bursa Efek Indonesia. *Public Expose Insidentil Guidelines*, 2022.
- Cheffins, Brian. *Company Law: Theory, Structure and Operation*. Oxford: Clarendon Press, 1997.
- Chen, W. “Can Stock Trading Suspension Calm Down Investors during Crises?” *Journal of Financial Markets* (2024).

- Clarke, Thomas. *International Corporate Governance*. London: Routledge, 2007.
- Easterbrook & Fischel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991.
- Easterbrook, Frank & Fischel, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991.
- Fauzi, M. "Suspensi Saham dan Perlindungan Investor: Analisis Regulasi BEI." *Jurnal Ekonomi & Pasar Modal*, Vol. 14 No. 3 (2019): 122-139.
- Hadad, Muliawan D. *Governance pada Lembaga Keuangan dan Perusahaan Publik*. Jakarta: Rajawali Pers, 2018.
- He, Q., Wang, S., & Chong, T. T. L. "The Effects of Trading Suspensions in China's Stock Market." MPRA Paper No. 92037 (2018).
- Hukumonline. "Kapten di Balik Suksesnya Restrukturisasi Garuda Indonesia" (laporan dan analisis peristiwa Garuda, 2024).
- International Investment Authority. *Global Market Outlook: Indonesia Chapter*, 2023.
- Jentera Journal / F. Tantar. "Corporate Accountability for State Financial ..." (artikel terkait penguatan supervisi dan akuntabilitas BUMN), 2025.
- Kementerian BUMN. *Laporan Kinerja Keuangan BUMN 2022*.
- Kim, H. & Park, D. "State-Owned Enterprises and Financial Distress: Governance Implications." *International Journal of Corporate Law*, Vol. 8 No. 2 (2021): 55-72.
- Kurniawan, R. "Analisis Sanksi Administratif BEI terhadap Emiten Bermasalah." *Jurnal Regulasi Keuangan*, Vol. 8, No. 2 (2021): 88-103.
- Lam Putri, LPEM. *Government as Shareholder or Guardian? A Critical Look...* (working paper, 2025) – kajian mengenai kompensasi, implicit subsidies, dan moral hazard pada SOE/BUMN.
- Lazzarini, Sergio G. *State-Owned Enterprises: Ownership, Governance, and Regulation*. Cambridge University Press, 2021.
- Lestari, Rahma. "Gagal Bayar Emiten dan Pertanggungjawaban Hukum dalam Pasar Modal." *Jurnal Yustisia*, Vol. 12 No. 1 (2022): 88-104.
- Manan, Bagir. *BUMN dan Tanggung Jawab Negara*. Bandung: Mandar Maju, 2016.
- Matheson, John H. *Corporate Governance in the Modern World*. New York: Springer, 2022.
- Musacchio, Aldo & Lazzarini, Sergio. *Reinventing State Capitalism*. Harvard University Press, 2014.
- Nugroho, A. "Good Corporate Governance pada Emiten BUMN." *Jurnal Manajemen dan Hukum*, Vol. 7 No. 2 (2020): 45-59.
- OECD. *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2015 Edition.
- OJK. *Risk-Based Supervision Framework for Public Companies*, 2022.
- Otoritas Jasa Keuangan. *POJK No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik*. (Salinan resmi).
- Panjinegara, P. "Analisis Return Saham Sebelum dan Setelah Suspensi: Kasus Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Riset Pasar Modal & Keuangan* (2016).
- Park, S. "Corporate Disclosure Failures and Investor Loss." *Journal of Corporate Regulation*, Vol. 15 No. 1 (2018): 15-32.
- Pohan, A. "Agency Conflict dalam BUMN: Tantangan Tata Kelola Modern." *Jurnal Administrasi Bisnis Negara*, 2022.
- PT Waskita Karya (Persero) Tbk. *Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2022 / 30 Juni 2024* (rekam laporan keuangan dan pengungkapan utang obligasi).

- Rahadiyan, I. "Ketiadaan Batas Waktu Suspensi dan Implikasinya terhadap Kepastian Hukum dan Perlindungan Investor." *Iustum Law Journal* (2023).
- Republik Indonesia. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. (Teks resmi).
- Rismauli, N.L. "The Impact of Government Guarantees on Bond Spreads: an Empirical Study of State-Owned Enterprises in Southeast Asia." *Eduvest / ResearchGate* (2025) – studi empiris efek jaminan negara terhadap persepsi risiko dan spread obligasi.
- Setyawan, D. "Wanprestasi Keuangan Emiten dan Peran OJK dalam Penegakan Hukum." *Jurnal Regulasi Pasar Modal*, Vol. 4 No. 2 (2021): 70-90.
- Siregar, D. "Prinsip Keterbukaan Informasi dalam Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Hukum & Pasar Modal*, Vol. 12, No. 1 (2020): 45-62.
- Tjiptono, Darmadji & Hendy M. Fakhruddin. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat, 2018.

UNDANG-UNDANG:

- Republik Indonesia. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- Otoritas Jasa Keuangan. POJK No. 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Informasi atau Fakta Material oleh Emiten.
- Otoritas Jasa Keuangan. POJK No. 29/POJK.04/2016 tentang Laporan Tahunan Emiten.
- Otoritas Jasa Keuangan. POJK No. 21/POJK.04/2015 tentang Tata Kelola Emiten atau Perusahaan Publik.
- Bursa Efek Indonesia. Peraturan I-I tentang Penghentian Sementara Perdagangan Efek (Suspensi).
- Bursa Efek Indonesia. Peraturan I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas.